QUY MÔ DỰ TRỮ NGOẠI HỐI TỐI ƯU - LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN TẠI VIỆT NAM

● LÊ HÀ TRANG

TÓM TẮT:

Bài viết ứng dụng các phương pháp xác định quy mô dự trữ ngoại hối (DTNH) tối ưu để đánh giá thực trạng DTNH tại Việt Nam. Theo các phương pháp truyền thống, DTNH của Việt Nam 5 năm gần đây đã nằm trong ngưỡng tối ưu, tuy nhiên vẫn đang ở dưới ngưỡng chuẩn trong năm 2022 - 2023 nếu căn cứ theo phương pháp ARA - EM được IMF khuyến nghị. Điều này đòi hỏi Chính phủ và Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Việt Nam cần tiếp tục thực thi đồng bộ các chính sách khuyến khích dòng thu ngoại tệ nhằm tiếp tục gia tăng quy mô DTNH.

Từ khóa: dự trữ ngoại hối, tối ưu, lý luận, thực tiễn, Việt Nam.

1. Đặt vấn đề

Về lý luận, DTNH có tầm quan trọng sống còn trong lĩnh vực nghiên cứu tài chính quốc tế, nó liên quan đến khả năng của một quốc gia trong việc ổn định tỷ giá hối đoái và điều chỉnh cán cân thanh toán. DTNH cũng là một chỉ số quan trọng để kiểm tra quan hệ kinh tế đối ngoại của một quốc gia. Vì vậy, khám phá quy mô DTNH tối ưu là một chủ đề đã nhận được nhiều sự quan tâm của các học giả, đặc biệt đặt trong bối cảnh các quốc gia duy trì chế độ tỷ giá có điều tiết.

Về thực tiễn, DTNH của Việt Nam đã từng trải qua giai đoạn suy giảm trong giai đoạn hậu khủng hoảng kinh tế thế giới 2008 với áp lực giảm giá liên tục đối với VND trên thị trường ngoại hối. Từ năm 2015, DTNH của Việt Nam bắt đầu tăng trưởng nhanh chóng với tốc độ trung bình là 25% mỗi năm. Cuối năm 2021, DTNH đạt mốc cao nhất lên tới 109 tỷ USD. Một mặt, việc nắm giữ DTNH lớn có thể góp phần vào sự tăng trưởng của nền kinh tế, gia tăng khả năng can thiệp thị trường ngoại hối và hạn chế áp lực giảm giá của đồng nội tệ. Mặt khác, việc nắm giữ DTNH vượt mức cần thiết sẽ gây ra nhiều chi phí, chẳng hạn như làm giảm hiệu quả của chính sách tiền tệ, lạm phát, phát sinh các chi phí cơ hội,... Những hạn chế này có thể ảnh hưởng đến sự tăng trưởng lành mạnh của nền kinh tế. Vì vậy, điều cần thiết là kiểm soát DTNH ở quy mô vừa đủ. Trong năm 2022, dưới áp lực phải cân bằng 3 mục tiêu chính là kiểm soát lạm phát, ổn định tỷ giá và mặt bằng lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng, NHNN đã bán ra khoảng 22 tỷ USD khiến DTNH sụt giảm mạnh, tuy rằng quy mô DTNH đã có sự cải thiện đáng kể trong năm 2023 nhưng vẫn dưới mức khuyến nghị của IMF. Thực tế này đặt ra yêu cầu cần phải có định hướng dài hạn, cũng như những

biện pháp chính sách phù hợp để đánh giá và duy trì mức DTNH tối ưu cho Việt Nam, từ đó làm "tấm đệm thanh khoản" phục vụ cho việc thực thi các chính sách tiền tệ của NHNN và chống lại các cú sốc từ bên ngoài trong bối cảnh hội nhập kinh tế quốc tế.

Dựa trên những phân tích kể trên, tác giả lựa chọn nghiên cứu về "Quy mô dự trữ ngoại hối tối ưu - Lý luận và thực tiễn tại Việt Nam" với mục tiêu tổng hợp cơ sở lý thuyết và áp dụng để đánh giá thực trạng quy mô DTNH tại Việt Nam. Trên cơ sở những kết quả thu được, nghiên cứu cung cấp một số hàm ý chính sách nhằm giúp Việt Nam duy trì mức DTNH tối ưu phù hợp với bối cảnh của nền kinh tế hiện nay.

2. Tổng quan nghiên cứu

Việc khám phá về quy mô vừa phải của DTNH bắt đầu từ những năm 1940 và đã đạt được nhiều thành tựu lý thuyết cho đến hiện nay. Triffin (1947) lần đầu tiên đưa ra phương pháp phân tích tỷ lệ để đo lường quy mô vừa đủ của DTNH với tỷ lệ giữa DTNH và nhập khẩu. Nghiên cứu cho rằng, tỷ lệ tối ưu giữa DTNH và nhập khẩu là 40% và nếu tỷ lệ này thấp hơn 30% thì cơ quan quản lý ngoại hối nên có biện pháp điều chỉnh. Theo thời gian, ngưỡng DTNH bằng với 12 tuần nhập khẩu được sử dụng phổ biến và được IMF thừa nhận.

Heller (1966) và Agarwal (1971) là các nghiên cứu đại diện cho phương pháp chi phí và lợi ích để khám phá quy mô vừa đủ của DTNH. Heller (1966) cho rằng, việc nắm giữ một mức dự trữ nhất định vừa tạo ra cả lợi ích và chi phí. Khi chi phí cận biên bằng doanh thu cận biên thì quy mô DTNH là tối ưu. Agarwal (1971) đã thực hiện một số điều chỉnh và mở rộng mô hình của Heller, có xem xét đến sự khác biệt giữa nước đã và đang phát triển.

Ben-Bassat và Gottlieb (1992) đưa ra một mô hình mới với luận điểm rằng lý do chính của việc nắm giữ DTNH là động cơ phòng ngừa, đặc biệt là đối với các nước mới nổi ở châu Á. Sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á xảy ra vào những năm 1990, lý thuyết này càng được coi trọng. Điều đó chứng tỏ quốc gia nào nắm giữ nhiều DTNH có thể có đầy đủ khả năng chống chọi với khủng hoảng tài chính. Disyatat (2001) cũng ủng hộ luận điểm trên khi xem xét nhu cầu DTNH dưới góc độ ngăn ngừa khủng hoảng tiền tệ. Từ những kinh nghiệm của khủng hoảng Mexico 1994 và khủng hoảng tài chính châu Á 1997, Greenspan (1999) đề xuất mức DTNH của quốc gia phải đảm bảo 100% các khoản nợ nước ngoài ngắn hạn.

Bên cạnh đó, Kamnisky (1999) cho rằng ngoài việc tài trợ cho nhu cầu thanh khoản bên ngoài, DTNH còn phải đủ để tài trợ cho những dòng vốn tháo chạy bởi chính người dân trong nước nếu có. Từ đó, nghiên cứu đề xuất tỷ lệ tối ưu DTNH/M2 ở mức 10 - 20% đối với các quốc gia duy trì chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý. Tỷ lệ này hữu ích đối với các quốc gia đối mặt với nguy cơ cao về việc tháo chạy vốn và được đánh giá là công cụ có khả năng dự đoán tốt tại các quốc gia có mức độ tự do hóa tài khoản vốn cao. Tuy nhiên, phương pháp này gặp hạn chế nhất định, một mặt ở các nền kinh tế phát triển, nhu cầu tiền tệ ổn định và niềm tin vào đồng nội tệ cao, không yêu cầu phải nắm giữ mức dự trữ cao; mặt khác ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển, nhu cầu tiền tệ không ổn định và niềm tin vào đồng nội tệ có xu hướng thấp, việc duy trì mức dự trữ cao có thể là tấm đệm trong tình huống khủng hoảng.

Tổng hợp từ những chỉ tiêu truyền thống và căn cứ vào 4 nhu cầu tài trợ cơ bản của DTNH, IMF (2016) đưa ra một phương pháp xác định quy mô DTNH đầy đủ cho các nước mới nổi ARA-EM (Assessing reserve adequacy for emerging markets) bao gồm thu nhập từ xuất khẩu, nợ ngắn hạn, cung tiền rộng và nợ nước ngoài khác. Mỗi thành phần sẽ được gán một tỷ trọng khác nhau tùy thuộc vào quốc gia duy trì chế độ tỷ giá cố định hay thả nổi.

3. Thực trạng dự trữ ngoại hối và xác định quy mô dự trữ ngoại hối tối ưu đối với Việt Nam

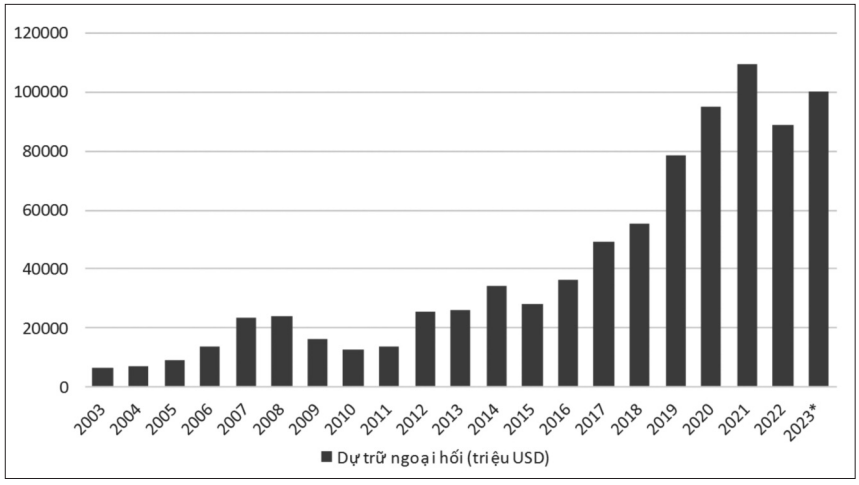
3.1. Thực trạng dự trữ ngoại hối tại Việt Nam giai đoạn 2003 - 2023

Với đặc điểm của một nền kinh tế có độ mở cửa rất cao (tỷ trọng thương mại quốc tế trên GDP đạt 178%), DTNH trở thành một yếu tố vô cùng quan

trọng để đảm bảo an toàn hoạt động cho các giao dịch kinh tế quốc tế và hạn chế những biến động bất lợi đến từ những cú sốc bên ngoài. Vì vậy, từ khi bắt đầu mở cửa kinh tế cho tới nay, quy mô DTNH của Việt Nam không ngừng tăng trưởng qua các năm, đặc biệt sau khi Việt Nam gia nhập WTO vào cuối năm 2006. Tuy nhiên, khủng hoảng kinh tế toàn cầu 2008 đã có ảnh hưởng không nhỏ đến đà tăng trưởng này với sự sụt giảm quy mô DTNH liên tiếp trong những năm 2009, 2010 và 2011. (Hình 1)

Hình 1: Quy mô dự trữ ngoại hối tại Việt Nam giai đoạn 2003 - 2023

(Đơn vị: triệu USD)



** Năm 2023 là số liệu ước tính*

Nguồn: IMF và SBV

Giai đoạn 2012 - 2021, cùng với đà phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ của nền kinh tế, đặc biệt là lượng thặng dư lớn từ cán cân thương mại và đầu tư trực tiếp nước ngoài, đã giúp DTNH tiếp tục duy trì mức gia tăng ấn tượng qua các năm và đạt đỉnh 109 tỷ USD vào cuối năm 2021. Trong năm 2022, kinh tế thế giới và Việt Nam trải qua nhiều biến động, bất trắc. Lạm phát tăng cao khiến nhiều ngân hàng trung ương lớn trên thế giới liên tục tăng lãi suất, trong đó phải kể đến Cục Dữ trữ Liên bang Mỹ (FED), khiến USD tăng giá mạnh trên thị trường ngoại hối. Dưới áp lực phải cân bằng 3 mục tiêu chính là kiểm soát lạm phát, ổn định tỷ giá và mặt bằng lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng, NHNN đã bán ra khoảng 22 tỷ USD trong năm 2022, khiến DTNH sụt giảm còn 89 tỷ USD vào thời điểm cuối năm.

Theo Tổng cục Thống kê, xuất siêu năm 2023 đạt 28 tỷ USD, lượng kiều hối chảy về cả nước năm 2023 ước tính đạt khoảng 16 tỷ USD, những dòng thu ngoại tệ này góp phần ổn định thị trường ngoại hối và dự báo giúp DTNH tăng lên 100 tỷ USD vào cuối năm 2023.

3.2. Đánh giá quy mô dự trữ ngoại hối tối ưu đối với Việt Nam

Phương pháp xác định quy mô DTNH dựa trên kim ngạch nhập khẩu, dựa trên nợ ngắn hạn, dựa trên cung tiền M2 là 3 phương pháp truyền thống vẫn được sử dụng để tính toán từ trước tới nay. Bên cạnh đó, IMF (2016) đề xuất một phương pháp mới để xác định quy mô DTNH đầy đủ cho các nước mới nổi, được đánh giá là phù hợp để áp dụng với điều kiện kinh tế tại Việt Nam hiện nay. Bảng 1 trình bày tỷ lệ DTNH của Việt Nam theo các phương pháp khác nhau và so sánh với tỷ lệ theo ngưỡng tiêu chuẩn của từng phương pháp.

(1) Phương pháp dựa trên số tuần nhập khẩu

Theo truyền thống, những lo ngại về những cú sốc liên quan đến cán cân thanh toán quốc tế thường tập trung vào trạng thái của các cân vãng lại, cụ thể hơn là nhu cầu tài trợ cho nhập khẩu. Tỷ lệ DTNH trên kim ngạch nhập khẩu sẽ cho biết quốc gia dự kiến có thể duy trì nhập khẩu trong bao lâu nếu xuất khẩu và những nguồn tài chính bên ngoài đột nhiên dừng lại. Phương pháp này phù hợp với những quốc gia có độ mở cửa tài khoản vốn thấp, vì khi đó những giao dịch vãng lai sẽ bộ phận đóng vai trò tối quan trọng trong cán cân thanh toán quốc gia. Trong giai đoạn 5 năm trở lại đây, DTNH của Việt Nam luôn đảm bảo vượt ngưỡng 12 tuần nhập khẩu, ngoại trừ năm 2022 do sự sụt giảm mạnh của quy mô DTNH trong năm này.

(2) Phương pháp dựa trên nợ nước ngoài ngắn hạn

Cuộc khủng hoảng Mexico 1994 và khủng hoảng châu Á 1997 có nguyên nhân một phần từ sự phụ thuộc quá mức vào nợ nước ngoài ngắn hạn. Xuất phát từ những kinh nghiệm này, quy tắc Greenspan-Guidotti được đề xuất vào năm 1999 với yêu cầu rằng DTNH phải trang trải đủ nợ ngắn hạn để cho phép quốc gia hoạt động trong một năm mà không cần vay bên ngoài. Phương pháp này phù hợp với các quốc gia có khả năng tiếp cận đáng kể nhưng không chắc chắn vào thị trường vốn quốc tế. Căn cứ theo phương pháp này, DTNH của Việt Nam thường xuyên vượt ngưỡng tối ưu, tỷ lệ DTNH/nợ nước ngoài ngắn hạn xếp hạng 33/61 quốc gia đang phát triển theo thống kê của IMF. Như vậy, việc hoàn trả các khoản nợ ngắn hạn không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với Việt Nam.

(3) Phương pháp dựa trên cung tiền rộng M2

Phương pháp truyền thống thứ ba để đánh giá quy mô DTNH tối ưu là tính dựa trên trên tỷ lệ DTNH trên lượng cung tiền mở rộng hàng năm (M2). Phương pháp này dựa trên lập luận rằng khả năng khủng hoảng niềm tin hoặc khủng hoảng ngân hàng có thể dẫn đến hiện tượng tháo chạy vốn hàng loạt. Phương pháp này phù hợp với các quốc gia có khu vực ngân hàng lớn và thị trường vốn rất cởi mở. Tương tự như hai phương pháp truyền thống trước, khi so sánh với M2, quy mô DTNH của Việt Nam được đánh giá là nằm trong khoảng tối ưu, giúp Việt Nam phòng chống những cú sốc từ thị trường ngân hàng và thị trường vốn quốc tế. (Bảng 1)

(4) Phương pháp ARA-EM

Phương pháp ARA-EM là phương pháp tiếp cận mới hơn so với 3 phương pháp còn lại, nó là tích hợp của các nhân tố đã được tính toán ở bên trên. Theo phương pháp này các thành phần được đưa vào tính toán quy mô dự trữ gồm có: kim ngạch xuất khẩu, cung tiền rộng, nợ nước ngoài và các khoản nợ khác. Tùy theo từng chế độ tỷ giá khác nhau được chia thành chế độ tỷ giá thả nổi và cố định mà chỉ số ARA-EM được tính theo tỷ trọng khác nhau. Cụ thể:

- Theo chế độ tỷ giá thả nổi:

ARA Metric = 5% Exports + 5% Broad Money + 30% Short-term Debt + 15% Other Liabilities

- Theo chế độ tỷ giá cố định hoặc khác:

ARA Metric = 10% Exports + 10% Broad Money + 30% Short-term Debt + 20% Other Liabilities

Đối với Việt Nam, chỉ số ARA-EM được tính theo chế độ tỷ giá khác. Theo ngưỡng tiêu chuẩn của IMF đưa ra đối với chỉ số này là từ 100% - 150% thì trong giai đoạn trước năm 2008, DTNH Việt Nam luôn đạt ngưỡng tối ưu hoặc thâm chí vượt ngưỡng tối ưu theo phương pháp ARA-EM (Hình 2). Từ năm 2009 trở đi, tuy DTNH của Việt Nam vẫn có quy mô lớn hơn so với giai đoạn trước, nhưng với việc độ mở cửa kinh tế lớn hơn cộng với sự tăng trưởng của cung tiền trong nước và những dòng vốn từ nước ngoài chảy vào, lượng DTNH này được cho là không đủ để đảm bảo tốt khả năng thanh khoản và phòng chống rủi ro cho nền kinh tế Việt Nam trước biến động trong những giao dịch kinh tế quốc tế.

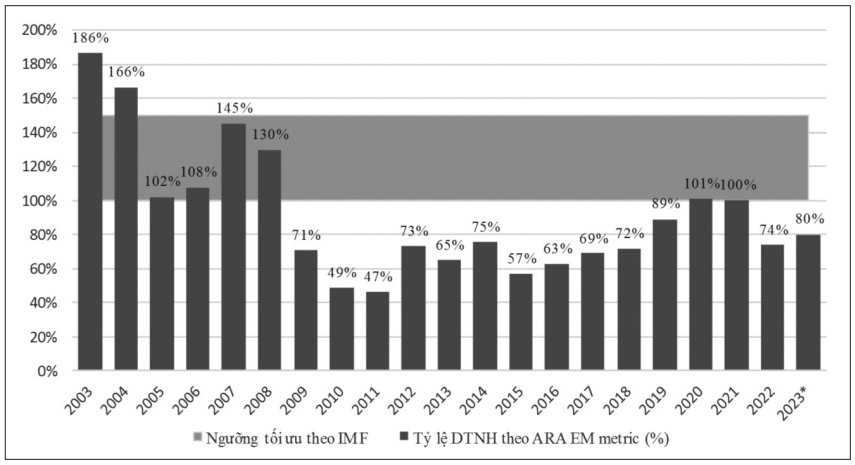
Quy mô DTNH của Việt Nam bắt đầu quay trở lại đạt ngưỡng tối ưu trong giai đoạn 2020 - 2021,

Bảng 1. Tỷ lệ DTNH của Việt Nam so sánh với ngưỡng tối ưu theo các phương pháp truyền thống giai đoạn

Năm	2019	2020	2021	2022	2023	Mức tối ưu	Xếp hạng
(1) Tỷ lệ DTNH/12 tuần NK	1.19	1.41	1.28	0.93	1.10	1	53/70
(2) Tỷ lệ DTNH/nợ nước ngoài ngắn hạn (đv: %)	202%	208%	193%	132%	133%	100%	33/61
(3) Tỷ lệ DTNH/ M2 (đv: %)	17,2%	18,1%	18,6%	14,4%	15,8%	5% - 20%	58/69

Nguồn: IMF

Hình 2: So sánh tỷ lệ DTNH thực tế của Việt Nam và ngưỡng tối ưu theo ARA- EM giai đoạn 2003 - 2023



**Năm 2023 là số liệu ước tính.*

Nguồn: Tác giả tự tính toán từ dữ liệu của IMF & WB

nhưng lại tiếp tục xuống dưới ngưỡng chuẩn vào năm 2022 - 2023. Thực tế cho thấy, những bất ổn và biến động khó lường từ cả trong nước và quốc tế trong giai đoạn gần đây đã khiến Việt Nam thường xuyên phải sử dụng DTNH để thực hiện các biện pháp can thiệp trên thị trường ngoại hối nhằm ổn định tỷ giá.

4. Kết luận và một số hàm ý chính sách

Bài viết đã tổng hợp những phương pháp tiêu biểu nhất nhằm đánh giá quy mô DTNH tối ưu của một quốc gia, bao gồm cả những phương pháp truyền thống và phương pháp tính theo chỉ số tổng hợp do IMF đề xuất. Trên cơ sở tổng quan nghiên cứu, tác giả đã tính toán tỷ lệ DTNH của Việt Nam theo từng phương pháp và lấy đó làm căn cứ để đánh giá về thực trạng và mức độ đảm bảo của DTNH đối với nền kinh tế Việt Nam.

Tóm lại, theo các phương pháp truyền thống, DTNH Việt Nam đã đạt được quy mô đầy đủ trong giai đoạn 5 năm trở lại đây, ngoại trừ thời điểm năm 2022 khi NHNN phải sử dụng một lượng lớn DTNH để thực hiện các biện pháp can thiệp trên thị trường ngoại hối, nhưng quy mô dự trữ đã nhanh chóng phục hồi đáp ứng trong ngưỡng chuẩn vào năm 2023. So với các phương pháp truyền thống chỉ dựa vào một yếu tố nhất định, chỉ số ARA-EM được đánh giá là hoàn thiện hơn khi tổng hợp được tất cả các giao dịch thanh toán quốc tế cần sự tài trợ từ DTNH. Vai trò tài trợ cho cán cân tài chính cũng được nhấn mạnh hơn, điều này hoàn toàn phù hợp với thực tiễn tại Việt Nam, khi mà quốc gia đang hướng tới mục tiêu mức độ tự do hóa tài khoản vốn ngày càng cao. Căn cứ theo phương pháp ARA-EM, trong 2 năm trở lại đây 2022 - 2023, DTNH Việt Nam vẫn đang ở dưới ngưỡng chuẩn. Vì vậy, để tiếp tục gia tăng quy mô DTNH, đảm bảo ngưỡng tối ưu trong thời gian tới, Việt Nam cần cải thiện các nguồn hình thành DTNH bằng cách thực hiện đồng bộ các chính sách như khuyến khích xuất khẩu; hạn chế nhập khẩu; thu hút dòng tài chính nước ngoài, đặc biệt là dòng vốn đầu tư trực tiếp mang tính dài hạn và có độ ổn định cao; đồng thời khuyến khích dòng kiều hối và những nguồn ngoại tệ sẵn có trong nước chảy vào các kênh chính thức của NHNN ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Agarwal, J. P. (1971). Optimal Monetary Reserves for Developing Countries. Weltwirtschaftliches Archiv, 107, 76-91.

2. Ben-Bassat, A., & Gottlieb, D. (1992). Optimal International Reserves and Sovereign Risk. Journal of International Economics, 33, 360-362.

3. Disyatat, P. (2001). Currency Crises and Foreign Reserves: A Simple Model. IMF Working Papers, 1, 457-466.

4. Greenspan, A. (1999): Currency Reserves and Debt, paper presented at Remarks before the World Bank Conference on Recent Trend in Reserve Management, Washington, DC

5. Heller, H. R. (1966). Optimal International Reserves. The Economic Journal, 76, 296-311.

6. IMF (2016). Guidance note on the assessment of reserve adequacy and related considerations, June 2016. Washington, D.C.

7. Kaminsky, G. L. (1999). Currency and banking crises: the early warnings of distress. International Monetary Fund.

8. Triffin, R. (1947). International versus Domestic Money. The American Economic Review, 37, 322-324.

Ngày nhận bài: 13/1/2024
Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 22/1/2024
Ngày chấp nhận đăng bài: 15/2/2024

Thông tin tác giả:
ThS. LÊ HÀ TRANG
Khoa Kinh doanh quốc tế, Học viện Ngân hàng

FOREIGN EXCHANGE RESERVE ADEQUACY - THEORY AND PRACTICE IN VIETNAM

● Master. **LE HA TRANG**
Faculty of International Business,
Banking Academy of Vietnam

ABSTRACT:

In this study, methods that are used to determine the foreign exchange reserve adequacy were employed to assess the current foreign exchange reserves of Vietnam. According to traditional methods, Vietnam's reserves in the last 5 years were within the optimal threshold. However, based on the ARA - EM method recommended by the International Monetary Fund, Vietnam's reserves in 2022 - 2023 were still below the standard. This situation requires the Government and the State Bank of Vietnam to continue to synchronously implement policies to encourage foreign exchange inflows to continue increasing the national foreign exchange reserve.

Keywords: foreign exchange reserve, optimization, theory, practice, Vietnam.