

XU HƯỚNG ĐA DẠNG HÓA ĐỒNG TIỀN DỰ TRỮ VÀ NHỮNG THÁCH THỨC ĐỐI VỚI VAI TRÒ THỐNG TRỊ CỦA ĐỒNG ĐÔ LA MỸ

TS. Nguyễn Đình Trung

Viện Nghiên cứu Khoa học, Trường Đại học Hòa Bình

Tác giả liên hệ: ndtrung@daihochoabinh.edu.vn

Ngày nhận: 05/12/2022

Ngày nhận bản sửa: 08/12/2022

Ngày duyệt đăng: 20/12/2022

Tóm tắt

Bài viết đề cập một số quan điểm về những tác động của các biện pháp trừng phạt tài chính của Mỹ và các đồng minh phương Tây nhắm vào Nga đối với vai trò thống trị của đồng Đô la Mỹ; xu hướng đa dạng hóa đồng tiền dự trữ theo hướng chuyển dịch từ các đồng tiền truyền thống, được gọi là Big Four (USD, EUR, GBP, JPY) sang các đồng tiền phi truyền thống (CNY, AUD, CAD, CHF, KRW, v.v.).

Từ khóa: Đồng tiền dự trữ, đa dạng hóa, vai trò thống trị của USD.

Reserve Currency Diversification Trends and Challenges to US Dollar Dominance

Abstract

The article provides some views on the effects of financial sanctions of the US and its Western allies targeting Russia on the dominant role of the US Dollar; the trend of diversifying reserve currencies in the direction of shifting from traditional currencies, known as the Big Four (USD, EUR, GBP, JPY) to non-traditional currencies (CNY, AUD, CAD, CHF, KRW, etc.).

Keywords: Reserve currency, diversification, the dominance of US Dollar.

1. Đặt vấn đề

Sự kiện đóng băng dự trữ ngoại hối của Nga đã tạo ra động lực rút khỏi đồng Đô la Mỹ với tư cách đồng tiền dự trữ, nhưng hiện nay, chưa có lựa chọn thay thế hấp dẫn nào cho đồng bạc xanh. Tuy nhiên, trong dài hạn, vai trò thống trị của Đô la Mỹ trên thị trường tài chính toàn cầu sẽ kết thúc và đồng tiền thay thế có thể không phải một, mà là một nhóm đồng tiền của các quốc gia có chính sách ổn định và đáng tin cậy; đồng thời, một hậu quả khác có thể xảy ra là làm giảm nhu cầu dự trữ.

Các biện pháp trừng phạt tài chính quy mô lớn chống lại Nga, được áp đặt để đáp trả hoạt động quân sự của Nga ở Ukraine, bao gồm việc phong tỏa 300 tỷ USD, gần một nửa dự trữ ngoại hối của Ngân hàng Trung ương Nga. Sức mạnh gây sốc của các lệnh trừng phạt đối với Nga dựa trên sự thống trị của đồng Đô la Mỹ, đồng tiền được sử dụng phổ biến nhất trong thương

mại, giao dịch tài chính và dự trữ ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, việc sử dụng USD như một loại vũ khí công khai theo cách này, Mỹ và các đồng minh có nguy cơ gây ra phản ứng dữ dội, có thể làm suy yếu đồng tiền của Mỹ và đưa hệ thống tài chính toàn cầu thành các khối đối đầu, khiến thế giới trở nên tồi tệ hơn.

“Các lệnh trừng phạt đã khiến mọi người bị sốc. Chúng đã phá vỡ mọi khuôn mẫu quan hệ quốc tế” [1], John Smith, đồng Chủ tịch bộ phận an ninh nội địa của Công ty Luật Morrison & Foerster và cựu Giám đốc Văn phòng Kiểm soát Tài sản Nước ngoài (OFAC), cơ quan thuộc Bộ Tài chính Hoa Kỳ chịu trách nhiệm soạn thảo và thực thi các biện pháp trừng phạt kinh tế và tài chính, thừa nhận với Financial Times (FT) về việc đóng băng dự trữ ngoại hối của Nga.

Zoltan Pozsar, một nhà phân tích tại Credit Suisse, cho biết: “Các cuộc chiến tranh cũng phá bỏ sự thống trị của tiền tệ và

đóng vai trò như một xúc tác thúc đẩy sự ra đời của các hệ thống tiền tệ mới” [1].

Đặc biệt, Trung Quốc có kế hoạch dài hạn để đưa đồng tiền của họ đóng một vai trò lớn hơn nhiều trong hệ thống tài chính quốc tế. Bắc Kinh coi vị trí thống trị của đồng USD là một trong những điểm mạnh của quyền lực Mỹ mà họ muốn vượt qua.

Hệ thống tài chính toàn cầu dựa trên sự tin tưởng - những người tham gia tin rằng mọi người sẽ tuân thủ các quy tắc và Mỹ, bất kể lý do gì để trừng phạt, đã vi phạm các quy tắc này, Yu Yongding, viện sĩ Viện Kinh tế và Chính trị Thế giới, Viện Hàn lâm Khoa học Xã hội Trung Quốc lập luận [2]. Zhang Yanling, cựu Phó chủ tịch điều hành của Ngân hàng Trung Quốc, cho rằng, các lệnh trừng phạt sẽ “khiến Mỹ mất uy tín và làm suy yếu quyền bá chủ của đồng Đô la về lâu dài”. Bà gợi ý rằng Trung Quốc nên giúp thế giới “thoát khỏi sự thống trị của đồng Đô la càng sớm càng tốt” [1]. Theo Zoltan Pozar, việc mất niềm tin như vậy có thể dẫn đến khủng hoảng, mà để thoát khỏi nó, có thể sẽ đòi hỏi một hệ thống “Bretton Woods” mới - một cuộc cải tổ toàn diện các nền tảng của hệ thống tài chính toàn cầu. Tất nhiên, cái chết của đồng Đô la đã được dự đoán nhiều lần và các dấu hiệu của nó vẫn chưa được nhìn thấy, nhưng thế giới giờ đây đã biết đến một từ mới - “de-swifiting” (ngắt khỏi SWIFT), và Trung Quốc cũng như các quốc gia khác đã có thêm động lực để tìm cách giảm thiểu hậu quả nếu các biện pháp tương tự được thực hiện chống lại họ, Howard Davies, cựu Phó Thống đốc Ngân hàng Trung ương Anh, khẳng định [3].

Điều này có thể dẫn đến một hệ thống tiền tệ quốc tế phân mảnh hơn, Phó Giám đốc điều hành thứ nhất IMF Gita Gopinath thừa nhận: “Đồng USD sẽ vẫn là đồng tiền chủ chốt của thế giới ngay cả trong tình huống này, nhưng sự phân mảnh ở mức độ nhỏ hơn hoàn toàn có thể xảy ra”. Bà nói, điều này đã và đang xảy ra với một số quốc gia đang đàm phán về các giao dịch thanh toán bằng các loại tiền tệ khác với các đồng tiền quốc tế. Và việc sử dụng rộng rãi hơn các loại tiền tệ khác trong thương mại sẽ

dần dần dẫn đến đa dạng hóa hơn các tài sản dự trữ của các ngân hàng trung ương trên toàn cầu [4].

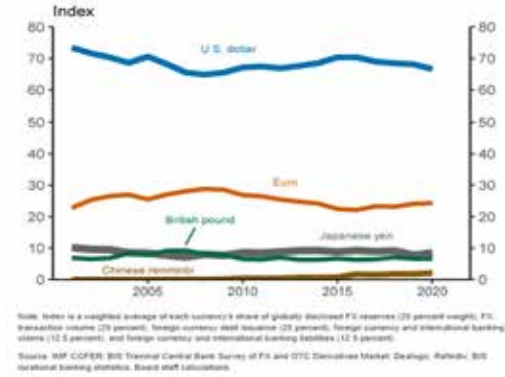
2. Nội dung nghiên cứu

2.1. Sự lên ngôi của các loại tiền tệ “phi truyền thống”

Hệ thống tài chính có tính quán tính: Khi một đồng tiền giữ vị trí thống trị trong các khoản thanh toán, sự thống trị này mặc nhiên tự duy trì, vì một loại tiền tệ duy nhất sẽ thuận tiện cho tất cả những người tham gia giao dịch. Sức ỳ này phần nào giải thích tỷ trọng cao không cân xứng của đồng USD trong hệ thống tài chính toàn cầu. Quy mô sử dụng của nó vượt xa tỷ trọng của Mỹ trong nền kinh tế toàn cầu (gần 25%) và thương mại thế giới (khoảng 10%): Đồng USD được sử dụng trong hơn 50% các khoản thanh toán ngoại thương; 63,9% nợ nước ngoài (của tất cả nhà phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ); 57-61% các khoản nợ và các khoản vay ngân hàng xuyên biên giới; hơn 40% thanh toán qua SWIFT; hơn 80% khối lượng giao dịch ngoại hối. Bên ngoài Hoa Kỳ, 44% tiền Đô la được lưu hành.

Chỉ số sử dụng tiền tệ quốc tế (Index of international currency usage) của đồng USD (tính theo tỷ lệ bình quân gia quyền của tỷ trọng tiền tệ trong dự trữ ngoại hối của các quốc gia, khối lượng giao dịch ngoại hối xuyên quốc gia, phát hành chứng khoán nợ, các khoản nợ và khoản phải đòi của ngân hàng) là 66%, giảm từ mức 70,3% vào năm 2001 - để so sánh, đồng Euro xếp thứ hai, chỉ 24%; đồng Yên Nhật - 8,5%, xếp thứ ba; đồng Bảng Anh - 6,6%, xếp thứ tư và đồng CNY - 2,1%, tăng mạnh từ mức 0,1% năm 2009, xếp cuối cùng ở vị trí thứ năm (Biểu đồ 1).

Đồng thời, tỷ trọng của đồng USD trong dự trữ ngoại hối toàn cầu đang giảm chậm nhưng liên tục - kể từ đầu thế kỷ đến cuối năm 2021, nó đã giảm 12 điểm phần trăm xuống 59%: Trong số 12 nghìn tỷ USD dự trữ ngoại hối của các ngân hàng trung ương, hơn 7 nghìn tỷ USD là tài sản bằng Đô la Mỹ. Bất chấp sự sụt giảm, tỷ trọng này hiện lớn hơn 2,8 lần so với đối thủ cạnh tranh gần nhất của đồng USD, đồng Euro (Biểu đồ 2).



Biểu đồ 1. Chỉ số sử dụng tiền tệ quốc tế

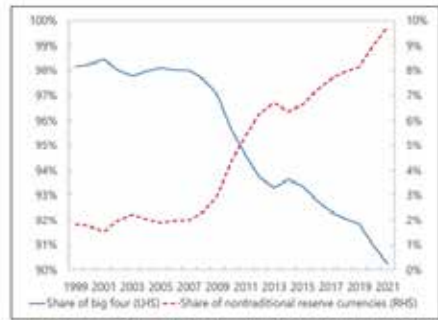


Nguồn: [1]

Biểu đồ 2. Cơ cấu tiền tệ trong dự trữ ngoại hối toàn cầu (%)

Tuy nhiên, tỷ trọng dự trữ của đồng USD giảm không đi kèm với sự gia tăng tỷ trọng của các loại tiền tệ khác của “Big Four” - ngoài đồng Đô la Mỹ, nó bao gồm đồng Euro, Yên Nhật và đồng Bảng Anh, về mặt lịch sử, hình thành cơ sở của quyền rút vốn đặc biệt (SDR) - “tiền IMF”. Kể từ năm 2016, đồng Nhân dân tệ (CNY) của Trung Quốc đã trở thành đồng tiền thứ năm trong cơ cấu SDR, nhưng chỉ một phần tư dự trữ toàn cầu “di cư” từ đồng USD sang đồng Nhân dân tệ, còn lại ba phần tư được phân bổ sang các đồng tiền “thứ yếu” như Đô la Úc, Đô la Canada, Krona Thụy Điển và Franc Thụy Sĩ [6].

Theo một nghiên cứu của IMF [7], được thực hiện bởi GS. Barry Eichengreen, Đại học California tại Berkeley và hai chuyên gia kinh tế của IMF, trong 20 năm qua, tỷ trọng của Big Four trong dự trữ ngoại hối toàn cầu đã giảm từ 98% xuống 90%; theo đó, tỷ trọng của các loại tiền tệ ngoài Big Four (tiền tệ phi truyền thống) đã tăng tương



Source: IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)
Note: The “big four” currencies are the US dollar, the euro, the Japanese yen, and the British pound.

Biểu đồ 3. Tỷ trọng dự trữ ngoại hối toàn cầu bằng đồng tiền Big Four so với đồng tiền phi truyền thống

ứng - từ 2% lên 10%, hoặc, về mặt tuyệt đối, từ 30 tỷ USD lên 1,2 nghìn tỷ USD.

Kết quả phân tích động thái cơ cấu dự trữ ngoại hối cho thấy, sự sụt giảm tỷ trọng của đồng USD không phải là kết quả hành động của một hoặc nhiều chủ sở hữu (NHTW) lượng dự trữ ngoại hối lớn, không muốn đầu tư dự trữ vào các tài sản bằng USD, mà phản ánh mong muốn của các NHTW nói chung là đa dạng hóa tài sản. Việc chuyển dịch khỏi USD cũng diễn ra ở các nước đang phát triển và phát triển ở mức độ tương đương. Ví dụ, Ngân hàng Trung ương Israel gần đây, đã công bố một chiến lược mới để quản lý dự trữ ngoại hối hơn 200 tỷ USD của mình: Dự định giảm tỷ trọng đồng Đô la Mỹ và đồng Euro để chuyển sang Nhân dân tệ, Yên Nhật, Đô la Canada và Đô la Úc [8]. Nghiên cứu của IMF [7] đã thống kê được 46 “nhà đa dạng hóa tích cực”, trong cơ cấu dự trữ của họ, tỷ trọng tiền tệ “phi truyền thống” chiếm ít nhất 5%: trong đó, có các nước Tây và Đông Âu, Châu Á, Mỹ Latinh, Châu Phi - các nền kinh tế của tất cả các khu vực trên thế giới với nhiều quy mô, trình độ phát triển khác nhau. Như vậy, xu hướng đa dạng hóa dự trữ ngoại hối đã mang tính toàn cầu.

GS. Barry Eichengreen và các cộng sự kết luận, sự sụt giảm tỷ trọng dự trữ USD không đi kèm với sự gia tăng tỷ trọng của các đồng tiền dự trữ truyền thống khác, cụ thể là đồng Euro, bảng Anh và đồng Yên

Nhật. Thay vào đó, sự sụt giảm tỉ trọng dự trữ USD khớp với sự gia tăng tỷ trọng của các đồng tiền dự trữ phi truyền thống, như Đô la Úc, Đô la Canada, đồng Nhân dân tệ của Trung Quốc, đồng Won Hàn Quốc, Đô la Singapore, và Krona Thụy Điển.

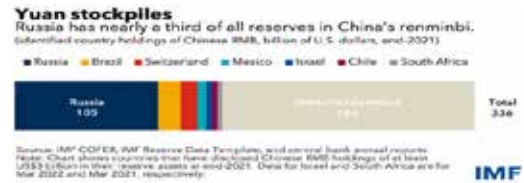
Đồng Nhân dân tệ chỉ chiếm 25% các loại tiền tệ “phi truyền thống”, có thể so sánh với tỷ trọng của đồng Đô la Canada (23%), Đô la Úc (20%) thường không có vai trò quan trọng đáng kể trong danh mục dự trữ ngoại hối - cũng như các đồng tiền phi truyền thống khác như đồng Won Hàn Quốc, Krona Thụy Điển hoặc Franc Thụy Sĩ v.v., hiện chiếm khoảng 30% tài sản ngoại hối “phi truyền thống” (Bảng 1).

Đồng tiền	Tỉ USD	Tỉ trọng
Tổng	1070	100%
Đô la Úc	217	20%
Đô la Canada	247	23%
Nhân dân tệ	272	25%
Franc Thụy Sĩ	21	2%
Các đồng tiền khác	315	30%
<i>Won Hàn Quốc</i>	81	8%
<i>Krona Thụy Điển</i>	63	6%
<i>Đô la Singapore</i>	51	5%
<i>Krone Na Uy</i>	49	5%
<i>Krone Đan Mạch</i>	47	4%
<i>Đô la New Zealand</i>	12	1%
<i>Đô la Hồng Kông</i>	11	1%

Bảng 1. Tiền tệ phi truyền thống trong dự trữ ngoại hối toàn cầu (cuối năm 2020)

Nguồn: [7]

Đối với đồng Nhân dân tệ, sự gia tăng tỷ trọng của nó trong dự trữ ngoại hối toàn cầu phần lớn đến từ Nga (đến cuối năm 2021, Nga đã tích lũy một phần ba tổng số tài sản dự trữ ngoại hối toàn cầu bằng đồng tiền của Trung Quốc). Điều này khiến Nga trở thành quốc gia có dự trữ ngoại hối bằng đồng Nhân dân tệ lớn nhất thế giới, cả về số tương đối (theo tỷ trọng của đồng Nhân dân tệ trong cơ cấu dự trữ ngoại hối) và về tuyệt đối (theo quy mô). Sau Nga, Brazil, quốc gia có dự trữ bằng đồng Nhân dân tệ lớn thứ hai, tỉ trọng Nhân dân tệ trong tổng dự trữ ngoại hối kém Nga gần sáu lần: 3% so với 17% của Nga (Bảng 2).



Bảng 2. Dự trữ ngoại hối toàn cầu bằng Nhân dân tệ (CNY)

Nguồn: [9]

Theo giải thích của Ngân hàng Trung ương Nga [10], lý do của sự đa dạng hóa, kể từ năm 2014, trong chính sách của mình, Ngân hàng đã tính đến hai loại khủng hoảng - (i) tài chính và (ii) địa chính trị: Phòng, chống khủng hoảng thứ nhất đòi hỏi dự trữ bằng các loại tiền tệ chiếm ưu thế trong các khoản thanh toán với các đối tác thương mại nước ngoài và trong cơ cấu đồng tiền vay nợ nước ngoài của các công ty, ngân hàng và Chính phủ, chủ yếu là đồng Đô la Mỹ và đồng Euro; để đối phó với loại khủng hoảng thứ hai, cần có các nguồn dự trữ không thể chịu sự trừng phạt của các quốc gia phương Tây. Do đó, trong cơ cấu dự trữ, tỷ trọng tài sản bằng các đồng tiền của Big Four đã giảm xuống để chuyển sang các tài sản khác (bao gồm cả đồng Nhân dân tệ) với tỷ trọng đã tăng lên gần một nửa.

Theo số liệu đến cuối năm 2020, trong số các quốc gia có dự trữ ngoại hối lớn (từ 100 tỷ USD trở lên), nước Nga theo tỷ trọng tài sản tiền tệ “phi truyền thống”, đã trở thành nước đứng đầu thế giới với tỷ trọng dự trữ bằng các đồng tiền phi truyền thống chiếm 21% dự trữ ngoại hối và trở thành nước thứ ba trên thế giới về số lượng tuyệt đối - 94,7 tỷ USD. Trong số các nước “đa dạng hóa” tích cực nhất, là Thổ Nhĩ Kỳ (các đồng tiền “phi truyền thống” chiếm 33% trong tổng dự trữ 48,5 tỷ USD), Chile (28% trong tổng số 37,8 tỷ USD), Estonia (34% trong 1,9 tỷ USD), New Zealand (17% trong tổng số 12 tỷ USD). Đức phân bổ 10% dự trữ của mình cho các loại tiền tệ “phi truyền thống”, Tây Ban Nha - 15%, Úc - 16%, Thụy Điển - 13%, Pháp - 12%, Ý - 11%, Na Uy - 7%.

Nếu chỉ nhìn vào các quốc gia có dự trữ trên 100 tỷ USD, thì Malaysia nắm giữ một tỷ lệ tương đương với Nga về các loại tiền tệ

“phi truyền thống” (20%); ở Indonesia, Ba Lan, Cộng hòa Séc, tỷ lệ này là 15%; ở Anh - 11%; Singapore - 13%; Ấn Độ - 10%; Hàn Quốc - 7%; Mexico và Brazil - 5%.

Trung Quốc, quốc gia có dự trữ ngoại hối lớn nhất thế giới (3216 tỷ USD), cũng nằm trong số “những nước đa dạng hóa tích cực”, nắm giữ lượng tài sản bằng các loại tiền tệ “phi truyền thống” lớn nhất - 198 tỷ USD (hay 6% tổng dự trữ ngoại hối). Xét về giá trị tuyệt đối như vậy, Thụy Sĩ đứng ở vị trí thứ hai với 97,5 tỷ USD (10% tổng dự trữ ngoại hối) [7].

Sự tái cân bằng toàn cầu có lợi cho các đồng tiền “phi truyền thống” này có thể được giải thích bởi hai yếu tố.

Thứ nhất, sự kết hợp giữa suất sinh lời cao hơn với độ biến động tương đối thấp. Sự đa dạng hóa gia tăng sau năm 2008, với sự khởi đầu của “tình trạng đình trệ dài hạn” (secular stagnation) - giai đoạn lãi suất cực thấp kéo dài hơn 10 năm ở các nền kinh tế phát triển lớn. Các quốc gia phát hành tiền tệ “phi truyền thống” không bị ảnh hưởng nhiều bởi “tình trạng đình trệ dài hạn” như các quốc gia phát hành các loại tiền tệ quốc tế chủ chốt; và trong trường hợp của đồng Nhân dân tệ, cơ chế tỷ giá có sự quản lý của nó cũng đóng vai trò như một tác nhân hạn chế biến động mạnh hơn.

Thứ hai, sự phát triển các công nghệ tài chính mới. Trong lịch sử, sự thống trị toàn cầu của đồng Đô la Mỹ và các loại tiền tệ Big Four khác đã được hỗ trợ bởi các thị trường được tổ chức tốt, nơi các loại tiền tệ này có thể được trao đổi với mọi đồng tiền khác. Đối với những người muốn giao dịch các cặp tiền tệ khác không bao gồm các loại tiền tệ của Big Four, họ phải sử dụng, ví dụ: đồng Đô la Mỹ làm tiền tệ trung gian, điều này liên quan đến chi phí giao dịch tăng thêm. Giờ đây, một số lượng lớn các cặp tiền tệ được giao dịch trực tiếp, làm cho các loại tiền tệ “phi truyền thống” trở nên thanh khoản hơn và do đó, hấp dẫn hơn như một loại tiền dự trữ.

Một lý do khác có thể là do sự tăng trưởng của dự trữ ngoại hối toàn cầu. Khi dự trữ tăng trưởng và được quản lý, tái cân

bằng trở thành tiêu chuẩn, khiến các ngân hàng trung ương phải xem xét lại cơ cấu danh mục đầu tư một cách có hệ thống.

Những yếu tố này đã dẫn đến sự dịch chuyển cơ cấu dự trữ ngoại hối toàn cầu từ các loại tiền tệ truyền thống của thế giới, chủ yếu là đồng USD, sang các loại tiền tệ khác mà không phụ thuộc vào các tiêu chí như quy mô kinh tế của quốc gia phát hành và khối lượng giao dịch xuyên biên giới - đây là điểm khác biệt lịch sử so với các loại tiền tệ Big Four.

Tất nhiên, tỷ trọng của các loại tiền tệ “phi truyền thống” vẫn còn nhỏ và đồng USD vẫn chiếm ưu thế, nhưng từ các xu hướng hiện tại, có thể hình dung bức tranh phát triển của hệ thống tài chính toàn cầu và “sự cạnh tranh của các loại tiền tệ quốc tế”. Cuộc cạnh tranh âm ỉ này thường được mô tả như cuộc chiến của những người khổng lồ, trong đó, đồng USD sẽ bị “truất ngôi” - lúc đầu, được cho là bởi một đồng tiền của châu Âu (Euro), nhưng bây giờ, đồng Nhân dân tệ ngày càng được coi trọng với vai trò này. Tuy nhiên, có vẻ như nếu sự thống trị của đồng Đô la Mỹ kết thúc (đây là một kịch bản, không phải dự báo), thì đồng bạc xanh có thể bị hạ bệ không phải bởi các đối thủ cạnh tranh chủ yếu, mà bởi một nhóm các đồng tiền thay thế.

Kenneth Rogoff, Giáo sư Đại học Harvard, lập luận rằng mỗi loại tiền tệ trên thế giới đã thống trị lịch sử trong khoảng một thế kỷ, vì vậy, sự thống trị của đồng Đô la có thể kết thúc trong vòng 20 năm tới.

2.2. Cơ hội và thách thức của các giải pháp thay thế

Ngay cả khi không có đồng tiền quốc gia nào thay thế đồng Đô la Mỹ trong thời gian sắp tới, điều rất có thể xảy ra, vẫn có hai cách khác để giảm sự thống trị của nó như một phương tiện thanh toán và lưu trữ giá trị: tiền tệ kỹ thuật số và việc xây dựng và phát triển các hệ thống thanh toán không dựa trên USD (thay thế Fedwire, SWIFT, Euroclear v.v.), Andrew Sheng, Asia Global Institute tại Đại học Hồng Kông và Xiao Geng, Viện trưởng Viện Tài chính Quốc tế Hồng Kông nhận định [11].

Trung Quốc đã có những bước chuẩn bị đáng kể theo cả hai hướng: trong việc phát triển đồng Nhân dân tệ kỹ thuật số, đang được thí điểm ở 10 thành phố trong nước và được mở rộng vào tháng 4 năm 2022, và trong việc thành lập hệ thống thanh toán liên ngân hàng xuyên biên giới bằng đồng Nhân dân tệ CIPS. CIPS không phải là một bản sao trực tiếp của SWIFT, và nhiều ngân hàng sử dụng CIPS để thanh toán vẫn trao đổi tin nhắn thông qua SWIFT. Trong đó, SWIFT có 11.000 thành viên và xử lý hơn 46 triệu giao dịch mỗi ngày, trong khi CIPS có 1.322 thành viên và xử lý khoảng 13.000 giao dịch.

Việc quốc tế hóa đồng Nhân dân tệ bị cản trở không phải do thiếu tính phổ biến bên ngoài, mà là do việc Trung Quốc tiếp tục kiểm soát vốn và duy trì các hạn chế đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Để đồng Nhân dân tệ trở thành một loại tiền tệ có thể chuyển đổi hoàn toàn và có tính thanh khoản cao, Trung Quốc cần phải từ bỏ quyền kiểm soát này. Jim O'Neill, cựu Giám đốc Goldman Sachs Asset Management và là tác giả nổi tiếng của từ viết tắt BRIC cho biết, ngay cả với những cải cách tài chính phù hợp, sự cần thiết phải cung cấp những bảo đảm an toàn và thanh khoản sẽ đòi hỏi một sự thay đổi căn bản trong mô hình điều tiết kinh tế của Trung Quốc [12].

Về dự trữ, theo định nghĩa, Trung Quốc không thể nắm giữ lượng dự trữ ngoại hối lớn nhất thế giới bằng đồng Nhân dân tệ của mình. Và những hạn chế hiện tại giải thích một phần thực tế là không có sự chuyển dịch đáng kể nào sang đồng Nhân dân tệ và tỷ trọng của nó trong dự trữ ngoại hối thế giới là dưới 3%. Một lý do khác giải thích cho nhu cầu hạn chế đối với đồng Nhân dân tệ làm tiền tệ dự trữ là trong lịch sử, thông thường, các đồng tiền quốc tế và đồng tiền tệ dự trữ là tiền tệ của một nền kinh tế thị trường tự do với một hệ thống thể chế hạn chế sự can thiệp hành chính của các nhà chức trách [6].

Các loại tiền tệ còn lại, chiếm 3/4 lượng dịch chuyển dự trữ toàn cầu từ đồng USD, được phát hành bởi các quốc gia có tài

khoản vốn mở, những loại tiền tệ này được giao dịch dễ dàng và mang lại lợi thế cho sự đa dạng hóa vì chúng không vận động theo USD. Tuy nhiên, tất cả các nhà phát hành các đồng tiền này (ngoại trừ Hồng Kông) đã tham gia các lệnh trừng phạt tài chính chống lại Nga cùng với các nhà phát hành của “Big Four”: tức là, bất kỳ đồng tiền dự trữ nào có khả năng thay thế đồng USD, khó có thể được coi là “nơi trú ẩn an toàn” đối với các nước mà cũng có thể có nguy cơ bị cô lập khỏi hệ thống tài chính quốc tế.

Nhưng chính nhờ thành tích về các chính sách tin cậy và ổn định của các nhà phát hành các đồng tiền dự trữ “phi truyền thống” đã làm cho các đồng tiền này trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư: “Nói cách khác, sự ổn định của nền kinh tế và các quyết sách chính trị có ý nghĩa quan trọng đối với một sự thừa nhận của quốc tế”.

Một phân tích về sự vận động của tiền dự trữ quốc tế xác nhận rằng phần bù rủi ro kinh tế cao hơn, được đo bằng chi phí sử dụng các công cụ phái sinh tín dụng để bảo hiểm rủi ro vỡ nợ, làm giảm tỷ trọng của tiền tệ trong dự trữ quốc tế. Rõ ràng, các chủ sở hữu dự trữ ngoại hối ủng hộ tiền tệ của các quốc gia được biết đến với nền quản trị tốt, ổn định kinh tế và tài chính lành mạnh [7].

Vì lý do này, sự thống trị của đồng Đô la Mỹ khó có thể bị thách thức trong trung hạn, Gopinat cho biết: vị thế của đồng tiền Mỹ được hỗ trợ bởi các thể chế mạnh và đáng tin cậy, thị trường vốn mở, thanh khoản cao và khả năng chuyển đổi hoàn toàn [4].

2.3. “Áo sơ mi bẩn sạch nhất”

Khi khảo sát hơn 80 nhà kinh tế toàn cầu trên Diễn đàn IGM vào tháng 3 năm 2022 với câu hỏi liệu các biện pháp trừng phạt có dẫn đến việc giảm vai trò của đồng Đô la Mỹ với tư cách là đồng tiền thống trị hay không, 24% trả lời có, 40% - không, 36% - không chắc chắn. Những người trả lời tiêu cực và bày tỏ sự không chắc chắn lưu ý sự thiếu vắng các lựa chọn thay thế có thể so sánh với đồng Đô la. Theo Anil Kashyap thuộc Đại học Chicago, trong tất cả các lựa chọn thay thế có thể, đồng Đô la

vẫn là “chiếc áo bẩn sạch nhất” [13].

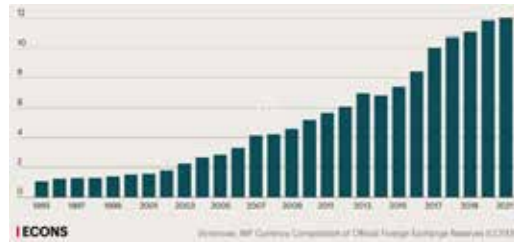
Michael Dooley, Giáo sư Kinh tế, Đại học California; Santa Cruz, Peter Garber và David Volkerts Landau (Deutsche Bank) tin rằng các biện pháp trừng phạt tài chính của Mỹ đối với Nga có thể không những không làm suy yếu, mà ngược lại, củng cố vị thế của đồng USD với tư cách là đồng tiền dự trữ thống trị. Họ chỉ ra một lý do khác cho việc tích lũy dự trữ bằng USD, có tầm quan trọng đặc biệt đối với các nền kinh tế đang phát triển tiềm ẩn các rủi ro chính trị, đó là, sự cần thiết trấn an các nhà đầu tư về độ tin cậy bằng cách mua các tài sản an toàn. Các quốc gia từ bỏ đồng USD, do đó, mất khả năng thu hút các nhà đầu tư nước ngoài, hạn chế triển vọng tăng trưởng kinh tế của họ [14].

3. Một số kết luận

Theo GS. Markus Brunnermerier và các cộng sự [15], các biện pháp trừng phạt tài chính chống lại Nga sẽ không ảnh hưởng đến vị thế của đồng bạc xanh vì ba lý do: Thứ nhất, việc đóng băng tài sản của Ngân hàng Trung ương Nga diễn ra trong một tình huống thực sự đặc biệt - không ai mong đợi rằng các mối quan hệ và thỏa thuận tài chính tiêu chuẩn sẽ được duy trì trong những trường hợp như vậy; Thứ hai, tất cả các hành động của chính quyền Mỹ trong những thập kỷ qua thể hiện cam kết của họ trong việc thúc đẩy và duy trì đồng Đô la như một tài sản an toàn: Fed đã thực hiện nhiều biện pháp để cung cấp thanh khoản của thị trường trái phiếu kho bạc và các Bộ trưởng Tài chính luôn khẳng định đồng Đô la mạnh đáp ứng các lợi ích của Mỹ. Cuối cùng, thứ ba, không có lựa chọn thay thế hấp dẫn nào cho đồng Đô la với tư cách là một đồng tiền dự trữ và do đó, là một công cụ đa dạng hóa thực sự. Điều này đòi hỏi hai điều kiện: (1) thị trường trái phiếu kho bạc lớn và thanh khoản (mà ngay cả Châu Âu cũng không có, như quy mô của thị trường này ở Úc chỉ bằng 2,5% so với Mỹ) và một tài khoản vốn mở hoàn toàn và vô điều kiện (chưa có ở Trung Quốc).

Tuy nhiên, các biện pháp trừng phạt vẫn có thể có tác động lâu dài đáng kể - không

phải về cơ cấu, mà là về nhu cầu dự trữ. Hệ thống tài chính quốc tế cuối cùng có thể chuyển sang một cấu trúc mới, trong đó, hội nhập tài chính được thu hẹp và do đó, nhu cầu dự trữ được giảm bớt.



Biểu đồ 4. Tổng dự trữ ngoại hối toàn cầu

Dự trữ ngoại hối toàn cầu tăng nhanh chóng cho đến năm 2017, sau đó, quy mô của chúng thực tế ổn định (11-12 nghìn tỷ USD trong giai đoạn 2018-2021): Với độ trễ trong vài năm, điều này phản ánh động thái tương tự của dòng vốn xuyên biên giới, lúc đầu đã tăng nhanh, và kể từ năm 2010, đã ổn định do cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Động thái này không phải là một sự trùng hợp ngẫu nhiên. Ở nhiều nước đang phát triển, khu vực sản xuất và tài chính bị đô la hóa một phần - các doanh nghiệp và ngân hàng huy động và cho vay bằng ngoại tệ và do đó, có thể đối mặt với rủi ro vỡ nợ, vì vậy, các NHTW cần dự trữ để hoạt động như những người cho vay ngoại tệ cuối cùng, nhằm duy trì sự ổn định bên trong, cũng như sự ổn định bên ngoài. Nói cách khác, nhu cầu dự trữ của các quốc gia là kết quả của quá trình hội nhập tài chính của các nước với thế giới, và nó là nguyên nhân dẫn đến sự gia tăng gấp tám lần khối lượng dự trữ kể từ đầu thế kỷ này - một quy mô không được giải thích bằng khối lượng thương mại hay độ mở tài chính.

Tuy nhiên, toàn cầu hóa tài chính thực sự đã dừng lại sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu. Và một chính sách không hạn chế đi vay và cho vay bằng ngoại tệ cũng có thể bị hủy bỏ nếu nó cho thấy rằng sự hiện diện của các khoản dự trữ mang lại những rủi ro mới.

Trong số hai chục quốc gia có hơn 100 tỷ USD dự trữ, hầu hết là các nền kinh tế đang phát triển đang đối mặt với rủi ro mới,

đó là các lệnh trừng phạt, xác suất rất thấp nhưng tác động cực kỳ nghiêm trọng. Điều này có thể được so sánh với rủi ro khí hậu và như các nghiên cứu về khí hậu đã chỉ ra, đa dạng hóa những rủi ro như vậy là không thể, mà chỉ có thể giảm mức độ rủi ro. Trong tình huống với khí hậu, đây là một sự giảm phát thải, và khi áp dụng cho dự trữ - giảm nhu cầu dự trữ.

Nếu tài sản nước ngoài, cả công và tư, có thể bị đóng băng ngay lập tức bởi các quốc gia phát hành đồng tiền dự trữ thì những nước còn lại thậm chí không nên lãng phí thời gian vào các biện pháp phòng ngừa rủi ro như đa dạng hóa tài sản. Các biện pháp trừng phạt đối với Nga cho thấy rằng dự trữ có thể ít hữu ích hơn trong trường hợp xảy ra xung đột và tính hữu ích kém hơn của dự trữ hàm ý rằng, các quốc gia lường trước một cuộc xung đột như vậy với phương Tây sẽ có xu hướng giữ ít dự trữ hơn, củng cố hệ thống tài chính của riêng họ để giảm thiểu rủi ro ngoại hối và không cho phép các doanh nghiệp và ngân hàng trong nước nắm quá nhiều các khoản nợ bằng ngoại tệ [6].

Do đó, các lệnh trừng phạt và hậu quả của chúng tiết lộ một chân lý cơ bản nhưng hay bị lãng quên: quá trình hướng tới toàn cầu hóa tài chính dựa trên sự tương đồng lâu dài về các mục tiêu, chuẩn mực và sự

hiểu biết lẫn nhau giữa các quốc gia. Bằng cách cung cấp (và hưởng lợi từ đó) một loại tiền dự trữ cho thế giới, và gia tăng tích lũy dự trữ trong những thời điểm khủng hoảng như 2008 hoặc 2020, Hoa Kỳ đã cung cấp cho thế giới một hàng hóa công cộng toàn cầu: tiếp cận rộng rãi với các tài sản an toàn có thể được sử dụng như một bộ đệm dự phòng để đối phó với các cú sốc tài chính. Nhưng liệu sự cân bằng này có thể được duy trì trong một thế giới bị chia rẽ về mặt địa chính trị hay không là câu hỏi quan trọng của tương lai.

Trước đây, chiến tranh tài chính trên thế giới chủ yếu liên quan đến việc phòng, chống rửa tiền và tài trợ khủng bố hoặc được triển khai trong các trường hợp cụ thể như Chương trình hạt nhân của Iran. Giáo sư Mitu Gulati, Đại học Virginia, cho rằng việc nhắm mục tiêu vào một quốc gia có quy mô và quyền lực như Nga là điều chưa từng có, và dù tốt hơn hay tệ hơn thì các mối quan hệ quốc tế (chính trị, kinh tế, văn hóa - xã hội v.v.) sẽ được định hình lại trong tương lai. Ông nói: *“Nếu bạn thay đổi các quy tắc cho Nga, bạn đang thay đổi các quy tắc cho toàn thế giới. Một khi các quy tắc này thay đổi, chúng sẽ thay đổi tài chính quốc tế mãi mãi”* [1].

Tài liệu tham khảo

[1] Financial Times (2022), “Financial warfare: will there be a backlash against the dollar?”, <https://www.ft.com/content/220db8f2-2980-410f-aab8-f471369ac3cf>. [Truy cập 14/11/2022].

[2] Yu Yongding (2022), “America has stopped playing by the monetary rules, <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-freeze-russian-reserves-what-it-means-for-china-by-yu-yongding-2022-04?barrier=accesspaylog>. [Truy cập 14/6/2022].

[3] Howard Davies (2022), “Will western sanctions change the global financial system? <https://www.project-syndicate.org/commentary/western-sanctions-against-russia-impact-on-global-financial-system-by-howard-davies-2022-04?barrier=accesspaylog> [Truy cập 14/11/2022].

[4] Financial Times (2022), “Russia sanctions threaten to erode dominance of US dollars”, <https://www.ft.com/content/3e0760d4-8127-41db-9546-e62b6f8f5773>. [Truy cập 14/11/2022].

[5] Carol Bertaut, Bastian von Beschwitz, Stephanie Curcuru, “The International Role of the U.S. Dollar”, FEDS notes, <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-20211006.htm#:~:text=In%20part%20because%20of%20its,are%20denominated%20in%20U.S.%20dollars> . [Truy cập 14/11/2022].

[6] Barry Eichengreen (2022), “The Monetary Consequences of Vladimir Putin”, <https://www.project-syndicate.org/commentary/russia-financial-sanctions-will-change-currency-re>

serves-by-barry-eichengreen-2022-03. [Truy cập 14/11/2022].

[7] Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell (2022), “The Stealth Erosion of Dollar Dominance”, IMF Working Papers. [Truy cập 14/6/2022].

[8] The Jerusalem Post (2022), “Israel adds Chinese RMB to Central Bank Reserves for first time, cuts USD holdings”, <https://www.jpost.com/business-and-innovation/banking-and-finance/article-704813>. [Truy cập 15/11/2022].

[9] Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell (2022), “Dollar Dominance and the rise of Nontraditional Reserve Currencies”, <https://blogs.imf.org/2022/06/01/dollar-dominance-and-the-rise-of-nontraditional-reserve-currencies/>. [Truy cập 16/11/2022].

[10] Банк России (2022), Почему Банк России не хранил золотовалютные резервы внутри страны? https://www.cbr.ru/faq/w_fin_sector/#a_t905. [Truy cập 19/11/2022].

[11] Andrew Sheng & Xiao Geng (2022), “The Monetary System is More Unit than Ever”, <https://www.project-syndicate.org/commentary/us-dollar-dominance-unsustainable-international-financial-reform-by-andrew-sheng-and-xiao-geng-2022-04?barrier=accesspaylog>. [Truy cập 19/6/2022].

[12] Jim O’Neil (2022), “Will Sanctioning Russia Upend the Monetary System”, <https://www.project-syndicate.org/commentary/western-sanctions-on-russia-impact-on-monetary-system-by-jim-o-neill-2022-03>. [Truy cập 20/11/2022].

[13] Ольга Кувшинова (2022), “Тихая диверсификация: утратит ли доллар мировое господство”, <https://econs.online/articles/ekonomika/tikhaya-diversifikatsiya-utratit-li-dollar-mirovoye-gospodstvo/>. [Truy cập 21/11/2022].

[14] Michael Dooley et al. “Seizures of foreign exchange reserves will not weaken the dollar’s role as dominant reserve currency”, <https://voxeu.org/article/seizures-foreign-exchange-reserves-will-not-weaken-dollar-s-role-dominant-reserve-currency>. [Truy cập 21/11/2022].

[15] Markus Brunnermeier et al. (2022) “Sanctions and the international monetary system”, <https://voxeu.org/article/sanctions-and-international-monetary-system>. [Truy cập 21/11/2022].