

CAN THIỆP TRUNG HÒA TẠI VIỆT NAM: GÓC NHÌN CHI PHÍ TÀI CHÍNH

Phạm Thị Tuyết Trinh*

Ngày nhận: 20/01/2015

Ngày nhận bản sửa: 22/4/2015

Ngày duyệt đăng: 27/7/2015

Tóm tắt:

Nghiên cứu tính toán chi phí tài chính của can thiệp trung hòa tại Việt Nam trong giai đoạn tháng 1/2011-tháng 6/2016. Dựa trên tương quan diễn biến NFA và NDA, cơ số nhân tiền và các thành phần của NDA, nghiên cứu xác định được OMO là biện pháp can thiệp trung hòa chủ yếu tại Việt Nam. Chi phí tài chính của can thiệp trung hòa được tính bằng cách xác định các trường hợp khác nhau của cơ cấu dự trữ ngoại hối và lãi suất đầu tư dự trữ ngoại hối. Kết quả nghiên cứu cho thấy, Việt Nam đã gánh chịu chi phí trung hòa ở một số trường hợp trong năm 2012 và nửa đầu năm 2014 nhưng chưa phải gánh chịu chi phí trung hòa ở dạng tích lũy. Tuy vậy, can thiệp trung hòa tại Việt Nam đã bộc lộ tính không bền vững do phụ thuộc lớn vào lợi ích tài chính từ biến động tỷ giá.

Từ khóa: can thiệp trung hòa, chi phí can thiệp trung hòa, Việt Nam

Sterilization in Vietnam: a look from financial cost

Abstract:

The paper follows Frenkel (2007) to calculate sterilization cost of Vietnam in period 2011M1-2014M6. Based on correlation of NFA and NDA, money multiplier and NDA's components, we find that OMO is the main sterilization tool in Vietnam. Sterilization cost is calculated by alternative scenarios of foreign reserve components and foreign reserve investment rates. The results show that Vietnam had positive cost in some scenarios in 2012 and the first half of 2014 but had negative accumulated cost in June 2014. However, sterilization policy has exposed the unsustainability because of large dependency on financial benefit of exchange rate fluctuation.

Keywords: sterilization, cost of sterilization, Vietnam

1. Đặt vấn đề

Song song với quá trình tích lũy dự trữ ngoại hối, ngân hàng trung ương (NHTW) phải thực hiện can thiệp trung hòa để loại trừ ảnh hưởng của các giao dịch mua vào ngoại tệ đến cung tiền và lạm phát trong nền kinh tế. Can thiệp trung hòa có thể được thực hiện lâu dài, có tính bền vững hay không phụ thuộc chủ yếu vào chi phí tài chính cho nghiệp vụ này (Frenkel, 2007; Aizenman và Glick, 2009). Tại

những nền kinh tế tích lũy dự trữ ngoại hối lớn, chi phí can thiệp trung hòa đã trở thành mối đe dọa cho tính bền vững của nghiệp vụ này (Mohanty và Turner, 2006) và đòi hỏi NHTW phải có những điều chỉnh kịp thời.

Tại Việt Nam, từ năm 2011, dự trữ ngoại hối đã gia tăng trở lại với qui mô ngày càng lớn, riêng 6 tháng đầu năm 2014 dự trữ ngoại hối đã tăng hơn 10.000 tỷ VND. Như các NHTW khác, Ngân hàng

Nhà nước Việt Nam (NHNN) đã thực hiện can thiệp trung hòa nhằm kiểm soát cung tiền và lạm phát trong nền kinh tế. Cùng với sự gia tăng của qui mô tích lũy dự trữ ngoại hối, qui mô can thiệp trung hòa cũng gia tăng, tất yếu kéo theo gánh nặng tài chính cho nghiệp vụ này. Do lãi suất VND cao hơn khá nhiều so với các đồng tiền khác, chi phí can thiệp trung hòa tại Việt Nam có thể ở mức rất khó lường. Tuy vậy, cho đến hiện nay, theo sự hiểu biết của tác giả, chưa có nghiên cứu nào tìm hiểu về chi phí của nghiệp vụ này. Vì vậy, nghiên cứu được thực hiện nhằm khám phá can thiệp trung hòa tại Việt Nam từ khía cạnh chi phí để thấy được những vấn đề gắn liền với tính bền vững của nghiệp vụ này.

2. Can thiệp trung hòa và chi phí can thiệp trung hòa

2.1. Can thiệp trung hòa

Khi NHTW thực hiện các giao dịch trên thị trường ngoại hối, chẳng hạn như mua vào ngoại tệ, với các yếu tố khác không đổi, làm tài sản có ngoại tệ ròng (NFA) tăng lên. Để tài trợ cho sự tăng lên của NFA, NHTW cũng đồng thời mở rộng tài sản nợ (TSN), thường là làm tăng dự trữ của các ngân hàng thương mại (NHTM) ($R\uparrow$) do bán nội tệ để mua ngoại tệ từ các NHTM, làm tăng tiền cơ sở ($MB\uparrow$) ở mức tương ứng với mức tăng của NFA, $\Delta NFA = \Delta MB$ (Bảng 1). MB tăng lên sẽ làm cung tiền ($M2$) tăng lên và gây áp lực lên giá cả trong nền kinh. Để không làm ảnh hưởng đến $M2$, NHTW cần phải thực hiện can thiệp trung hòa. Can thiệp trung hòa

là những giao dịch được thực hiện nhằm triệt tiêu tác động của giao dịch mua vào ngoại tệ đến $M2$ và theo đó là lạm phát trong nền kinh tế (Edison, 1993).

Dựa trên đối tượng tác động, can thiệp trung hòa có thể được phân làm hai loại: can thiệp trung hòa theo nghĩa hẹp và theo nghĩa rộng.

Can thiệp trung hòa theo nghĩa hẹp gồm những giao dịch được thực hiện nhằm triệt tiêu tác động của thay đổi NFA đến MB (Takagi và Esaka, 2001). Hình thức can thiệp này được thực hiện phổ biến bằng nghiệp vụ thị trường mở (OMO). Bằng cách bán ra các giấy tờ có giá do NHTW phát hành (hoặc giấy tờ có giá do chính phủ phát hành), NHTW có thể: (i) làm giảm dự trữ của NHTM ($R\downarrow$), giảm tiền cơ sở ($MB\downarrow$); đồng thời (ii) làm giảm TSC trong nước ròng (NDA) (Bảng 2).

Can thiệp trung hòa bằng OMO được các NHTW sử dụng phổ biến do đây là biện pháp dựa trên nguyên tắc thị trường. Thêm vào đó, OMO có tính linh hoạt và tính chính xác cao, lại không tạo ra gánh nặng chi phí cho hệ thống NHTM như các hình thức khác (chẳng hạn dự trữ bắt buộc) (Calvo và cộng sự, 1994). Bên cạnh các ưu điểm nổi bật, OMO cũng có những nhược điểm lớn như: (i) đi kèm chi phí lớn phát sinh từ lãi phải trả cho các giấy tờ có giá; (ii) làm tăng lãi suất thị trường tiền tệ trong nước khi được sử dụng liên tục trong thời gian dài. Nhược điểm này càng làm cho vấn đề chi phí của biện pháp OMO trở nên nghiêm trọng bởi lãi

Bảng 1: Bảng cân đối kế toán rút gọn của NHTW

Tài sản có (TSC)	Tài sản nợ (TSN)
<p>NFA = TSC nước ngoài – TSN nước ngoài NDA TSC ròng với chính phủ = TSC với chính phủ - Tiền gửi của chính phủ tại NHTW TSC ròng với khu vực tư nhân = TSC với các định chế nhận tiền gửi + TSC khác - Giấy tờ có giá của NHTW phát hành - TSN khác và vốn chủ sở hữu</p>	<p>Tiền cơ sở (MB) Tiền trong lưu thông (C) Dự trữ (R): dự trữ bắt buộc và dự trữ vượt</p>

Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ Filardo và Yetman (2012)

Bảng 2: Tác động của can thiệp trung hòa theo nghĩa hẹp

Giao dịch	TSC	TSN
Mua vào ngoại tệ	ΔNFA	ΔMB
Can thiệp trung hòa: bán ra giấy tờ có giá	$-\Delta NDA$	$-\Delta MB$
Kết quả	$\Delta NFA = -\Delta NDA \rightarrow \Delta TSC = 0$	$\Delta MB = 0 \rightarrow \Delta TSN = 0$

Nguồn: Tác giả

suất tăng sẽ làm cho lãi phải trả của giấy tờ có giá càng tăng; (iii) khả năng hấp thụ giấy tờ có giá tại các nền kinh tế đang phát triển khá hạn chế do thị trường tài chính chưa đủ rộng và sâu. Ngoài OMO, can thiệp trung hòa theo nghĩa hẹp còn được thực hiện bằng nhiều cách khác nhau như chuyển tiền gửi của chính phủ tại các NHTM về NHTW, sử dụng cửa sổ chiết khấu (Lee, 1997). Các biện pháp này không linh hoạt như OMO nhưng tạo ra chi phí không lớn như OMO vì lãi suất tiền gửi tại NHTW thấp hơn nhiều so với lãi suất thị trường tiền tệ.

Can thiệp trung hòa theo nghĩa rộng gồm các giao dịch được thực hiện nhằm triệt tiêu tác động của thay đổi NFA đến M2 (Takagi và Esaka, 2001). Hình thức can thiệp này chấp nhận sự tăng lên của MB; nhưng làm giảm khả năng tạo tiền của hệ thống NHTM bằng cách tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc để không làm ảnh hưởng đến M2. Cụ thể, giao dịch mua vào ngoại tệ làm tăng NFA và MB: $\Delta NFA = \Delta MB$. Khi đó M2 có thể tăng lên phụ thuộc vào cơ số nhân tiền: $\Delta M2 = mm * \Delta MB$ (với mm là cơ số nhân tiền). Can thiệp trung hòa bằng cách tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc sẽ triệt tiêu lượng tăng lên của M2 do làm giảm khả năng tạo tiền của hệ thống NHTM: $\Delta M2 = -\Delta mm * MB + mm * \Delta MB = 0$ (với $-\Delta mm$ là cơ số nhân tiền bị giảm khi tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc).

2.2. Chi phí tài chính của can thiệp trung hòa

Chi phí tài chính của can thiệp trung hòa gắn liền với tính bền vững của chính sách trung hòa tại các nền kinh tế (Frenkel, 2007). Tính bền vững này được hiểu là khả năng thực hiện can thiệp trung hòa lâu dài song song với quá trình tích lũy dự trữ ngoại hối. Theo đó, chi phí tài chính của can thiệp trung hòa phát sinh từ chênh lệch lãi suất phải trả cho các giấy tờ có giá (dùng cho can thiệp trung hòa) và lãi suất nhận được từ đầu tư dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, Frenkel (2007) còn cho rằng lợi ích tài chính từ biến động tỷ giá còn góp phần làm giảm chi phí can thiệp trung hòa do vậy, chi phí tài chính của can thiệp trung hòa (S) bằng lãi suất trong nước (i) trừ (-) lãi suất thị trường tài chính quốc tế (r) và trừ (-) biến động của tỷ giá (e) (công thức 1).

$$S = i - r - e \quad (1)$$

Phụ thuộc vào biện pháp can thiệp trung hòa được sử dụng mà i sẽ được lựa chọn phù hợp. Chẳng hạn, nếu biện pháp can thiệp trung hòa là OMO, i sẽ là lãi suất phải trả cho các giấy tờ có giá NHTW sử dụng; nếu biện pháp can thiệp trung hòa là dự trữ

bắt buộc, i sẽ là lãi suất trả cho tiền gửi dự trữ bắt buộc tại NHTW. r đại diện cho lãi suất đầu tư dự trữ ngoại hối của NHTW. e đại diện cho lợi ích tài chính do tỷ giá biến động theo chiều hướng có lợi cho các tài sản dự trữ. Theo công thức (1), $S > 0$ phản ánh NHTW đang gánh chịu chi phí thực hiện can thiệp trung hòa; $S < 0$ phản ánh NHTW chưa phải gánh chịu chi phí can thiệp trung hòa mà ngược lại đang có lợi nhuận do lãi suất đầu tư dự trữ ngoại hối và lợi ích tài chính từ biến động tỷ giá lớn hơn lãi suất phải trả cho giấy tờ có giá dùng cho can thiệp trung hòa. Can thiệp trung hòa sẽ có tính bền vững khi lãi suất trong nước không lớn hơn lãi suất thị trường tài chính quốc tế cộng với biến động tỷ giá ($i \leq r + e$).

Các nghiên cứu khám phá chi phí can thiệp trung hòa hiện nay còn khá hạn chế và chủ yếu theo hai hướng. Hướng thứ nhất so sánh chênh lệch lãi suất và biến động tỷ giá theo công thức của Frenkel (2007). Chẳng hạn Lavigne (2008) cho thấy lãi suất tại Trung Quốc, Nga, Singapore, Malaysia, Thái Lan, Hongkong đều lớn hơn lãi suất tín phiếu kho bạc Mỹ (đại diện cho lãi suất đầu tư dự trữ ngoại hối) trong khoảng 1,3-1,8%. Tuy nhiên, do USD lên giá mạnh so với các đồng tiền này từ 3-8%, nghiên cứu kết luận rằng các nước đều chưa gánh chịu chi phí can thiệp trung hòa. Chung và cộng sự (2014) so sánh chênh lệch lãi suất tín phiếu NHTW kỳ hạn 3 tháng của Trung Quốc với lãi suất tín phiếu kho bạc Mỹ kỳ hạn 3 tháng và biến động tỷ giá CNY/USD cho thấy: (i) trước 2008, Trung Quốc chưa phải gánh chịu chi phí can thiệp trung hòa; (ii) từ năm 2008, Trung Quốc đã phải gánh chịu chi phí này do lãi suất tín phiếu NHTW lớn hơn nhiều so với lãi suất tín phiếu kho bạc Mỹ và CNY có xu hướng lên giá so với USD. Hướng thứ hai tính toán chi phí can thiệp trung hòa bằng giá trị tiền tệ dựa trên công thức của Frenkel (2007). Zhang (2011) tính toán chi phí can thiệp trung hòa của Trung Quốc bằng cách: (i) Dựa trên khối lượng trái phiếu do NHTW phát hành, lãi suất phát hành trái phiếu để tính lãi phải trả cho can thiệp trung hòa bằng OMO; (ii) Dựa trên lãi suất dự trữ (bắt buộc và vượt) và số dư tiền gửi dự trữ tại NHTW để tính chi phí lãi phải trả cho can thiệp trung hòa bằng dự trữ bắt buộc (do OMO và dự trữ bắt buộc là hai biện pháp can thiệp trung hòa chủ yếu tại Trung Quốc); (iii) Dựa trên qui mô dự trữ ngoại hối, cơ cấu dự trữ ngoại hối trung bình của các nước đang phát triển (COFER) và lãi suất trái phiếu kỳ hạn năm năm của các quốc gia trong

COFER để tính lãi nhận được từ đầu tư dự trữ quốc tế và lợi ích tài chính từ biến động tỷ giá. Kết quả nghiên cứu cho thấy Trung Quốc chưa phải gánh chịu chi phí CTHH trong giai đoạn 2003-2010 nhờ biến động tỷ giá, tuy nhiên, chính sách can thiệp trung hòa của Trung Quốc đã bộc lộ sự không bền vững do chênh lệch lãi suất cao và biến động tỷ giá có xu hướng bất lợi cho dự trữ ngoại hối tính bằng CNY.

Nhìn chung, các nhà nghiên cứu cho rằng về lâu dài can thiệp trung hòa với qui mô lớn và tần suất cao làm tăng lãi suất của các giấy tờ có giá NHTW sử dụng. Trong khi đó, TSC nước ngoài gia tăng có khả năng làm giảm lãi suất NHTW nhận được từ các khoản đầu tư. Chênh lệch lớn giữa lãi suất phải trả cho các giấy tờ có giá phát hành và lãi suất nhận được từ TSC nước ngoài làm gia tăng chi phí tài chính của can thiệp trung hòa, làm cho việc duy trì nghiệp vụ trung hòa trở thành vấn đề lớn đối với NHTW (Chung và cộng sự 2014). Thêm vào đó, biến động tỷ giá theo hướng nội tệ tăng giá do thặng dư cán cân thanh toán (BOP) còn làm cho chi phí tài chính của can thiệp trung hòa trở nên nặng nề, làm cho nghiệp vụ này khó có thể duy trì lâu dài. Reinhart và cộng sự (1999) còn chỉ ra rằng can thiệp trung hòa làm tăng lãi suất trong nước, làm hấp dẫn thêm các dòng vốn nước ngoài, do vậy làm cho can thiệp trung hòa trở nên khó khăn hơn và làm chi phí cho nghiệp vụ này gia tăng. NHTW nên hoặc là từ bỏ hoặc là giảm qui mô của can thiệp trung hòa hoặc áp dụng biện pháp kiểm soát vốn thay thế.

3. Biện pháp can thiệp trung hòa tại Việt Nam

Do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính 2008,

BOP Việt Nam bị thâm hụt nghiêm trọng trong năm 2009-2010, gây áp lực lên tỷ giá VND/USD. Nhằm giữ ổn định tỷ giá, NHNN đã can thiệp lên thị trường ngoại hối làm dự trữ ngoại hối bị hao mòn nghiêm trọng. Dự trữ ngoại hối được củng cố trở lại từ năm 2011 và đặc biệt tăng mạnh mẽ từ năm 2012 nhờ sự trở lại của các dòng vốn đầu tư và đặc biệt là diễn biến tích cực của cán cân vãng lai với điểm sáng của thặng dư cán cân thương mại. Chỉ trong 3,5 năm, dự trữ ngoại hối đã tăng gấp 3 lần, riêng nửa đầu năm 2014, dự trữ ngoại hối đã tăng gần 10 tỷ USD và đạt mức 35,38 tỷ USD.

NHNN đã thực hiện can thiệp trung hòa để loại trừ tác động của các giao dịch mua vào ngoại tệ đến cung tiền trong nền kinh tế. Tuy nhiên, NHNN lại không công bố rộng rãi về các can thiệp trung hòa này. Mặc dù thông tin về việc NHNN đã thực hiện can thiệp trung hòa thỉnh thoảng có xuất hiện trên các phương tiện thông tin (chẳng hạn như Nguyễn Hiền, 2013; Minh Đức, 2014), việc sử dụng những thông tin này để xác định can thiệp trung hòa của NHNN cũng hết sức khó khăn vì thông tin không thường xuyên, thiếu tính hệ thống, chưa được cụ thể và chưa được kiểm chứng về tính tin cậy. Do vậy, nghiên cứu xác định can thiệp trung hòa của NHNN dựa trên các cơ sở sau: Một là, phản ứng của NDA với thay đổi NFA để nhận diện can thiệp trung hòa theo nghĩa hẹp. Can thiệp trung hòa được thực hiện khi NFA tăng đi kèm NDA giảm; Hai là, diễn biến của cơ sở nhân tiền với thay đổi NFA để nhận diện can thiệp trung hòa theo nghĩa rộng. Can thiệp trung hòa được thực hiện khi NFA tăng đi kèm cơ sở nhân tiền giảm; Ba là, biến động của các thành phần trong

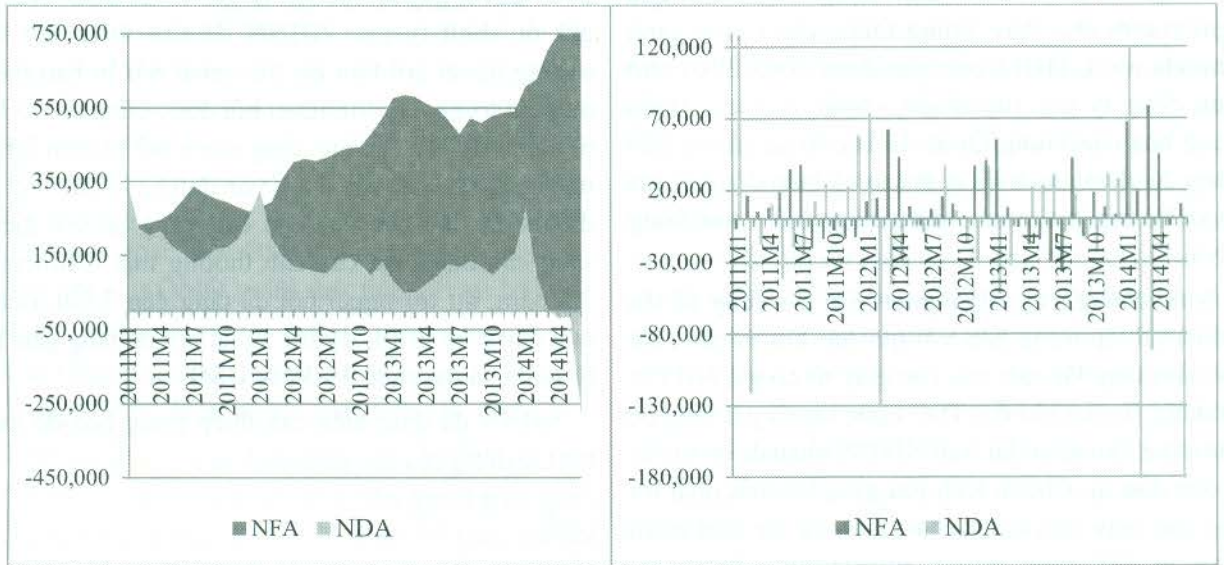
Bảng 3: BOP và dự trữ ngoại hối tích lũy

Khoản mục	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Quý II/2014*
Cán cân vãng lai	-10823	-6608	-4276	236	9062	9471	6053
- Cán cân thương mại	-12783	-7607	-5136	-450	9885	8730	6101
Cán cân vốn	12341	7172	6201	6390	8275	151	5635
- FDI	9279	6900	7100	6480	7168	6944	3540
- FPI	-578	-71	2370	1412	1990	1469	315
- OI	3601	-112	-3307	-1533	-903	-8564	1780
Lỗi và sai sót	-1044	-9022	-3690	-5477	-5470	-8763	-1031
Cán cân tổng thể	474	-8458	-1765	1149	11867	859	10657
Dự trữ ngoại hối tích lũy	23.022	14.905	13.799	14.899	25.161	25.480	35.380

* Quý II: Dữ liệu thu thập từ NHNN tại <http://sbv.gov.vn> ngày 30/11/2014.

Nguồn: Dữ liệu thu thập tại <http://elibray-data.imf.org> ngày 30/11/2014.

Hình 1: Diễn biến NFA và NDA giai đoạn 2011-2014



Nguồn: Tính toán của tác giả từ Thống kê tài chính quốc tế (IFS), thu thập tại <http://data.imf.org> ngày 30/11/2014.

NDA kết hợp với các công cụ chính sách tiền tệ được sử dụng tại mỗi thời điểm khi NFA thay đổi để xác định biện pháp can thiệp trung hòa đã được thực hiện.

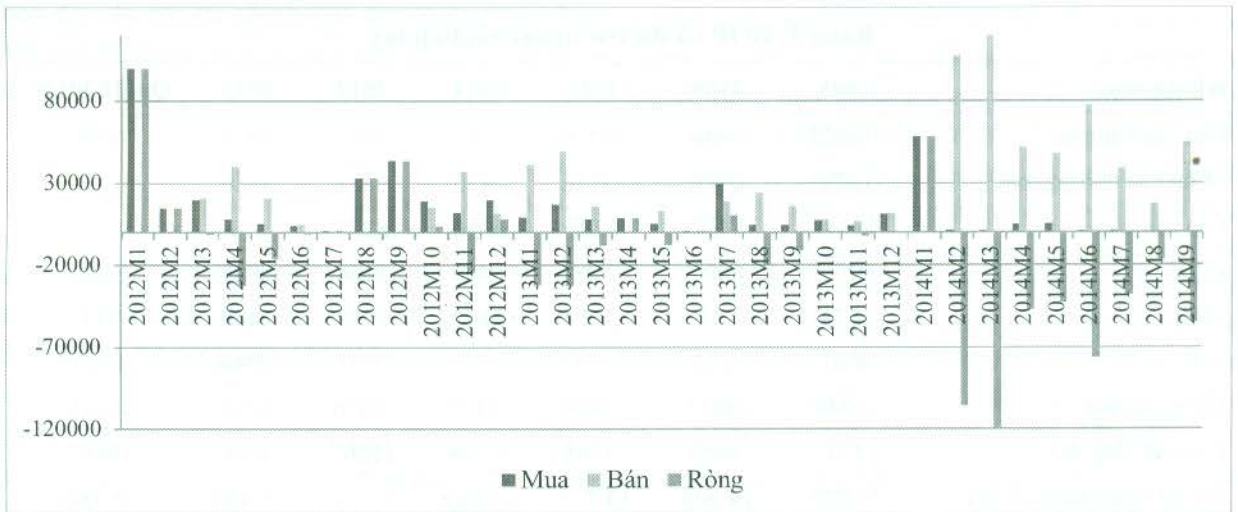
Theo các cơ sở này, nghiên cứu nhận thấy trong giai đoạn này NHNN chủ yếu sử dụng can thiệp trung hòa theo nghĩa hẹp bằng biện pháp OMO và gần như không sử dụng các biện pháp khác. Hình 1 cho thấy diễn biến trái ngược của NFA và NDA trong giai đoạn này: NFA tăng mạnh do dự trữ ngoại hối không ngừng được tích lũy với qui mô lớn; trong khi đó NDA giảm mạnh và chuyển sang âm từ tháng 4/2014 để bù trừ diễn biến tăng của NFA

nhằm kiểm soát thanh khoản của hệ thống NHTM, cung tiền và lạm phát.

OMO trong giai đoạn này được NHNN sử dụng rất linh hoạt; đặc biệt là từ năm 2012 các phiên mua và bán được tổ chức trong cùng ngày (Hình 2). Kết quả giao dịch OMO cũng cho thấy, NHNN đã bán ra 149.883, 203.927 và 515.894 tỷ VND trong năm 2012, 2013 và nửa đầu năm 2014; riêng 2013 và nửa đầu năm 2014 khối lượng bán ròng lần lượt là 94.178 tỷ VND và 333.076 tỷ VND.

Thêm vào đó, từ đầu năm 2013, để bổ sung nguồn giấy tờ có giá cho OMO, NHNN đã chủ động phát hành tín phiếu ngắn hạn và sử dụng tín phiếu tự phát

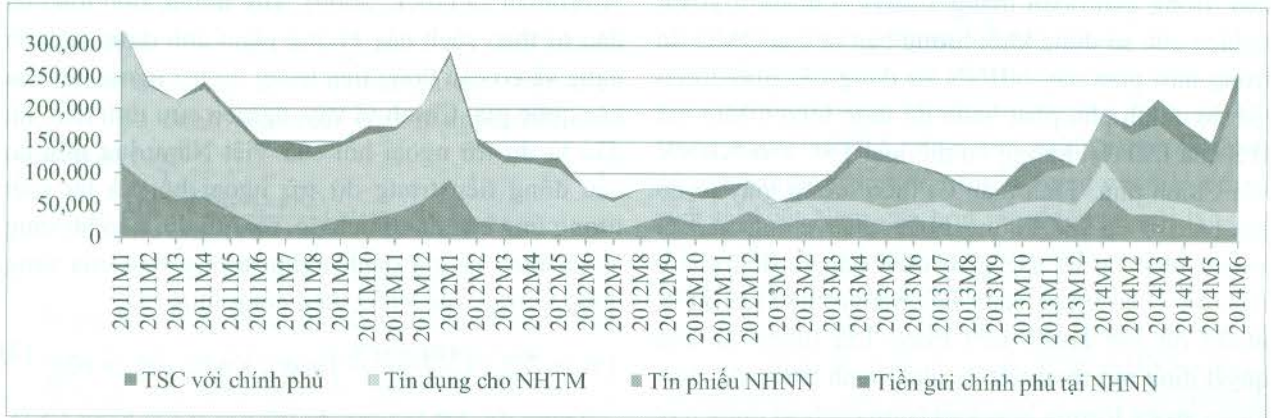
Hình 2: Khối lượng OMO ròng hàng tháng trong giai đoạn 2012 – tháng 6/2014*



* Năm 2011, NHNN không thực hiện giao dịch bán qua OMO

Nguồn: Dữ liệu tác giả thu thập từ NHNN tại <http://sbv.gov.vn> ngày 30/22/2014.

Hình 3: Thành phần NDA trong giai đoạn 2011 – tháng 6/2014



Nguồn: IFS thu thập tại <http://data.imf.org> ngày 30/11/2014.

hành này trong tất cả các phiên bán trên OMO làm TSN dưới dạng tín phiếu do NHNN phát hành tăng lên nhanh chóng. Tính đến cuối tháng 6/2014 dư nợ tín phiếu do NHNN phát hành lên đến 201.754,5 tỷ VND (Hình 3). Ngoài ra, tín dụng cho các NHTM giảm mạnh trong giai đoạn này cũng góp phần làm giảm NDA, nhưng không phải do NHNN chủ động khép chặt kênh cung cấp thanh khoản này mà là do NHTM đã có thanh khoản dồi dào từ bán ngoại tệ cho NHNN cộng với nhu cầu tín dụng trong nền kinh tế giảm. Trong thực tế, lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn sau khi tăng mạnh vào năm 2011 để theo kịp với cuộc đua lãi suất tại các NHTM đã được cắt giảm nhiều lần từ đầu năm 2012; đến lần cắt giảm thứ 9 vào ngày 18/3/2014 lãi suất tái chiết khấu và lãi suất tái cấp vốn chỉ còn 4,5% và 6,5%. Điều này cho thấy giảm tín dụng cho NHTM không phải là biện pháp can thiệp trung hòa được sử dụng trong giai đoạn này.

Trong khi đó, tỷ lệ dự trữ bắt buộc không thay đổi

làm cơ sở nhân tiền ổn định và có xu hướng tăng nhẹ cho thấy can thiệp trung hòa theo nghĩa rộng đã không được sử dụng (Hình 4).

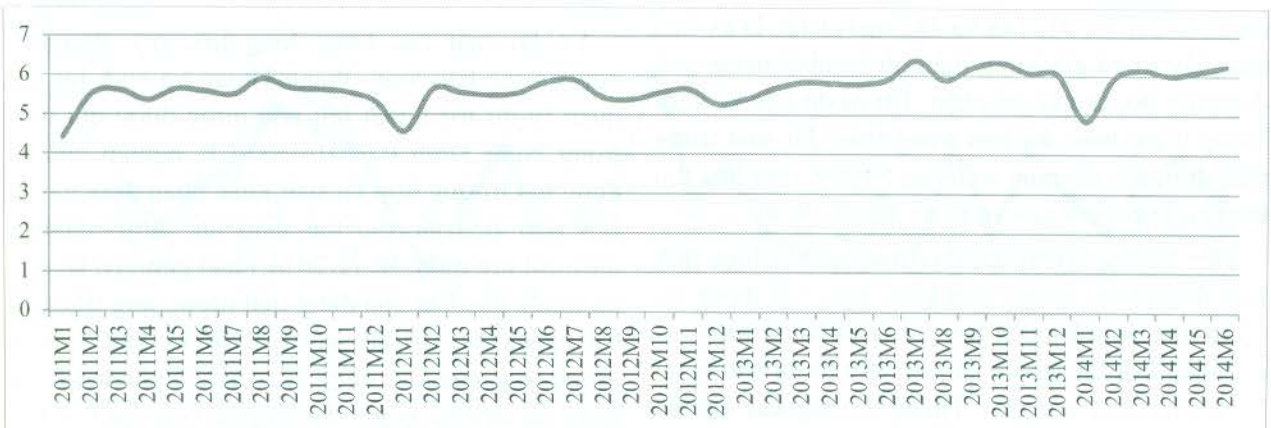
Phương pháp tính toán chi phí can thiệp trung hòa tại Việt Nam

Nghiên cứu sử dụng phương pháp của Frenkel (2007) để tính toán chi phí can thiệp trung hòa của NHNN. Do NHNN chỉ sử dụng can thiệp trung hòa bằng OMO (như ở trên đã phân tích), nghiên cứu tính toán chi phí can thiệp trung hòa (S) dựa trên tiền lãi phải trả cho các giấy tờ có giá dùng cho OMO để can thiệp trung hòa (Ci), tiền lãi thu được từ đầu tư dự trữ ngoại hối trên thị trường tài chính quốc tế (Pr) và lợi ích tài chính từ biến động tỷ giá (Pe) theo công thức (2):

$$S = Ci - Pr - Pe \quad (2)$$

Ci được tính dựa trên lượng giấy tờ có giá bán ra để thực hiện can thiệp trung hòa và lãi suất tương ứng của các giấy tờ có giá này.

Hình 4: Cơ số nhân tiền giai đoạn tháng 1/2011 - tháng 6/2014



Nguồn: Tính toán của tác giả từ IFS, thu thập tại <http://data.imf.org> ngày 30/11/2014.

Về lượng giấy tờ có giá dùng cho can thiệp trung hòa, trong giai đoạn tháng 1/2011 – tháng 2/2013, nghiên cứu sử dụng khối lượng bán ra qua OMO do trong thời gian này NHNN sử dụng các giấy tờ có giá do chính phủ phát hành để thực hiện OMO mà IFS của IMF lại không cụ thể loại TSC của NHNN với Chính phủ. Tính toán Ci theo lượng giấy tờ có giá bán ra có thể không hoàn toàn chính xác vì không phải tất cả các giao dịch bán ra đều nhằm mục đích can thiệp trung hòa mà có thể vì NHTW muốn rút bớt lượng tiền trong lưu thông do các quyết định mở rộng tiền tệ quá mạnh trước đó. Tuy nhiên, trong trường hợp Việt Nam cách sử dụng này chấp nhận được vì: (i) từ sau khủng hoảng 2008, chính sách tiền tệ được điều hành rất thận trọng nhằm kiểm soát lạm. Từ cuối 2010 – cuối 2012, các điều kiện tiền tệ được điều hành theo hướng thắt chặt rất rõ nét; (ii) các giao dịch bán ra qua OMO từ tháng 1/2012 đến tháng 2/2013 được thực hiện rất trùng khớp với những thay đổi tăng của NFA. Trước đó trong năm 2010-2011, NHNN không thực hiện giao dịch bán ra do NFA không tăng hoặc tăng rất ít. Từ tháng 3/2013 - tháng 9/2014, nghiên cứu sử dụng TSN dưới dạng tín phiếu NHNN được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán của NHNN do trong giai đoạn này NHNN sử dụng tín phiếu tự phát hành trong tất cả các giao dịch bán qua OMO để trung hòa giao dịch mua ngoại tệ trên thị trường ngoại hối.

Về lãi suất, mặc dù lãi suất trúng thầu của giấy tờ có giá ở từng kỳ hạn được NHNN công bố nhưng lượng trúng thầu ở mỗi kỳ hạn lại không được công bố cụ thể. Do vậy, nghiên cứu không thể tính toán được lãi suất theo trọng số của các giấy tờ có giá dùng cho can thiệp trung hòa. Để khắc phục hạn chế này của dữ liệu, nghiên cứu sử dụng lãi suất của kỳ hạn 91 ngày để áp dụng cho tất cả giấy tờ có giá bán ra bởi trong số các kỳ hạn được NHNN sử dụng (gồm có 28, 56, 91, 148 và 182 ngày) đây là kỳ hạn của giấy tờ có giá trúng thầu nhiều nhất trong giai đoạn này do tác giả ghi nhận. Tất cả dữ liệu về khối lượng trúng thầu, kỳ hạn trúng thầu, lãi suất trúng thầu được lấy từ trang web của NHNN (Dữ liệu thu thập tại <http://sbv.gov.vn> ngày 30/22/2014).

Tiền lãi đầu tư (Pr) của dự trữ ngoại hối được tính toán theo nhiều trường hợp khác nhau bởi thông tin về cơ cấu dự trữ ngoại hối của Việt Nam theo tiêu chí phân loại tài sản và lãi suất đầu tư dự trữ ngoại hối không được công bố. Thông thường, các nghiên cứu tính toán lãi đầu tư của dự trữ ngoại hối dựa trên

tín phiếu kho bạc của Mỹ (chẳng hạn Zhang, 2011, Aizenman và Glick, 2009). Tuy nhiên, tính toán lãi đầu tư theo cách này không phản ánh được tính đa dạng về cơ cấu đồng tiền trong dự trữ ngoại hối của các quốc gia. Chính vì vậy, nghiên cứu tính toán lãi đầu tư dự trữ ngoại hối của Việt Nam dựa trên cơ cấu đồng tiền trong dự trữ ngoại hối và lãi suất tương ứng của đồng tiền đó, rồi qui đổi tiền lãi sang VND theo tỷ giá danh nghĩa tương ứng của từng đồng tiền so với VND theo công thức (3):

$$Pr_t = \sum_{i=1}^n \left(\frac{FR_{t-1} + FR_t}{2} \right) * w_{it} * e1_{it} * r_{it} * e2_{it} \quad (3)$$

Trong đó, FR là tổng dự trữ ngoại hối bằng USD, w_i là trọng số của dự trữ ngoại hối bằng đồng tiền i , $e1_i$ là tỷ giá của đồng tiền i so với USD, r_i là lãi suất của đồng tiền i và $e2_i$ là tỷ giá danh nghĩa của đồng tiền i so với VND.

Để xác định cơ cấu đồng tiền trong dự trữ ngoại hối của Việt Nam, theo đó xác định w_i , nghiên cứu sử dụng 2 trường hợp: Một là, cơ cấu rở đồng tiền của Việt Nam từ nguồn NHNN được nghiên cứu trích lại từ Lê Thị Tuấn Nghĩa và Phạm Thị Hoàng Anh (2013). Tuy nhiên, theo cơ cấu này, khoảng 12% dự trữ ngoại hối bằng các đồng tiền khác USD và EUR không được liệt kê cụ thể cho nên một phần không nhỏ Pr đã không được tính. Chính vì vậy, nghiên cứu sử dụng trường hợp thứ hai là cơ cấu của rở đồng tiền trung bình của các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển do IMF công bố (COFER) (được thu thập tại <http://data.imf.org>) do theo cơ cấu này, USD và EUR có tỷ trọng tương đương như cơ cấu dự trữ ngoại hối của Việt Nam trong nghiên cứu của Lê Thị Tuấn Nghĩa và Phạm Thị Hoàng Anh (2013), ngoài ra còn có thêm tỷ trọng của các đồng tiền JPY, CAD, GBP, CHF, AUD, nhờ đó, tỷ trọng của những đồng tiền không được liệt kê chỉ chiếm khoảng 4-5%.

Về lãi suất của từng đồng tiền (r_i), dựa trên nguyên tắc bảo toàn, thanh khoản và sinh lời của quản lý dự trữ ngoại hối nhà nước được qui định trong Nghị Định 05/2014/NĐ-CP, nghiên cứu sử dụng hai trường hợp lãi suất khác nhau được lấy từ IFS (Dữ liệu tác giả thu thập tại <http://elibrary-data.imf.org> ngày 30/11/2014.) bao gồm: (i) lãi suất tín phiếu kho bạc của đồng tiền tương ứng trong dự trữ ngoại hối; (ii) lãi suất LIBOR kỳ hạn 3 tháng tương ứng của các đồng tiền này. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu về tỷ giá danh nghĩa (e_i) của USD so với EUR, GBP, JPY, CAD, AUD, CHF và VND

được lấy từ IFS (IMF, 2014) để quy đổi số tiền lãi của từng đồng tiền sang VND.

Lợi ích tài chính do biến động tỷ giá (Pe) của dự trữ ngoại hối cũng được tính toán dựa trên biến động tỷ giá danh nghĩa và dự trữ ngoại hối theo công thức (4):

$$Pe_t = \sum_{i=1}^n \left(\frac{FR_{t-1} + FR_t}{2} \right) * w_{it} * e_{1it} * (e_{2it} - e_{2it-1}) \quad (4)$$

Trong đó, FR là tổng dự trữ ngoại hối bằng USD, w_i là trọng số của dự trữ ngoại hối bằng đồng tiền i , e_{1i} là tỷ giá của đồng tiền i so với USD, r_i là lãi suất của đồng tiền i và $(e_{2it} - e_{2it-1})$ là thay đổi tỷ giá danh nghĩa cuối kỳ của đồng tiền i so với VND.

Như vậy, nghiên cứu tính toán chi phí can thiệp trung hòa với 4 kịch bản dựa trên kết hợp của những lựa chọn về cơ cấu đồng tiền và lãi suất đầu tư như trong bảng 4.

Hình 5 cho thấy chi phí can thiệp trung hòa hàng tháng trong giai đoạn 2012 – 2014 theo 4 kịch bản khá tương đương nhau về xu hướng biến động nhưng khác nhau rõ nét về qui mô. Nhìn chung, chi phí can thiệp trung hòa thường > 0 ở mức rất lớn trước tháng 4/2013, phản ánh gánh nặng tài chính của can thiệp trung hòa mà nguyên nhân là do lãi suất tại Việt Nam cao hơn rất nhiều so với lãi suất thị trường tài chính quốc tế (Hình 6). Từ tháng 4/2013, chi phí can thiệp thường hoặc > 0 với mức thấp hoặc âm phản ánh can thiệp trung hòa không còn tốn nhiều chi phí như trước hoặc NHNN còn có lợi nhuận tài chính do chênh lệch lãi suất đã giảm rất nhiều so với trước đó.

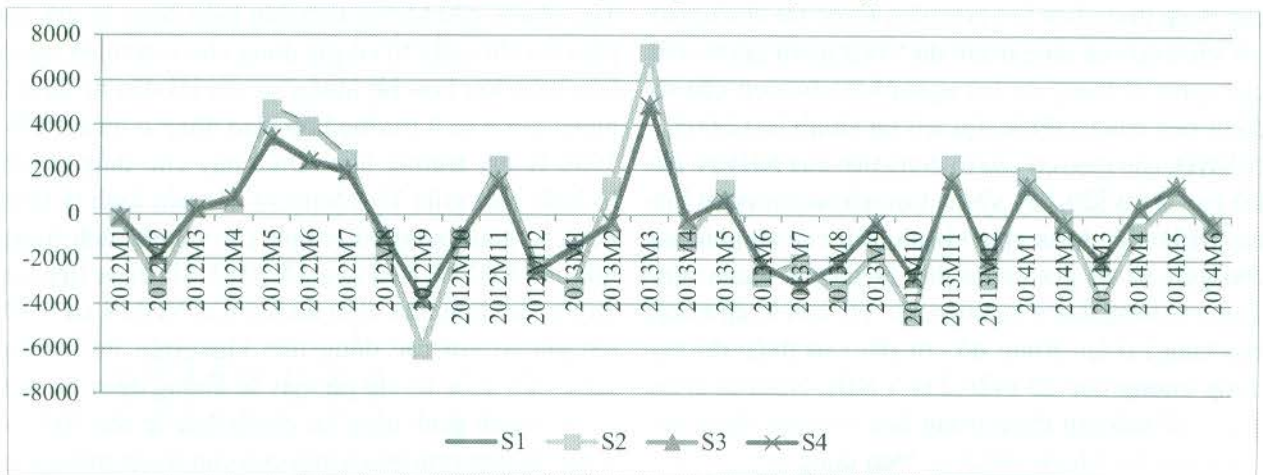
Phân tích chi phí can thiệp trung hòa trong từng năm tài chính theo từng kịch bản (Bảng 5) cho thấy chi phí can thiệp trung hòa lớn nhất vào năm 2012, trong đó chi phí can thiệp dương trong trường hợp

Bảng 4: Phương pháp tính toán chi phí can thiệp trung hòa

	C _i (1)	Pr (2)				Pe (3)		S1	S2	S3	S4
Cách tính	Dự nợ tín phiếu NHNN * Lãi suất	$Pr_t = \sum_{i=1}^n \left(\frac{FR_{t-1} + FR_t}{2} \right) * w_{it} * e_{1it} * r_{it} * e_{2it}$				$Pe_t = \sum_{i=1}^n \left(\frac{FR_{t-1} + FR_t}{2} \right) * w_{it} * e_{1it} * (e_{2it} - e_{2it-1})$		(4) = (1) - (2) + (3)			
Cơ cấu đồng tiền		(W1): COFER		(W2): NHNN		(W1): COFER	(W2): NHNN	(W1)		(W2)	
Lãi suất đầu tư		(R1): Tín phiếu kho bạc	(R2): LIBOR kỳ hạn 3 tháng	(R1): Tín phiếu kho bạc	(R2): LIBOR kỳ hạn 3 tháng			(R1)	(R2)	(R1)	(R2)
Nguồn dữ liệu	IFS và NHNN	IFS	IFS	IFS	IFS	IMF	NHNN				

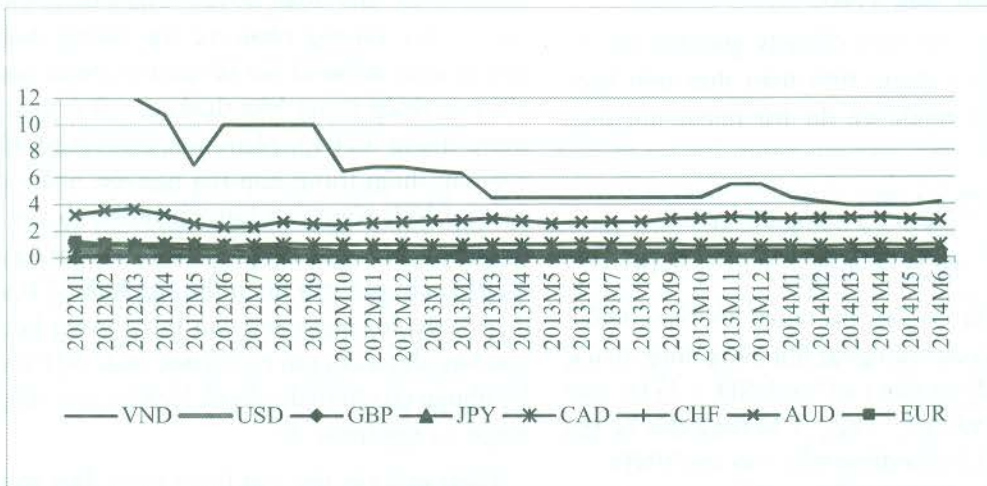
Nguồn: Tác giả

Hình 5: Chi phí can thiệp trung hòa hàng tháng



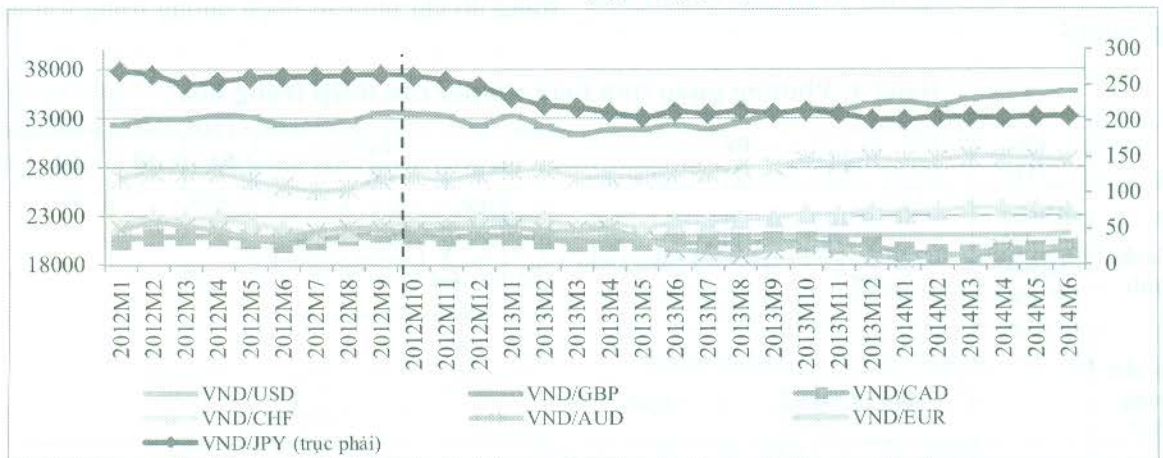
Nguồn: Tính toán của tác giả.

Hình 6: Chênh lệch lãi suất VND và lãi suất LIBOR của các đồng tiền trong dự trữ quốc tế



Nguồn: IFS thu thập tại <http://data.imf.org> ngày 30/11/2014.

Hình 7: Diễn biến tỷ giá ngoại tệ so với VND



Nguồn: IFS thu thập tại <http://data.imf.org> ngày 30/11/2014

S1 (59,5 tỷ VND) và trường hợp S2 (407,1 tỷ VND). Chi phí can thiệp giảm mạnh và âm trong năm 2013 ở cả 4 trường hợp nhờ: (i) lãi suất trong nước giảm làm lãi phải trả cho các giấy tờ có giá tăng không đáng kể mặc dù quy mô giấy tờ có giá sử dụng cho can thiệp trung hòa lớn hơn năm trước rất nhiều; (ii) lợi ích tài chính tăng mạnh do VND giảm giá so với các ngoại tệ trong dự trữ ngoại hối, theo cơ cấu rõ đồng tiền của COFER, lợi ích tài chính là 12.005,2 tỷ VND, còn theo cơ cấu rõ đồng tiền của NHNN, lợi ích này là 10.329,1 tỷ VND. Lợi ích tài chính rất lớn này đã bù đắp hoàn toàn chênh lệch của lãi phải trả cho giấy tờ có giá và lãi đầu tư dự trữ ngoại hối. Trong 6 tháng đầu năm 2014, chi phí can thiệp trung hòa tăng trở lại, trong đó chi phí can thiệp dương trong trường hợp S3 (426,2 tỷ VND). Nguyên nhân là do quy mô can thiệp trung hòa tăng lên đáng kể, trong khi lợi ích tài chính từ biến động tỷ giá giảm mạnh do tỷ giá VND/USD được giữ ổn định.

Tính đến cuối tháng 6/2014, chi phí can thiệp trung hòa tích lũy từ đầu năm 2012 đang ở mức âm, phản ánh NHNN chưa phải gánh chịu chi phí của can thiệp trung hòa mà chủ yếu là nhờ lợi ích tài chính do VND giảm giá so với các đồng tiền khác. Tuy nhiên, nếu không tính đến biến động tỷ giá, lãi phải trả cho giấy tờ có giá dùng cho can thiệp trung hòa luôn lớn hơn rất nhiều so với lãi đầu tư dự trữ ngoại hối ở cả 4 trường hợp, dao động ở mức 2000-5000 tỷ tùy trường hợp. Điều này cho thấy chênh lệch lãi suất giữa Việt Nam và các nền kinh tế luôn tiềm ẩn gánh nặng tài chính cho chính sách trung hòa của NHNN. Nếu tỷ giá VND/USD được tiếp tục duy trì ổn định như định hướng của NHNN và USD lên giá so với các đồng tiền khác trên thị trường ngoại hối quốc tế, chi phí này sẽ không được bù đắp và trở thành gánh nặng tài chính thật sự cho NHNN đồng đe dọa tính bền vững của can thiệp trung hòa trong dài hạn.

Bảng 5: Chi phí can thiệp trung hòa (tỷ VND) hàng năm

Cơ cấu đồng tiền	Ci	Pr		Pe		S1	S2	S3	S4				
		(W1)	(W2)	(W1)	(W2)								
Lãi suất đầu tư		(R1)	(R2)	(R1)	(R2)	(R1)	(R2)	(R1)	(R2)				
Năm													
2012	2913,3	1119,5	2095,1	765,4	1703,1	1734,2	1740,8	59,5	-916,1	407,1	-530,7		
2013	3582,4	1084,2	1856,2	534,5	1342,9	12005,2	10329,1	-9507,0	-10279,0	-7281,2	-8089,6		
2014	2194,6	795,4	1238,0	395,3	888,3	3663,2	1373,1	-2264,0	-2706,6	426,2	-66,8		
Chi phí tích lũy										-11711,5	-13901,7	-6447,9	-8687,1

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4. Kết luận và kiến nghị chính sách

Kết quả tính toán cho thấy mặc dù dự trữ ngoại hối tích lũy của Việt Nam chỉ mới gia tăng trở lại và chưa thực sự lớn, can thiệp trung hòa đi theo quá trình tích lũy dự trữ này đã phát sinh vấn đề chi phí mà NHNN cần lưu ý. Cho đến hiện nay, NHNN chưa thực sự phải gánh chịu chi phí tài chính của can thiệp trung hòa mà vẫn đang có thặng dư tài chính, tuy nhiên, thặng dư này lại không bền vững do phụ thuộc hoàn toàn vào biến động tỷ giá VND/USD và biến động của USD so với các ngoại tệ trong cơ cấu dự trữ ngoại hối của Việt Nam. Điều này cho thấy, chênh lệch của tiền lãi phải trả cho giấy tờ có giá và tiền lãi nhận được từ đầu tư dự trữ ngoại hối khá lớn mà nguyên nhân là do: (i) can thiệp trung hòa được thực hiện chủ yếu bằng OMO với công cụ chính là tín phiếu do NHNN phát hành; (ii) lãi suất Việt Nam cao hơn khá nhiều so với lãi suất thị trường tài chính quốc tế. Trong bối cảnh dự trữ ngoại hối sẽ tiếp tục được gia tăng nhờ các dòng vốn vào và thặng dư cán cân vãng lai, sự không bền vững này trở thành mối đe dọa của chính sách trung hòa trong tương lai. Chính vì vậy, NHNN cần quan tâm kiểm soát vấn đề chi phí của can thiệp trung hòa theo các cách như: (i) kiểm soát lãi suất trong nền kinh tế ở mức thấp nhằm làm giảm tiền lãi phải trả cho giấy tờ có giá phát hành; (ii) đa dạng hóa can thiệp trung hòa, chuyển sang sử dụng những biện pháp có chi phí thấp hơn như chuyển tiền gửi của chính phủ về NHNN, sử dụng nghiệp vụ hoán đổi (swap), kiểm soát tín dụng cho NHTM, sử dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc...; (iii) kết hợp chặt chẽ với Bộ Tài chính trong việc phát hành công cụ nợ bởi khi cả hai cơ quan cùng phát hành khối lượng lớn giấy tờ có giá có khả năng làm thị trường quá tải và không có khả năng hấp thụ, làm tăng lãi suất phát hành; (iv) cho phép tỷ giá linh hoạt để tận dụng lợi ích tài chính từ biến động tỷ giá; (v) minh bạch thông tin về những giao dịch mang mục đích trung hòa nhằm định hướng đầu tư cho NHTM khi thặng dư thanh khoản.

Do thông tin về dự trữ ngoại hối, can thiệp trung hòa và OMO tại Việt Nam chưa được công bố rộng rãi và đầy đủ, nghiên cứu được thực hiện bằng cách xây dựng các trường hợp khác nhau làm kết quả tính toán trong nghiên cứu chưa hoàn toàn chính xác. Mặc dù vậy, ở chừng mực nhất định, kết quả này vẫn có giá trị tham khảo và có tính cảnh báo cho nhà điều hành chính sách để có những điều chỉnh phù hợp trong chính sách trung hòa. □

Tài liệu tham khảo

- Aizenman Joshua & Glick Reuven (2009), 'Sterilization, monetary policy and global financial integration', *Review of International Economics*, Vol. 17(4), pp. 777-801.
- Calvo Guillermo, Leiderman Leo & Reinhart Carmen.(1994), 'The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues,' *Contemporary Economic Policy*, 12, July, 54-66.
- Chung Chien-Ping, Hwang Jen-Te & Wang Chieh-Hsuan (2014), 'The effectiveness and sustainability of the sterilization policy in China', *Economics Research International*, Vol. 2014, 1-14.
- Edison Hali J. (1993), 'The effectiveness of central bank intervention: A survey of the literature after 1982', *Special papers in International Economics*, No 18, International Financial Section, Princeton University, New Jersey, US.
- Filardo Andrew & Yetman James (2012), 'Key facts on central bank balance sheets in Asia and the Pacific', *BIS Papers* no 66, Bank for International Settlement, Basel, Switzerland.
- Frenkel Roberto (2007), 'The sustainability of sterilization policy', *Center for Economic and Policy Research*, Washington, D.C.
- Lavigne Robert (2008), 'Sterilized Intervention in Emerging-Market Economies: Trends, Costs, and Risks', Bank of Canada Discussion Paper 2008-4.
- Lê Thị Tuấn Nghĩa và Phạm Thị Hoàng Anh (2013), 'Quy mô và cơ cấu dự trữ ngoại hối của Việt Nam thời kỳ hậu WTO', *Tạp chí Ngân hàng*, Số 2+3, tr. 23-27
- Lee Jang-Yung (1997), 'Sterilization capital inflow', *Economic Issue*, No 7, Washington DC: International Monetary Fund.
- Minh Đức (2014), 'Ngân hàng Nhà nước mua 7,7 tỷ USD từ đâu và như thế nào?', *Vneconomy*, truy cập ngày 03/4/2014, từ <http://vneconomy.vn/tai-chinh/ngan-hang-nha-nuoc-mua-77-ty-usd-tu-dau-va-nhu-the-nao-20140403060544341.htm>
- Mohanty Madhushudan & Turner Philip (2006), 'Foreign exchange accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?', *BIS Quarterly Review*, 39-51, Bank for International Settlement, Basel, Switzerland
- Nguyễn Hiền (2013), 'Ngân hàng Nhà nước lý giải việc tỷ giá VND/USD nổi sóng', *Báo điện tử Dân Trí*, truy cập ngày 17/6/2013, từ <http://dantri.com.vn/kinh-doanh/ngan-hang-nha-nuoc-ly-giai-viec-ty-gia-usdvnd-noi-song-743988.htm>
- Reinhart Carmen, Reinhart Vincent & Kahler Miles. (1999), 'Some lessons for policy makers who deal with the mixed blessing of capital inflows', in *Capital Flows and Financial Crises*, M. Kahler, Ed., pp. 93-127, NY, USD: Cornell University Press, Ithaca, NY, USA.
- Takagi Shinji & Esaka Taro. (2001), 'Sterilization and the capital inflow problem in East – Asia 1987 – 1997, regional and global capital flows: macroeconomics causes and consequences', *NBER-EASE*, Vol 10, p.197 – 232, University of Chicago Press.
- Zhang Chenying. (2011), 'Sterilization in China: Effectiveness and cost', Working papers, University of Pennsylvania, Wharton School, Weiss Center.

Thông tin tác giả:

* **Phạm Thị Tuyết Trinh**, Tiến sỹ

- Tổ chức tác giả công tác: Trường Đại học Ngân hàng Tp. Hồ Chí Minh

- Lĩnh vực nghiên cứu chính: kinh tế vĩ mô quốc tế, chính sách tiền tệ

- Một số tạp chí đã đăng tải công trình nghiên cứu: *Journal of South East Asia Economies*, *Nghiên cứu kinh tế*, *Phát triển kinh tế*, *Tạp chí Ngân hàng*.

- Địa chỉ liên hệ: Địa chỉ Email: trinhptt@buh.edu.vn