

Dự trữ ngoại hối ở Việt Nam: các chỉ tiêu chủ yếu và một số hàm ý chính sách

NGUYỄN ANH TUẤN

***D**ăm 2016 là năm đầu tiên dự trữ ngoại hối tăng kỷ lục tới 41 tỷ USD giúp Việt Nam nâng cao vị thế đối ngoại, đảm bảo ổn định giá trị tiền đồng và làm yên lòng các nhà đầu tư nước ngoài. Bài viết trình bày thực trạng dự trữ ngoại hối của Việt Nam thời gian qua, làm rõ những thành công, hạn chế và đưa ra một số hàm ý chính sách.*

Từ khóa: dự trữ ngoại hối, quản lý ngoại hối, chính sách tiền tệ

1. Dự trữ ngoại hối

Dự trữ ngoại hối (gọi tắt là dự trữ ngoại hối hoặc dự trữ ngoại tệ) là lượng ngoại hối được nắm giữ bởi Ngân hàng trung ương (NHTW) hoặc các cơ quan chuyên trách về tiền tệ của một quốc gia. Cơ cấu dự trữ ngoại hối thường bao gồm những loại ngoại tệ mạnh như đôla Mỹ (USD), đồng euro (EUR), yên Nhật..., vàng tiêu chuẩn quốc tế, SDR (Quyền rút vốn đặc biệt – có thể coi là đồng tiền của IMF) và trái phiếu của các quốc gia và các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế.

Chức năng cơ bản của dự trữ ngoại hối là đáp ứng nhu cầu thanh toán quốc tế và quản lý nền kinh tế. NHTW có thể sử dụng dự trữ ngoại hối nhằm thay đổi giá trị đồng nội tệ, từ đó có các hướng tác động trái chiều lên hoạt động thương mại quốc tế của quốc gia. Một nguồn dự trữ ngoại hối lớn được coi như tín hiệu cho một quốc gia có tiềm lực tài chính mạnh. Nó giống như một tấm lá chắn giúp chính phủ dễ dàng giải quyết các vấn đề liên quan đến thị trường ngoại hối và đưa quốc gia thoát khỏi các cuộc khủng hoảng tiền tệ quốc tế. Theo IMF, dự trữ ngoại hối của một quốc gia hỗ trợ một loạt các mục tiêu như: hỗ trợ và duy trì niềm tin vào các chính sách tiền tệ và tỷ giá hối đoái (khả năng can thiệp để hỗ trợ giá trị đồng tiền của quốc gia hoặc tổ chức tài chính); duy trì tính thanh khoản của thị trường ngoại hối để hạn chế các tác động tiêu cực khi khủng hoảng tài

chính xảy ra; mang lại niềm tin cho thị trường về việc một quốc gia có thể đáp ứng các nghĩa vụ đối ngoại hiện tại và trong tương lai; hỗ trợ giá trị của đồng nội tệ bởi các tài sản thuộc dự trữ ngoại hối; hỗ trợ Chính phủ trong việc đáp ứng các nhu cầu ngoại hối và thanh toán các nghĩa vụ nợ nước ngoài; dự trữ cho các trường hợp khẩn cấp và thảm họa mang tính quốc gia (IMF, 2013). Tuy nhiên, dự trữ ngoại hối lại thường bao gồm những loại tài sản có mức sinh lời thấp. Những trái phiếu quốc tế trong cơ cấu dự trữ ngoại hối thường có độ an toàn cao, nhưng những khoản lãi thu được từ nó thậm chí không đủ bù đắp cho phần giá trị mất đi nếu có sự giảm giá liên quan đến các đồng tiền dự trữ. Vì vậy các quốc gia luôn đặt ra câu hỏi dự trữ ngoại hối bao nhiêu là đủ và làm thế nào để quản lý hiệu quả lượng dự trữ khổng lồ này. Để xác định mức dự trữ ngoại hối hợp lý, các nhà kinh tế học đã đưa ra nhiều tiêu chí cơ bản để xác định mức dự trữ tạm ổn cho các hoạt động kinh tế trong và ngoài nước của từng quốc gia. Có ba tiêu chí chính:

- Tỷ lệ giữa dự trữ ngoại hối và giá trị một tuần nhập khẩu trong năm tiếp theo. Tiêu chí này cho thấy mức độ hỗ trợ thanh toán quốc tế của dự trữ ngoại hối. Theo đánh giá của IMF, dự trữ ngoại hối có quy mô tương đương 12 đến 14 tuần nhập khẩu thì quốc gia

Nguyễn Anh Tuấn, Trường đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội.

sẽ được coi là đủ dự trữ ngoại hối. Theo Ngân hàng Thế giới, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đạt được 18 tháng, Xingapo là 6 tháng, Philippin là 10 tháng, Brunây là 8 tháng, Thái Lan là 7 tháng.

- Tỷ lệ giữa dự trữ ngoại hối và nợ ngắn hạn nước ngoài. Tiêu chí này cho thấy khả năng đối phó của quốc gia khi có hiện tượng tấn công ngoại tệ hoặc rút tiền ra nước ngoài. Một quốc gia được xem là đạt tỷ lệ này nếu quốc gia đó nắm giữ lượng dự trữ tiền tệ đủ để trả cho các khoản nợ nước ngoài trong vòng một năm (Rodrik và Velasco, 1999) và (García và Soto, 2004).

- Tỷ lệ giữa dự trữ ngoại hối và mức cung tiền rộng. Tiêu chí này cho thấy khả năng can thiệp tỷ giá hối đoái của ngân hàng trung ương. Tỷ lệ từ 10% đến 20% được coi là đủ dự trữ ngoại hối (Kim, 2004).

Trong khu vực Châu Á, theo báo cáo dự trữ ngoại hối mới công bố của Haver Analytics, tính tới tháng 11 - 2016, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc là 3.010 tỷ USD (Tú Anh, 2016), đứng đầu thế giới, đứng sau là cường quốc dầu mỏ số 1 thế giới - Saudi Arab - với 543,9 tỷ USD, ở vị trí thứ 3 là Đài Loan với 436,7 tỷ USD. Tại khu vực Đông Nam Á, Xingapo dẫn đầu với lượng dự trữ ngoại hối trị giá 247,8 tỷ USD, theo sau lần lượt là Thái Lan, Indônêxia và Philippin. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam tại thời điểm tháng 8-2016 đạt 37,1 tỷ USD. Dẫn đầu tại các khu vực Đông Âu là Nga (385,3 tỷ USD) và khu vực Nam Mỹ là Braxin (365,6 tỷ USD) (Thạch Thảo, 2016).

2. Thực trạng dự trữ ngoại hối của Việt Nam

ở Việt Nam, quy mô dự trữ ngoại hối cũng được xác định là một trong những chỉ số kinh tế quan trọng đối với nền kinh tế. Đang tích cực hội nhập kinh tế quốc tế bằng việc đẩy nhanh quá trình tự do hóa các giao dịch tài chính quốc tế, Việt Nam hết sức coi trọng việc đảm bảo mức dự trữ ngoại hối quốc gia. Với tư cách là cơ quan duy nhất có

nhiệm vụ phát hành tiền, xây dựng và thực thi chính sách tiền tệ, lập và theo dõi cán cân thanh toán quốc tế, Ngân hàng Nhà nước đã tiến hành quản lý dự trữ ngoại hối, cụ thể là áp dụng các chính sách, biện pháp tác động vào quá trình nhập, xuất ngoại hối và việc sử dụng ngoại hối theo những mục tiêu nhất định.

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã tăng lên từ năm 2004 đến năm 2008, với tốc độ tăng khá cao (35%/năm). Đây cũng là thời kỳ dự trữ ngoại hối đã vượt qua mức ba tháng nhập khẩu - ranh giới an toàn tài chính quốc gia, theo thông lệ quốc tế. Tuy nhiên, từ năm 2009 đến năm 2011, quy mô tuyệt đối của dự trữ ngoại hối đã giảm tương đối nhanh - bình quân 17,2%/năm. Cùng với sự sụt giảm về quy mô tuyệt đối, thì mức bảo đảm số tháng nhập khẩu trong kỳ này cũng không an toàn (năm 2009 chỉ còn 2,8 tháng, năm 2010 giảm xuống dưới 1,8 tháng, năm 2011 giảm xuống chỉ còn trên 1,5 tháng).

Từ năm 2012 đến nay, dự trữ ngoại tệ của Việt Nam đã liên tục tăng lên, kéo theo thời gian dự trữ ngoại tệ bảo đảm cũng tăng lên so với thời kỳ trước (năm 2012 đạt trên 2,7 tháng, năm 2013 đạt gần 2,4 tháng, năm 2014 đạt 2,8 tháng, năm 2015 đạt gần 2,9 tháng). Tuy mức bảo đảm vẫn còn dưới mức an toàn, nhưng quy mô đã cao thứ 42 trong tổng số 114 nước có số liệu so sánh.

Năm 2016, Ngân hàng Nhà nước đã mua vào khoảng 11 tỷ USD, dự trữ ngoại hối đạt 41 tỷ USD, mức lớn nhất từ trước đến nay. Mức dự trữ này có khả năng sẽ bảo đảm được ranh giới an toàn, khi kim ngạch nhập khẩu bình quân 1 tháng đạt 13,72 tỷ USD, thấp hơn mức bình quân 13,8 tỷ USD của năm trước. Việt Nam đã gia tăng khoảng gấp đôi quy mô dự trữ ngoại hối sau 10 năm gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO).

Việc tăng dự trữ ngoại hối là do lượng ngoại tệ vào Việt Nam có quy mô khá và tăng lên qua các năm từ các nguồn. Đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện từ năm 2008 đến

nay liên tục đạt trên dưới 11 tỷ USD, trong đó năm 2015 đạt đỉnh điểm 14,5 tỷ USD; 8 tháng 2016 đạt 9,8 tỷ USD, tăng 8,9% so với cùng kỳ năm trước.

Yếu tố quan trọng khác là do tỷ giá ổn định, lạm phát 3 năm gần đây đều thấp, tâm lý găm giữ ngoại tệ giảm, lãi suất gửi USD bằng 0, nên người dân đã bán thẳng cho ngân hàng lấy VND gửi tiết kiệm. Đây cũng là một trong những lý do của tốc độ tăng tiền gửi cao hơn tốc độ tăng cho vay. Một yếu tố nữa là “cánh kéo tỷ giá” giữa tỷ giá hối đoái và tỷ giá sức mua tương đương của Việt Nam còn cao hơn các đối tác thương mại lớn của Việt Nam.

Dự trữ ngoại hối nhà nước chính thức được chia thành hai quỹ: Quỹ dự trữ ngoại hối dùng để đáp ứng nhu cầu trung và dài hạn; quỹ thứ hai (Quỹ bình ổn tỷ giá và quản lý thị trường vàng) được sử dụng để can thiệp thị trường ngoại hối và hỗ trợ cân cân thanh toán.

Quy mô của hai quỹ này được Ngân hàng Nhà nước xác định theo hai bước: đầu tiên, Ngân hàng Nhà nước xác định quy mô tổng thể của Dự trữ ngoại hối Nhà nước chính thức. Tiếp đó, Ngân hàng Nhà nước xác định quy mô cụ thể của quỹ thứ hai, thường chiếm tỷ lệ từ 3-10% trong tổng thể quy mô của Dự trữ ngoại hối nhà nước chính thức.

Định kỳ 6 tháng, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước ban hành quyết định phê duyệt cơ cấu, tiêu chuẩn, hạn mức đầu tư dự trữ ngoại hối nhà nước, trong đó:

- Cơ cấu đầu tư dự trữ ngoại hối chính thức bao gồm: tỷ lệ của các loại ngoại tệ và khối lượng vàng; tỷ lệ đầu tư ngắn hạn, trung hạn và dài hạn; tỷ lệ tiền gửi ngoại tệ, chứng khoán, các loại giấy tờ có giá và các hình thức đầu tư khác trong dự trữ ngoại hối chính thức và mức ngoại tệ tối đa để mua vàng trên thị trường quốc tế của Quỹ bình ổn tỷ giá và quản lý thị trường vàng. Trong đó:

+ Cơ sở xây dựng cơ cấu đầu tư của Quỹ dự trữ ngoại hối: (i) xu hướng biến động tỷ

giá, lãi suất và giá vàng trên thị trường quốc tế; (ii) tình hình đầu tư vào các loại ngoại tệ và vàng trong dự trữ quốc tế của các nước trên thế giới theo thống kê của Quỹ Tiền tệ quốc tế.

+ Cơ sở xây dựng cơ cấu đầu tư của Quỹ bình ổn tỷ giá và quản lý thị trường vàng: (i) mục tiêu chính sách tiền tệ, chính sách tỷ giá và giá vàng; (ii) tình hình biến động tỷ giá và giá vàng trên thị trường ngoại hối trong nước và quốc tế; (iii) tình hình sử dụng các loại ngoại tệ trong thanh toán xuất nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ và trả nợ nước ngoài của Việt Nam; (iv) hạn mức ngoại hối của Quỹ bình ổn tỷ giá và quản lý thị trường vàng do Thủ tướng Chính phủ phê duyệt trong từng thời kỳ.

- Tiêu chuẩn đầu tư dự trữ ngoại hối nhà nước bao gồm: mức xếp hạng tín nhiệm của đối tác được phép đầu tư dự trữ ngoại hối nhà nước, loại chứng khoán, giấy tờ có giá được phép đầu tư dự trữ ngoại hối nhà nước trong từng thời kỳ. Còn hạn mức đầu tư dự trữ ngoại hối nhà nước là mức ngoại hối tối đa được phép đầu tư theo đối tác và hình thức đầu tư. Trong đó, cơ sở xây dựng tiêu chuẩn, hạn mức đầu tư: (i) quy mô dự trữ ngoại hối nhà nước; (ii) dự báo diễn biến tình hình thị trường tài chính quốc tế và thị trường ngoại hối trong nước; (iii) hệ thống xếp hạng của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm có uy tín trên thế giới.

3. Đánh giá

Dự trữ ngoại hối tăng mạnh giúp Việt Nam thêm an toàn cho các nhu cầu nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ trong tương lai, đảm bảo ổn định giá trị đồng Việt Nam và làm yên lòng các nhà đầu tư nước ngoài. Lượng dự trữ ngoại hối kỷ lục này có 3 lợi thế. *Thứ nhất*, nó thể hiện được vị thế đối ngoại của Việt Nam, cũng như khả năng trả nợ và lượng dự trữ cần thiết để ứng phó với biến động rủi ro trên thương trường quốc tế. *Thứ hai*, là giúp cho Ngân hàng Nhà nước có đủ nguồn lực để can thiệp vào chính sách tỷ giá

ở những thời điểm cần thiết. Thứ ba, là niềm tin của người dân và doanh nghiệp vào giá trị tiền đồng Việt Nam, ổn định lạm phát trong thời gian tới. Tuy nhiên, xét trong bối cảnh lạm phát thấp, nền kinh tế khó khăn khi sức cầu hàng hóa còn yếu, hàng hóa Việt Nam phải hướng ra thị trường quốc tế để tiêu thụ, thì việc Ngân hàng Nhà nước vẫn “phải” liên tục gia tăng mua ngoại tệ, khiến cơ quan này đang mang một “gánh nặng” với một bên là cung tiền, còn bên kia là nỗi lo lạm phát.

Đối với một quốc gia đang phát triển, nhu cầu vốn đầu tư cho nền kinh tế bao giờ cũng ở mức cao, thì việc dự trữ ngoại hối quá lớn so với nhu cầu dẫn đến lãng phí, gia tăng chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền. Điều này giống như một doanh nghiệp đang trong giai đoạn phát triển cần vay nhiều vốn để mở rộng kinh doanh, nhưng lại cứ gia tăng gửi tiền tiết kiệm quá mức. Việt Nam cũng vậy, vì còn phải đầu tư nhiều, do đó không thể và không nên dành một nguồn lực quá lớn để dự trữ, vì nguồn vốn “chết” này không trực tiếp giúp tăng trưởng kinh tế. Nền sản xuất của Việt Nam đã có độ mở cao lại được định hướng về xuất khẩu, nên chính sách tỷ giá phải hỗ trợ cho xuất khẩu là lẽ đương nhiên, nếu Ngân hàng Nhà nước hạn chế mua ngoại tệ sẽ làm đồng nội tệ lên giá, bất lợi cho nền kinh tế. Nhưng khi lượng ngoại tệ mua nhiều đồng nghĩa với một lượng lớn nội tệ được bơm vào nền kinh tế, tiềm ẩn rủi ro tái lạm phát

cao. Năm 2007, khi Ngân hàng Nhà nước mua 7 tỷ USD bổ sung cho dự trữ ngoại hối nhưng không hút tiền đồng về tương ứng khiến năm 2008 lạm phát lên đến 23%.

Xét bối cảnh bội chi của Việt Nam thì tiền mua ngoại tệ dự trữ khó có thể từ nguồn kết dư ngân sách, có lẽ phải bằng nguồn vốn phát hành. Đây thực sự là “gánh nặng” của Ngân hàng Nhà nước khi phải điều hành chính sách tiền tệ, trong khi phải đảm bảo duy trì lạm phát thấp và tỷ giá ổn định mà vẫn hỗ trợ được cho xuất khẩu, phát triển kinh tế.

Mặc dù đạt được những kết quả rất đáng khích lệ, nhưng do quản lý dự trữ ngoại hối là một lĩnh vực phức tạp, nên việc xác định mức dự trữ ngoại hối hợp lý cũng không tránh khỏi có những mặt hạn chế cần phải lưu ý như sau:

Thứ nhất, sự mất cân đối tiết kiệm - đầu tư trong nền kinh tế cùng với tình trạng ngân sách nhà nước bị thâm hụt nghiêm trọng tác động tiêu cực đến hiệu quả quản lý dự trữ ngoại hối.

Trong giai đoạn gần đây, mức chênh lệch tiết kiệm - đầu tư đã liên tục giảm xuống và còn ở mức -0,7% năm 2013. Do mức tiết kiệm trong nước không đủ bù đắp mức đầu tư, nên Việt Nam sẽ phải cần đến nguồn vốn nước ngoài để đầu tư phát triển trong quá trình phát triển kinh tế.

BẢNG 1: Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư qua các năm, % GDP

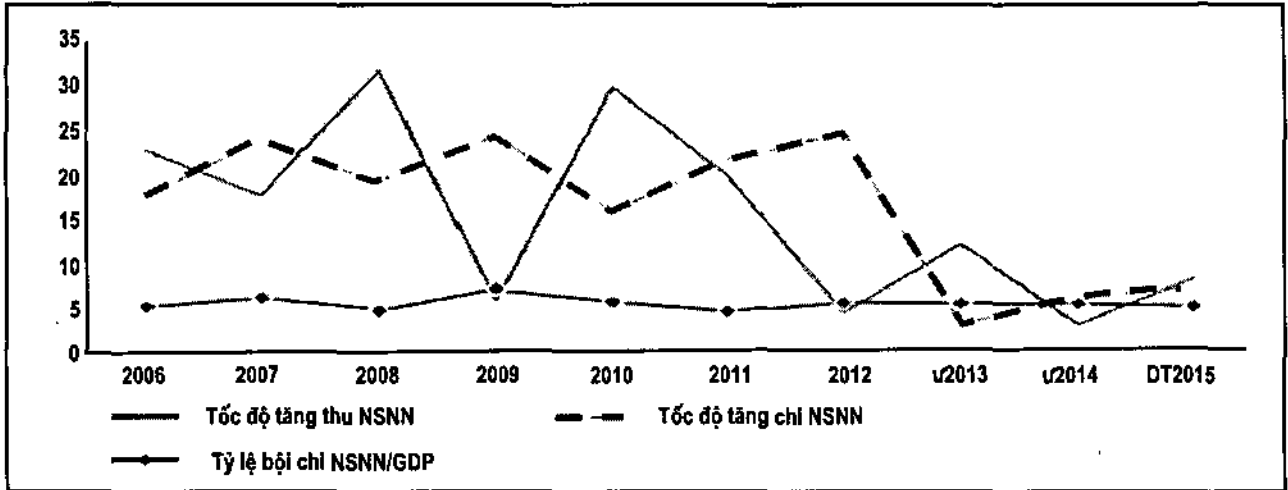
Năm	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tiết kiệm (S)	27,8	31,6	34,9	29,3	33,5	33,1
Đầu tư (I)	39,7	38,1	39,0	29,9	34,3	33,8
S-I	-11,9	-6,5	-4,1	-0,6	-0,8	-0,7

Nguồn: IMF.

Giai đoạn 2011-2015, cùng với chính sách tài khóa đã được điều chỉnh theo hướng thắt chặt chi tiêu, cơ cấu lại các khoản chi, đặc biệt là chi đầu tư công, tốc độ tăng chi thường xuyên sau khi tăng từ 24% năm 2011

lên 29% năm 2012 đã giảm xuống còn 15% năm 2013. Ước thực hiện năm 2014, chi thường xuyên tăng 4% so với năm 2013, dự toán năm 2015 tăng 8% so với ước thực hiện năm 2014.

HÌNH 1: Tốc độ tăng thu - chi và tỷ lệ bội chi ngân sách nhà nước so GDP (%)



Nguồn: Bộ Tài chính.

Mặc dù tốc độ tăng chi ngân sách nhà nước giảm dần nhưng số liệu ngân sách cho thấy, trong giai đoạn 2011-2015, quy mô thâm hụt ngân sách nhà nước vẫn ngày càng lớn với tốc độ tăng bội chi năm 2012 lên tới 55% so với năm 2011, tương ứng với mức bội chi tăng từ 4,4% GDP năm 2011 lên 5,36% GDP năm 2012, vượt xa mức dự toán là 4,8% GDP. Mặc dù năm 2013 và 2014, tốc độ tăng bội chi giảm mạnh tương ứng xuống còn 9% và 18%, nhưng do quy mô bội chi lớn nên mức bội chi của 2 năm này vẫn chiếm đến 5,3% GDP. Năm 2015, căn cứ tình hình kinh tế vĩ mô có dấu hiệu khả quan, Quốc hội đã thông qua dự toán ngân sách năm 2015 với mức bội chi giảm xuống còn 5% GDP, tuy nhiên vẫn vượt khá xa mục tiêu đặt ra trong Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội giai đoạn 2011-2015 và Chiến lược tài chính đến năm 2020 là dưới 4,5% GDP. Như vậy, mặc dù chi ngân sách nhà nước đã từng bước được thắt chặt, tốc độ tăng chi giảm dần, thậm chí quy mô chi đầu tư giảm cả về số tuyệt đối nhưng thâm hụt ngân sách vẫn liên tục xảy ra và ở mức cao so với mục tiêu đặt ra (Nguyễn Thị Thúy và cộng sự, 2015). Để đối phó với tình trạng thiếu hụt nguồn chi, thời gian gần đây Chính phủ đã yêu cầu Ngân hàng Nhà nước cho ngân sách vay từ nguồn dự trữ ngoại hối. “Tuy vậy, vấn đề là phải có

cơ chế để khoản vay đúng tính chất, đúng đối tượng, đúng mục đích sử dụng, tuân thủ tuyệt đối quan hệ vay-nợ, có vay-có trả, trả gốc-trả lãi giữa quỹ và ngân sách nhà nước. Bằng không, nếu việc cho ngân sách vay dự trữ ngoại hối được xây dựng thành cơ chế một cách dễ dãi sẽ tạo ra dòng xoáy mới về nợ công, biến cái đột xuất, thỉnh thoảng thành cái thường xuyên, liên tục, làm biến dạng bản chất quỹ dự trữ ngoại hối và đe dọa sự an toàn của quỹ tiền tệ quốc gia này” (Bùi Thị Thùy Nhi, 2015), từ đó, tác động tiêu cực đến hiệu quả quản lý dự trữ ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước.

Thứ hai, xây dựng và thực hiện được các chiến lược đầu tư dự trữ ngoại hối chủ động và dài hạn.

Sự cần thiết cho một chiến lược đầu tư dự trữ ngoại hối tối ưu đã trở nên cần thiết hơn cho Ngân hàng Nhà nước do sự gia tăng gần đây của quy mô dự trữ ngoại hối trong bối cảnh lãi suất thị trường thấp như hiện nay. Chiến lược đầu tư dự trữ ngoại hối tối ưu đã được triển khai rộng rãi bởi các NHTW trên thế giới, trong đó áp dụng cách tiếp cận tối ưu hóa rủi ro - lợi nhuận để xác định danh mục đầu tư dự trữ ngoại hối tối ưu. Một cuộc khảo sát gần đây được tiến hành bởi các chuyên gia của IMF cho thấy 80% các NHTW tham gia điều tra đã thực hiện chiến lược

đầu tư dự trữ ngoại hối tối ưu SAA (Morahan và Mulder, 2013).

Việc thực hiện chiến lược đầu tư tối ưu sẽ giúp Ngân hàng Nhà nước quản lý dự trữ ngoại hối một cách chủ động, và theo một chiến lược lâu dài, bền vững. Một chiến lược đầu tư tối ưu sẽ là nền tảng để thiết lập một ngưỡng chuẩn để Ngân hàng Nhà nước có thể ban hành các quyết định cơ cấu đầu tư tối ưu dự trữ ngoại hối theo tỷ lệ từng loại ngoại tệ và độ lệch cho phép của mỗi tỷ lệ cũng như phần trăm khối lượng đầu tư cho từng kỳ hạn (ngắn, trung và dài hạn) và độ lệch cho phép; đồng thời quy định mức lợi nhuận mục tiêu và mức độ rủi ro có thể chấp nhận được, biên độ cho phép mà cán bộ quản lý trực tiếp dự trữ ngoại hối được phép đi lệch ra khỏi tiêu chuẩn đầu tư.

Về đầu tư dự trữ ngoại hối, hình thức đầu tư hiện tại được Ngân hàng Nhà nước áp dụng còn đơn giản, mang tính truyền thống, thụ động chủ yếu dưới hình thức tiền gửi (không kỳ hạn, có kỳ hạn) tại các ngân hàng đại lý, công cụ tài chính như trái phiếu chính phủ, chưa áp dụng các hình thức đầu tư mang lại lợi nhuận cao như đầu tư vào cổ phiếu, uỷ thác đầu tư vào các quỹ, cho vay trái phiếu hay các công cụ phái sinh. Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước còn chưa được chủ động trong việc quản lý danh mục đầu tư dự trữ ngoại hối hiện tại do Ngân hàng Nhà nước chưa xây dựng, thực hiện chiến lược đầu tư tối ưu.

Thứ ba, quản lý rủi ro dự trữ ngoại hối.

Cơ cấu, tiêu chuẩn, hạn mức đầu tư dự trữ ngoại hối hiện nay được Ngân hàng Nhà nước xây dựng dựa trên các phân tích, dự báo xu hướng biến động lãi suất tỷ giá, giá vàng trên thị trường quốc tế, xu hướng đầu tư vào các loại ngoại tệ và vàng theo IMF, mục tiêu điều hành kinh tế vĩ mô, tình hình thị trường ngoại hối trong nước; tuy nhiên, chưa dựa trên các mô hình kinh tế có xác định cụ thể các mức rủi ro theo thị trường. Việc đánh giá hiệu quả đầu tư dự trữ ngoại hối của Ngân hàng Nhà nước cũng mới chỉ dừng lại ở việc

tính toán mức lãi ròng thu được từ hoạt động đầu tư, chưa có sự phân tích, so sánh với các chỉ số của thị trường về lợi nhuận kỳ vọng dựa trên mức rủi ro có thể chấp nhận được. Theo thông lệ quốc tế, các NHTW thường lựa chọn chiến lược đầu tư dự trữ ngoại hối tối ưu, trong đó xây dựng được các danh mục đầu tư chuẩn theo rủi ro thị trường (chi tiết hóa các chỉ số cụ thể về rủi ro chấp nhận được và mức lợi nhuận kỳ vọng). Trên cơ sở đó NHTW sẽ đánh giá kết quả đầu tư dự trữ ngoại hối thực tế trên cơ sở so sánh với mức lợi nhuận kỳ vọng tương ứng với mức rủi ro tối đa đã xác định.

Như vậy, công tác xây dựng cơ cấu, tiêu chuẩn, hạn mức đầu tư và công tác quản lý rủi ro trong đầu tư dự trữ ngoại hối hiện tại của Ngân hàng Nhà nước chỉ phù hợp với chiến lược đầu tư thận trọng. Trong thời gian tới khi quy mô dự trữ ngoại hối tăng trưởng mạnh và bền vững, trường hợp Ngân hàng Nhà nước mở rộng đầu tư vào các tài sản tài chính có mức lợi nhuận cao hơn với mức rủi ro lớn hơn, thì quy trình quản lý rủi ro hiện tại và phương pháp xây dựng cơ cấu, tiêu chuẩn, hạn mức đầu tư dự trữ ngoại hối Nhà nước hiện nay sẽ không còn phù hợp; Ngân hàng Nhà nước cần đổi mới công tác xây dựng cơ cấu, tiêu chuẩn, hạn mức đầu tư bằng việc lựa chọn chiến lược đầu tư dự trữ ngoại hối tối ưu và áp dụng phương pháp quản lý rủi ro tiên tiến, sử dụng các công cụ đo lường rủi ro mang tính định lượng, nhằm kiểm soát mức rủi ro trong mức cho phép và điều chỉnh các quy định có liên quan cần thiết. Theo đó, việc lựa chọn chiến lược đầu tư dự trữ ngoại hối tối ưu cần được áp dụng trên các mô hình kinh tế (sử dụng hệ thống công nghệ thông tin hiện đại) có tính đến rủi ro thị trường để qua đó có thể lượng hóa được mức rủi ro tối đa mà Ngân hàng Nhà nước phải chấp nhận trong các tình huống xấu. Điều này là cần thiết khi Ngân hàng Nhà nước triển khai việc đổi mới phương thức đầu tư đầu tư dự trữ ngoại hối Nhà nước và quản lý rủi ro mới.

Thứ tư, nâng cao hiệu quả đầu tư dự trữ ngoại hối.

Với phương thức đầu tư thụ động và chỉ tập trung vào một số hình thức đầu tư như hiện nay, hiệu quả quản lý và đầu tư đầu tư dự trữ ngoại hối Nhà nước của Ngân hàng Nhà nước là chưa cao. Do vậy, để tăng cường hiệu quả quản lý và đầu tư dự trữ ngoại hối, Ngân hàng Nhà nước cần đổi mới phương thức đầu tư theo hướng chủ động và đa dạng hơn, cụ thể:

- Đa dạng hóa đồng tiền đầu tư: trước xu thế quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ và đồng tiền này đã được IMF đưa vào giỏ đồng tiền để tính toán giá trị SDR, trong thời gian tới Ngân hàng Nhà nước cần nghiên cứu khả năng đầu tư dự trữ ngoại hối bằng đồng Nhân dân tệ vào thời điểm thích hợp trên cơ sở vừa đảm bảo nguyên tắc an toàn, thanh khoản nhưng vẫn tăng cường hiệu quả đầu tư dự trữ ngoại hối.

- Đa dạng hóa hình thức, công cụ đầu tư: ngoài hình thức đầu tư bằng tiền gửi ngoại tệ, trái phiếu Chính phủ và trái phiếu do ngân hàng và các tổ chức tài chính được Chính phủ bảo lãnh phát hành, Ngân hàng Nhà nước cần khẩn trương nghiên cứu triển khai hình thức đầu tư mới như các hoạt động ủy thác đầu tư. Bước đầu, việc ủy thác đầu tư sẽ giúp Ngân hàng Nhà nước hướng tới vừa thực hiện các hình thức đầu tư mới, vừa có điều kiện nâng cao trình độ, năng lực quản lý dự trữ ngoại hối như việc thực hiện chương trình RAMP của WB (Reserves Advisory and Management Program) giống như NHTW Hàn Quốc đã từng thực hiện. Khi khả năng quản lý rủi ro cũng như quy mô dự trữ ngoại hối được cải thiện, Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục xem xét mở rộng sang các hình thức đầu tư khác như Repo, cho vay chứng khoán,... nhằm tăng cường hiệu quả đầu tư dự trữ ngoại hối. Bên cạnh đó, trước những rối loạn của thị trường tài chính quốc tế do sự kiện Brexit, trong quá trình quản lý dự trữ ngoại hối nhà nước thời gian tới, Ngân hàng Nhà nước cần thực hiện đầu tư vào các

tài sản tài chính có độ "an toàn" ở mức cao hơn. Đó là những tài sản đầu tư như là vàng, trái phiếu chính phủ, chứng khoán phòng thủ, tiền mặt, các ngoại tệ mạnh./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bùi Thị Thùy Nhi (2015), Một số vấn đề về việc chính phủ vay dự trữ ngoại hối để tài trợ ngân sách, *Tạp chí Kinh tế Châu Á - Thái Bình Dương*, số 10/2015, tr. 4-6.
2. 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.
3. Ngân hàng nhà nước Việt Nam (2011-2014), Báo cáo thường niên các năm.
4. Nguyễn Thị Thúy và cộng sự (2015), Chính sách tài khóa Việt Nam giai đoạn 2011-2015 và định hướng cho thời gian tới. *Tạp chí Kinh tế Châu Á - Thái Bình Dương*, số 9/2015, tr. 52-54.
5. European Central Bank (2004), RISK MANAGEMENT FOR CENTRAL BANK FOREIGN RESERVES. [pdf] Available at: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/riskmanagecbreserves2004en.pdf>> [Accessed 26 May 2004].
6. García P. & Soto C. (2004), Large Hoarding of International Reserves: Are they worth it?. [pdf] Available at: <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/banca-central/pdf/v10/171_206garcia_soto.pdf>
7. IMF (2013), Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. [pdf] Available at: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf>> [Accessed 01 February 2013].
8. Kim J. S. (2004), International reserve management in East Asia. Paper presented at the Claremont Conference on the Political Economy of Exchange Rates which is held at Claremont, California, during April 1-2, 2004.
9. Tú Anh (2016), Dự trữ ngoại hối của Trung Quốc tiếp tục "bốc hơi" hàng chục tỷ USD, <http://cafef.vn/du-tru-ngoai-hoi-cua-trung-quoc-tiep-tuc-boc-hoi-hang-chuc-ty-usd-20170108172846152.chn>
10. Thạch Thảo (2016), Dự trữ ngoại hối Việt Nam ở đâu trong khu vực, <http://cafef.vn/du-tru-ngoai-hoi-viet-nam-dang-o-dau-trong-khu-vuc-20161222101436182.chn>.