

Tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối của Ngân hàng Trung ương: xu hướng và hàm ý chính sách cho Việt Nam

Đỗ Thị Thu*

Nhận ngày 22 tháng 4 năm 2025. Chấp nhận đăng ngày 18 tháng 9 năm 2025.

Tóm tắt: Bên cạnh vai trò ổn định kinh tế vĩ mô, các ngân hàng trung ương ở nhiều quốc gia ngày càng đóng vai trò quan trọng trong thực hiện các mục tiêu phát triển bền vững. Gần đây, thuật ngữ ngân hàng trung ương xanh và xanh hoá hoạt động của ngân hàng trung ương, bao gồm thúc đẩy dự trữ ngoại hối xanh, nhận được nhiều sự quan tâm của các tổ chức quốc tế cũng như các ngân hàng trung ương trên thế giới. Nghiên cứu này nhằm mở rộng hiểu biết về xu hướng xanh hoá hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối và phương pháp tích hợp bộ tiêu chuẩn đánh giá tính bền vững của các hoạt động kinh tế theo ba khía cạnh: Môi trường - Xã hội - Quản trị (ESG) nhằm thúc đẩy xu hướng này. Từ đó, nghiên cứu thảo luận các hàm ý chính sách trong việc xanh hoá quản lý dự trữ ngoại hối, góp phần thực hiện mục tiêu tăng trưởng xanh, đáp ứng các cam kết quốc tế về chống biến đổi khí hậu, từ đó góp phần hiện thực hoá các mục tiêu phát triển bền vững tại Việt Nam.

Từ khoá: ESG, dự trữ ngoại hối, dự trữ xanh, phát triển bền vững.

Phân loại ngành: Kinh tế

Abstract: Besides stabilizing the macroeconomy, central banks are increasingly playing an important role in implementing sustainable development goals. Recently, the term of green central banking or greening central bank operations, including promoting green foreign exchange reserves, has received much attention from international organizations and central banks worldwide. This study aims to expand the understanding of greening foreign exchange reserve management and the method of integrating the ESG standards to promote greening central bank operations. Accordingly, the study discusses the policy implications of greening foreign exchange reserve management, thereby contributing to the implementation of green growth goals, fulfilling international commitments on climate change, and realizing sustainable development goals in Vietnam.

Keywords: ESG, foreign exchange reserves, green reserves, sustainable development.

Subject classification: Economics

1. Đề dẫn

Các ngân hàng trung ương đang ngày càng đóng vai trò quan trọng trong thúc đẩy quá trình chuyển đổi hướng tới một nền kinh tế toàn cầu bền vững (ECB, 2019). Một minh chứng tiêu biểu cho xu thế này là việc thành lập Mạng lưới Xanh hóa Hệ thống Tài chính (Network for Greening the Financial System - NGFS), quy tụ khoảng 40 ngân hàng trung ương, cơ quan giám sát và tổ chức tài chính quốc tế nhằm xây dựng các phản ứng chính sách mang tính phối hợp trước những rủi ro khí hậu đối với hệ thống tài chính toàn cầu (NGFS, 2019; Pereira da Silva, 2019; Bolton et al, 2020). Hiện nay, các ngân hàng trung ương có thể sử dụng nhiều công cụ khác nhau để hỗ trợ quá trình xanh hóa hệ thống tài chính. Các công cụ này bao gồm: yêu cầu công bố thông tin liên quan đến môi trường, cung cấp cơ sở dữ liệu ESG, tích hợp rủi ro khí hậu vào các đánh giá ổn định tài chính, cũng như thực hiện giám sát vĩ mô có tính đến yếu tố môi trường (Volz, 2017) hoặc thúc đẩy huy động vốn cho các khoản đầu tư quy mô lớn trong khu vực

* Khoa Kinh tế, Học viện Ngân hàng.
Email: thudt@hvn.edu.vn

công (Liên Hợp Quốc, 2018). Bên cạnh đó, trong khuôn khổ chính sách tỷ giá hối đoái quốc gia, dự trữ ngoại hối xanh có vai trò quan trọng, giúp định hướng mục tiêu xanh hoá hệ thống tài chính.

Về cách thức các mục tiêu bền vững có thể được tích hợp vào khuôn khổ quản lý dự trữ ngoại hối của ngân hàng trung ương, Fender & cộng sự (2020) đã minh hoạ phương pháp tích hợp mục tiêu bền vững về môi trường thông qua việc mở rộng bộ ba mục tiêu truyền thống trong quản lý dự trữ, gồm tính thanh khoản, an toàn và lãi suất thành một bộ bốn mục tiêu với việc bổ sung mục tiêu bền vững về môi trường. Với cách tiếp cận trên, việc tích hợp bộ tiêu chuẩn về Môi trường - Xã hội - Quản trị (Environmental - Social - Governance, ESG) trong việc thúc đẩy xanh hoá hoạt động quản lý dự trữ được xem là có cơ sở khoa học. Tuy nhiên, mục tiêu này chưa thực sự phổ biến trong thực thi hoạt động của các ngân hàng trung ương. Chính vì vậy, nghiên cứu này nhằm hệ thống hoá các khái niệm về dự trữ xanh, khái quát về bộ tiêu chuẩn ESG, phân tích xu hướng tích hợp ESG trong thúc đẩy dự trữ xanh trên thế giới và rút ra những hàm ý chính sách về tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối ở Việt Nam.

2. Khái quát về vai trò của ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối

2.1. Khái quát về bộ tiêu chuẩn ESG

Theo Bouye và cộng sự (2021), thuật ngữ ESG, thường được sử dụng thay thế cho đầu tư bền vững. Mặc dù chưa có một định nghĩa thống nhất nào về ESG nhưng các khái niệm về ESG đều cho rằng ESG là bộ tiêu chuẩn đánh giá tính bền vững của các hoạt động kinh tế theo ba khía cạnh: Môi trường - Xã hội - Quản trị.

Tiêu chuẩn môi trường (Environmental) đề cập đến tác động của doanh nghiệp đối với môi trường thông qua việc tiêu thụ năng lượng và nguyên liệu thô. Các tiêu chuẩn này thường bao gồm một số tiêu chí như mức độ doanh nghiệp góp phần chống biến đổi khí hậu, giảm phát thải và ngăn chặn suy giảm tài nguyên thiên nhiên.

Tiêu chuẩn xã hội (Social) liên quan đến tác động của doanh nghiệp đối với xã hội. Mỗi doanh nghiệp đều hoạt động trong một cộng đồng rộng lớn và đa dạng, vì vậy hoạt động kinh doanh và các vấn đề xã hội có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Các yếu tố này bao gồm quyền lao động và quyền con người, sự hòa nhập, bình đẳng và phát triển cộng đồng.

Tiêu chuẩn quản trị (Governance) về sự tuân thủ pháp luật và các tiêu chuẩn do các bên liên quan đề ra, được đo lường thông qua các hành động mà doanh nghiệp thực hiện nhằm đảm bảo quản trị công bằng, minh bạch, công bố thông tin đầy đủ, phòng chống tham nhũng, thúc đẩy sự đa dạng và tạo cơ hội bình đẳng.

2.2. Cơ sở lý luận về quản lý dự trữ ngoại hối

Khái niệm dự trữ ngoại hối

Theo Cẩm nang Cán cân thanh toán quốc tế của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF, 2009), dự trữ ngoại hối của một quốc gia được định nghĩa là tập hợp các tài sản có khả năng thanh khoản cao, có tính quốc tế, do ngân hàng trung ương hoặc cơ quan quản lý tiền tệ nắm giữ và quản lý. Mục đích của việc nắm giữ các tài sản này là nhằm tài trợ cho thâm hụt cán cân thanh toán, can thiệp bình ổn tỷ giá, củng cố niềm tin vào giá trị đồng nội tệ, hỗ trợ ổn định kinh tế vĩ mô và làm cơ sở cho việc thanh toán nghĩa vụ nợ quốc tế. Theo thông lệ quốc tế, Nguyễn Thị Nhung (2008) khái quát: dự trữ ngoại hối là toàn bộ tài sản định giá bằng ngoại tệ và vàng, có khả năng sử dụng ngay và thể hiện trên bảng cân đối của ngân hàng trung ương.

Về thành phần của dự trữ ngoại hối, Trần Kim Anh (2018) đã khái quát hoá các thành phần của dự trữ ngoại hối bao gồm: (i) Ngoại tệ mạnh dưới dạng tiền mặt, tiền gửi, chứng khoán có thể chuyển nhượng và các công cụ tài chính được định giá bằng ngoại tệ; (ii) Vàng tiền tệ thuộc sở hữu quốc gia, do ngân hàng trung ương nắm giữ như một tài sản tài chính; (iii) Quyền rút vốn đặc biệt (SDR): đơn vị tài khoản do IMF phát hành, không tồn tại vật lý,

được phân bổ dựa trên hạn ngạch góp vốn của các quốc gia thành viên; (iv) Hạn mức dự trữ tại IMF: bao gồm phần tiền mà quốc gia có thể rút từ IMF không kèm điều kiện và các khoản vay theo thỏa thuận vay chung; (v) Các tài sản ngoại hối khác, nếu đáp ứng tiêu chí thanh khoản và có thể sử dụng trong các giao dịch quốc tế.

Dưới góc độ quản lý dự trữ ngoại hối, các ngân hàng trung ương thường cân bằng ba mục tiêu chính: thanh khoản - an toàn - lãi suất (Nguyễn Thị Nhung, 2008; INSPIRE, 2022). Theo đó, cơ cấu dự trữ ngoại hối cần đảm bảo tính hợp lý theo nghĩa là tối đa hoá mức sinh lời trong vùng rủi ro cho phép. Về mối liên hệ trực tiếp giữa bảy mục tiêu sử dụng dự trữ ngoại hối với ba mục tiêu cốt lõi của quản lý dự trữ, Fender và cộng sự (2020) đã minh họa như Hình 1. Trong đó, sự đánh đổi giữa các mục tiêu này được thể hiện bằng ma trận 7x3, với mã màu để minh họa mức độ ưu tiên mà các nhà quản lý dự trữ có thể dành cho từng mục tiêu khác nhau, tương ứng với các mục tiêu sử dụng dự trữ cụ thể trong từng trường hợp.

Hình 1. Mối quan hệ giữa mục đích sử dụng và các mục tiêu quản lý dự trữ ngoại hối

(i) Can thiệp vào thị trường ngoại hối			
(ii) Thực hiện thanh toán cho hàng hoá, dịch vụ			
(iii) Thực hiện thanh toán cho chính phủ			
(iv) Cấp hỗ trợ thanh toán khẩn cấp			
(v) Hỗ trợ chính sách tiền tệ trong nước			
(vi) Cùng cổ niềm tin của nhà đầu tư vào trong nước			
(vii) Đầu tư dự trữ vượt mức			
	Thanh khoản	An toàn	Lãi suất
Mức độ liên quan			
	Thấp		Cao

Nguồn: Tác giả tạm dịch và minh họa từ Fender và cộng sự (2020)

Hình 1 cho thấy các mục đích sử dụng dự trữ khác nhau sẽ dẫn đến các chiến lược phân bổ danh mục khác nhau. Chẳng hạn, để thực hiện mục đích can thiệp vào thị trường ngoại hối, mục tiêu thanh khoản và an toàn được ưu tiên hàng đầu, trong khi với mục đích dự trữ vượt mức, mục tiêu lãi suất cần được ưu tiên cao.

2.3. Cơ sở khoa học của việc tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối của ngân hàng trung ương

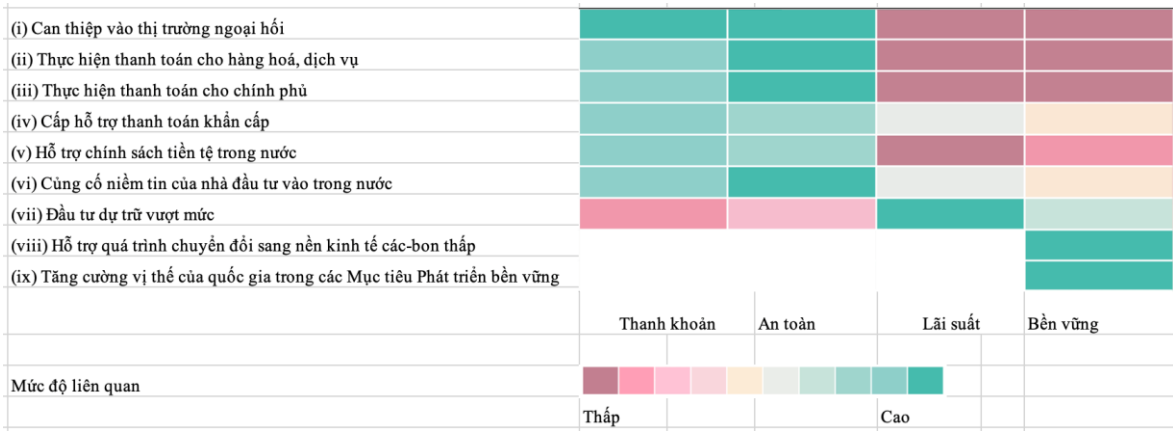
Bên cạnh ba mục tiêu cơ bản và truyền thống của quản lý dự trữ ngoại hối là thanh khoản - an toàn - lãi suất, việc tích hợp yếu tố bền vững vào hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối có thể đạt được mà không loại trừ các mục tiêu còn lại (Fender và cộng sự, 2020). Theo đó, có hai giải pháp tích hợp yếu tố bền vững vào hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối.

Một là, tích hợp rõ ràng (*explicit integration*). Cách tiếp cận này có thể được áp dụng nếu ngân hàng trung ương có khả năng xác lập rõ ràng tính bền vững như một trong những mục tiêu chính sách của việc nắm giữ dự trữ ngoại hối. Trong Hình 1, điều này đồng nghĩa với việc thêm một hoặc nhiều hàng mới, đại diện cho các mục đích sử dụng dự trữ như hỗ trợ quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế phát thải thấp, nhằm định hướng lựa chọn danh mục đầu tư. Trong thực tế, điều này có nghĩa là ngân hàng trung ương phải sửa đổi điều lệ hoặc các văn kiện quản trị cốt lõi.

Hai là, tích hợp ngầm định (*implicit integration*). Cách tiếp cận này liên quan đến việc tích hợp yếu tố bền vững vào quá trình thực hiện các mục tiêu kinh tế truyền thống của

dự trữ. Điều này đòi hỏi phải nhận diện các cách gián tiếp sự thiếu vắng yếu tố bền vững có thể ảnh hưởng đến các mục tiêu chính sách hiện tại của ngân hàng trung ương. Một yếu tố then chốt ở đây là quản lý rủi ro. Ví dụ, các ngân hàng trung ương sử dụng dự trữ ngoại hối để củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào quốc gia (Hình 1, hàng (vi)) có thể lựa chọn điều chỉnh danh mục đầu tư theo hướng ưu tiên các tài sản ít chịu rủi ro tài chính dài hạn hơn phát sinh từ biến đổi khí hậu. Một số ngân hàng trung ương còn có thể chọn cách “dẫn dắt”, bằng cách thiết lập các chuẩn mực đầu tư có trách nhiệm, tích hợp các tiêu chí liên quan đến khí hậu vào hoạt động của mình. Họ cũng có thể hướng đến giảm thiểu rủi ro danh tiếng trong trường hợp các rủi ro khí hậu trở thành hiện thực trong tương lai.

Hình 2. Mối quan hệ giữa mục đích sử dụng và các mục tiêu quản lý dự trữ ngoại hối có tích hợp yếu tố bền vững



Nguồn: Tác giả tạm dịch và minh hoạ từ Fender và cộng sự (2020)

Việc áp dụng một trong hai phương pháp này phụ thuộc chủ yếu vào yếu tố quản trị, đặc biệt là nhiệm vụ pháp lý của ngân hàng trung ương. Dù lựa chọn phương pháp tích hợp nào, việc tích hợp yếu tố bền vững vào quá trình quản lý dự trữ ngoại hối đều kéo theo những chi phí cơ hội. Hình 2 mô tả các chi phí cơ hội này.

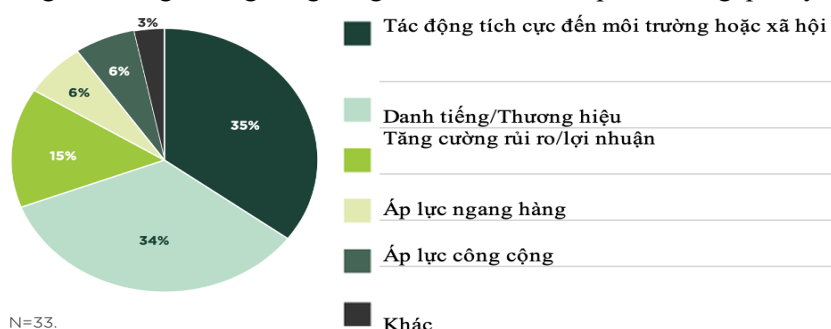
Về công cụ tích hợp: Dưới góc độ nhìn nhận tiềm năng xanh hóa các thành phần khác nhau của hoạt động ngân hàng trung ương để hỗ trợ xanh hóa nền kinh tế, World Bank (2021) mô tả Bộ công cụ cho các ngân hàng trung ương trong một số hoạt động chính, bao gồm chính sách tiền tệ và quản lý danh mục đầu tư. Theo đó, ESG được xem là một trong những công cụ để tích hợp mục tiêu bền vững trong hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối. Cụ thể, có thể xác định hai mục tiêu chính của SRI trong quản lý danh mục đầu tư của ngân hàng trung ương: (i) Mục tiêu tài chính: nhằm xử lý tác động của các rủi ro liên quan đến khí hậu và/hoặc ESG đối với danh mục đầu tư; và (ii) Mục tiêu phi tài chính: nhằm giải quyết tác động của danh mục đầu tư đối với môi trường và xã hội, song song với việc đạt được lợi nhuận tài chính. Tùy theo các mục tiêu trên, các ngân hàng trung ương có thể cân nhắc năm chiến lược SRI chính, bao gồm: (i) Sàng lọc tiêu cực (Negative screening): giới hạn phạm vi đầu tư dựa trên các tiêu chí loại trừ đã xác định trước; (ii) Chiến lược “best-in-class”: lựa chọn các tổ chức phát hành có hiệu quả ESG tốt nhất trong nhóm ngành hàng, thông qua sàng lọc tích cực hoặc điều chỉnh tỷ trọng theo chỉ số/ESG; (iii) Tích hợp ESG (ESG integration): đưa các yếu tố ESG có ảnh hưởng tài chính vào phân tích đầu tư nhằm cải thiện hồ sơ rủi ro - lợi suất của danh mục; (iv) Đầu tư tác động (Impact investing): nhằm tạo ra tác động tích cực, có chủ ý và có thể đo lường song song với lợi nhuận tài chính; (v) Thực thi quyền sở hữu và đối thoại (Voting and engagement): sử dụng quyền sở hữu để ảnh hưởng đến hành vi của doanh nghiệp trong các vấn đề ESG.

Tuy nhiên, Ngân hàng Thế giới nhấn mạnh, bộ công cụ này được khái quát từ kinh nghiệm của các quốc gia phát triển trên thế giới. Vì vậy, các nền kinh tế đang phát triển nên cân nhắc kỹ lưỡng bối cảnh quốc gia trước khi áp dụng. Một giải pháp thực tiễn hơn là tích hợp ESG vào chính sách đầu tư của ngân hàng trung ương, nhằm hỗ trợ các mục tiêu truyền thống là an toàn, thanh khoản và lợi suất. Cách tiếp cận này - được UNPRI (Nguyên tắc Đầu tư Có trách nhiệm của Liên Hợp Quốc) khuyến nghị áp dụng cho tất cả các nhà đầu tư tổ chức - ít gây tranh cãi hơn so với việc sửa đổi luật. UNPRI khuyến nghị rằng chính sách đầu tư nên nêu rõ lý do tổ chức theo đuổi đầu tư có trách nhiệm, cũng như mối liên hệ giữa các chiến lược ESG và mục tiêu tổng thể của tổ chức. Do đó, các chiến lược tích hợp ESG vẫn bảo đảm được an toàn và thanh khoản, không ảnh hưởng đến lợi suất, sẽ phù hợp với mục tiêu truyền thống. Một ví dụ tiêu biểu là đầu tư vào trái phiếu xanh có xếp hạng tín nhiệm cao và lợi suất hợp lý.

3. Xu hướng tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối tại một số quốc gia trên thế giới

Mặc dù tích hợp các yếu tố ESG vào khuôn khổ nói lỏng định lượng, chẳng hạn như ưu tiên mua trái phiếu doanh nghiệp của các công ty "xanh" vẫn còn đang có nhiều tranh luận trái chiều, nhưng việc triển khai ESG trong danh mục dự trữ ngoại hối lại nhận được sự đồng thuận cao từ các nhà quản lý dự trữ ngoại hối trên thế giới (Bouye và cộng sự, 2021). Dự trữ ngoại hối được đầu tư bằng ngoại tệ, và các danh mục thường được đa dạng hóa. Chúng chủ yếu được đầu tư vào các thị trường lớn và có tính thanh khoản cao, nên hiếm khi gây ra ảnh hưởng đến mục tiêu thanh khoản và an toàn. Do đó, các nhà quản lý dự trữ ngoại hối hoạt động tương tự như các nhà quản lý tài sản của một tổ chức nói chung. Việc áp dụng các nguyên tắc đầu tư bền vững trong trường hợp này chủ yếu là vấn đề đảm bảo sự tương thích với mục tiêu đầu tư của danh mục.

Hình 3. Các động lực của ngân hàng trung ương khi xem xét tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối



Chú thích: N là cỡ mẫu khảo sát

Nguồn: Bouye và cộng sự (2021)

Trên thực tế, kết quả khảo trong khuôn khổ Chương trình Quản lý Dự trữ (RAMP) về thực tiễn quản lý dự trữ của ngân hàng trung ương, được tổng hợp trong Báo cáo của Bouye và cộng sự (2021) cho thấy: 35% ngân hàng trung ương cho biết tác động tích cực về môi trường hoặc xã hội là lý do họ tích hợp ESG. 34% viện dẫn đến yếu tố uy tín và hình ảnh tổ chức. Chỉ 15% cho biết họ làm điều này để cải thiện hồ sơ rủi ro - lợi suất của danh mục đầu tư (Hình 3).

Tiến trình hướng tới quản lý dự trữ bền vững đang được triển khai trên toàn cầu. Một cuộc khảo sát được thực hiện vào năm 2020 cho thấy, từ 20% đến 50% các ngân hàng trung ương (tùy theo khu vực) đã áp dụng một hoặc nhiều biện pháp nhằm tích hợp yếu tố bền vững vào thực tiễn quản lý dự trữ của mình (BIS, 2021). Các khảo sát tương tự khác cũng cho kết quả khá đồng nhất: 26% số người tham gia khảo sát do Ngân hàng Thế giới thực hiện năm 2021 báo cáo rằng họ đã tích hợp các yếu tố Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) vào hoạt động đầu tư (Bouye và cộng sự, 2021). Một khảo sát khác cho thấy tỷ lệ tương tự là 28% ngân hàng trung

ương được khảo sát, đã thực hành tích hợp ESG và/hoặc sàng lọc tiêu cực (OMFIF, 2021). Điều này cho thấy tỷ lệ các ngân hàng trung ương tích hợp yếu tố bền vững đã tiếp tục tăng lên.

Ngoài ra, số lượng ngân hàng trung ương cho biết đã áp dụng các thực tiễn đầu tư có trách nhiệm xã hội (SRI) trong danh mục chính sách của họ đã tăng từ 46% lên 62% trong giai đoạn từ năm 2019 đến 2020 (NGFS, 2020). Con số này cho thấy một bước tiến rõ rệt so với kết quả khảo sát của Ngân hàng Thế giới năm 2018, khi chỉ có 11% các nhà quản lý dự trữ cho biết đã tích hợp các yếu tố ESG vào khung đầu tư của mình.

Bên cạnh đó, theo Carneiro và cộng sự (2021), gần một nửa đối tượng được khảo sát cho biết họ không thực hiện cũng không có kế hoạch thực hành ESG trong hoạt động đầu tư vào danh mục dự trữ. Thực trạng này bắt nguồn từ thực tế rằng các ngân hàng trung ương chủ yếu tập trung vào tài sản thu nhập cố định có chất lượng cao, trong khi công cụ và chiến lược thực hành ESG còn hạn chế. Mặc dù vậy, Carneiro và cộng sự (2021) vẫn nhấn mạnh, gần một phần ba ngân hàng trung ương đang xem xét việc tích hợp ESG, cho thấy rằng xu hướng mở rộng việc tích hợp ESG trong hoạt động của ngân hàng trung ương trong tương lai, bao gồm hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối.

a) Về các chiến lược tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối

Theo Carneiro và cộng sự (2021), đầu tư tác động (impact investing) thông qua trái phiếu xanh, trái phiếu xã hội và trái phiếu bền vững là chiến lược ESG được các ngân hàng trung ương ưa chuộng nhất (Bảng 1). Hai phần ba ngân hàng trung ương đã triển khai ESG dù dưới hình thức chính sách đầu tư hay khung đầu tư cho biết, họ đã mua các loại trái phiếu theo chủ đề do các tổ chức thuộc nhóm SSA (Chính phủ, Cơ quan Nhà nước và Tổ chức Siêu quốc gia) phát hành. Khoảng một phần ba trong số này cũng đã mua trái phiếu doanh nghiệp có nhãn ESG.

Bảng 1. Các chiến lược tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối của ngân hàng trung ương (tính bằng phần trăm trong tổng số ngân hàng trung ương có tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối)

	Đơn vị: (%)			
	Trái phiếu chính phủ/SSA	Trái phiếu doanh nghiệp	Trái phiếu có lãi suất cao	Trái phiếu vốn chủ sở hữu
Sàng lọc tiêu cực/loại trừ	32	45	10	32
Sàng lọc tích cực	16	16	0	6
Tích hợp ESG	23	35	10	16
Đầu tư tác động (trái phiếu xanh, trái phiếu xã hội, trái phiếu bền vững)	68	35	3	NA
Đầu tư tác động khác với trái phiếu xanh, trái phiếu xã hội, trái phiếu bền vững	6	3	0	3
Quyền sở hữu và khuyến khích tích cực	3	10	3	19
N=31				

Nguồn: Khảo sát RAMP lần thứ ba về Thực hành Quản lý dự trữ của các ngân hàng trung ương, trích dẫn bởi Carneiro và cộng sự (2021)

Một chiến lược phổ biến khác là sàng lọc tiêu cực (negative screening), chủ yếu được áp dụng cho: Trái phiếu doanh nghiệp (45% các ngân hàng trung ương có ESG); Trái phiếu chính phủ (32%); Và cổ phiếu (32%). Một phần ba số người được khảo sát trong nhóm này cũng cho biết họ sử dụng chiến lược tích hợp ESG (ESG integration) khi đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp.

b) Xây dựng chính sách ESG cho quản lý dự trữ ngoại hối

Như đã nêu ở trên, với cơ cấu hiện tại của tài sản dự trữ, khả năng triển khai toàn bộ các chiến lược ESG trong danh mục dự trữ ngoại hối là khá hạn chế. Các loại trái phiếu

chính phủ như Bunds của Đức, trái phiếu chính phủ Nhật Bản (JGBs) và Trái phiếu Kho bạc Mỹ (U.S. Treasuries) giữ vai trò tham chiếu truyền thống và chiếm tỷ trọng lớn trong danh mục dự trữ (Bouye và cộng sự, 2021; UNPRI, 2019). Tùy thuộc vào nhu cầu thanh khoản và mức chấp nhận rủi ro, các ngân hàng trung ương có thể buộc phải tập trung đầu tư vào các thị trường này, ngay cả khi các tiêu chuẩn ESG không được đảm bảo.

Trong bối cảnh đó, giải pháp khả thi duy nhất là nhiều chính phủ đi theo mô hình của Đức và phát triển thị trường trái phiếu xanh có tính thanh khoản cao. Ngoài ra, việc tăng tỷ trọng đầu tư vào các quốc gia có điểm ESG trung bình cao hơn (như các nước Bắc Âu) được cho là không khả thi, do quy mô thị trường trái phiếu chính phủ tại các nước này quá nhỏ, không thể đáp ứng được nhu cầu của nhiều ngân hàng trung ương. Do đó, chiến lược phù hợp nhất hiện nay là đầu tư tác động thông qua danh mục trái phiếu bền vững do các tổ chức SSA phát hành. Tuy nhiên, quy mô tiềm năng của danh mục này còn nhỏ do vốn hóa thị trường thấp trong khi nhu cầu từ nhà đầu tư lại lớn (Bouye và cộng sự, 2021).

Mặc dù đa dạng hóa danh mục là rất quan trọng, việc lựa chọn loại tài sản đủ điều kiện đảm bảo các nguyên tắc như an toàn, thanh khoản và xem xét việc đáp ứng tiêu chuẩn ESG thường được tách biệt và được thực hiện theo trình tự hợp lý. Việc lựa chọn loại tài sản đầu tư nào cũng thường được dựa trên khả năng chấp nhận rủi ro và năng lực vận hành của ngân hàng trung ương. Với các ngân hàng trung ương mà trái phiếu doanh nghiệp hoặc cổ phiếu không phải là loại tài sản đủ điều kiện, thì việc bổ sung chỉ số trái phiếu doanh nghiệp có xu hướng ESG sẽ làm gia tăng rủi ro danh mục, vì trái phiếu doanh nghiệp có rủi ro tín dụng cao hơn trái phiếu chính phủ.

Kinh nghiệm tích hợp ESG trong thúc đẩy xanh hoá quản lý dự trữ ngoại hối ở các quốc gia trên thế giới cũng cho thấy một số yếu tố có thể cản trở hoặc làm chậm quá trình xây dựng chính sách của ngân hàng trung ương như: Các rào cản pháp lý liên quan tới các loại tài sản được phép đầu tư; Thiếu sự ủng hộ từ các bên liên quan; Thiếu đa dạng hóa danh mục đầu tư, làm hạn chế dư địa để áp dụng ESG; Mức dự trữ thấp hoặc danh mục có kỳ hạn rất ngắn; Hạn chế về năng lực quản trị đối với quá trình triển khai tích hợp ESG.

4. Một số hàm ý chính sách về tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối ở Việt Nam

4.1. Định hướng chiến lược phát triển ngành ngân hàng ở Việt Nam

Chiến lược phát triển ngành Ngân hàng Việt Nam đến năm 2025, định hướng đến năm 2030 đã khẳng định hệ thống tiền tệ, ngân hàng và hoạt động của các tổ chức tín dụng là huyết mạch của nền kinh tế. Ổn định hoạt động của hệ thống tổ chức tín dụng là điều kiện tiên quyết để ổn định kinh tế vĩ mô, tăng trưởng bền vững và phải được bảo đảm bằng sự phối hợp đồng bộ, hiệu quả giữa chính sách tiền tệ với chính sách tài khóa và các chính sách kinh tế vĩ mô khác. Trong đó, tín dụng xanh được đánh giá là chìa khóa để nguồn vốn tín dụng đi đến các dự án xanh, góp phần quan trọng thực hiện tốt chiến lược tăng trưởng kinh tế xanh ở Việt Nam. Các nhà nghiên cứu cũng như các nhà hoạch định chính sách đều đồng quan điểm cho rằng, trong kỷ nguyên vươn mình của đất nước, phát triển kinh tế tư nhân là xu hướng cần được thúc đẩy mạnh mẽ (Võ Thị Mỹ Hương, 2022). Trong đó, nguồn vốn tín dụng đóng vai trò then chốt giúp thúc đẩy sự bứt phá của kinh tế tư nhân theo hướng xanh hoá. Do đó, phát triển ngân hàng xanh tại Việt Nam với mục tiêu là tăng cường nhận thức và trách nhiệm xã hội của hệ thống ngân hàng đối với việc bảo vệ môi trường, chống biến đổi khí hậu, từng bước xanh hóa hoạt động ngân hàng, hướng dòng vốn tín dụng vào việc tài trợ dự án thân thiện với môi trường, thúc đẩy các ngành sản xuất, dịch vụ và tiêu dùng xanh, năng lượng sạch và năng lượng tái tạo; góp phần tích cực thúc đẩy tăng trưởng xanh và phát triển bền vững.

4.2. Chính sách quản lý dự trữ ngoại hối ở Việt Nam

Ngày 09 tháng 8 năm 2024, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã ban hành Thông tư 43/2024/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 01/2014/TT-NHNN ngày 10 tháng 12 năm 2014 của Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hướng dẫn việc tổ chức thực hiện hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối nhà nước. Theo đó, Thông tư 43/2024/TT-NHNN đã sửa đổi, bổ sung quy định tiêu chuẩn lựa chọn đối tác đầu tư bao gồm: Tiêu chuẩn lựa chọn đối tác gửi ngoại tệ và vàng; Đối tác phát hành chứng khoán, giấy tờ có giá bằng ngoại tệ; Đối tác giao dịch ngoại tệ và vàng; Đối tác giao dịch chứng khoán, giấy tờ có giá; Đối tác lưu ký chứng khoán, giấy tờ có giá và vàng; Đối tác thực hiện ủy thác đầu tư và đối tác thực hiện các hình thức đầu tư khác trên thị trường quốc tế theo mức xếp hạng của các tổ chức xếp hạng tín nhiệm có uy tín trên thị trường quốc tế được Ngân hàng Nhà nước lựa chọn để tham chiếu (Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, 2024). Mặc dù quy định này chưa phản ánh sự tích hợp yếu tố bền vững trong quản lý dự trữ ngoại hối, nhưng việc lựa chọn dựa trên tiêu chí mức xếp hạng tín nhiệm của các tổ chức quốc tế có thể trở thành tiêu chí giúp tích hợp tính bền vững trong hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối ở Việt Nam, trong bối cảnh các tổ chức quốc tế và các quốc gia trên thế giới đã và đang hướng tới mục tiêu xanh hoá hoạt động của các ngân hàng trung ương.

4.3. Hàm ý chính sách cho Việt Nam trong tích hợp ESG vào hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối

Trong bối cảnh Việt Nam đang tích cực hội nhập quốc tế và cam kết thực hiện các mục tiêu phát triển bền vững, việc nghiên cứu tích hợp ESG nhằm xanh hoá hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối được đánh giá là có vai trò dẫn dắt trong xu hướng xanh hoá hệ thống ngân hàng, góp phần quan trọng trong việc khẳng định vai trò của hệ thống ngân hàng trong ổn định kinh tế vĩ mô và hỗ trợ thúc đẩy tăng trưởng xanh. Tại Việt Nam, với định hướng chiến lược phát triển ngành ngân hàng như phân tích ở trên đã cho thấy, việc tích hợp ESG trong hoạt động của Ngân hàng Nhà nước cũng như xu hướng xanh hoá hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối, được đánh giá là phù hợp với chiến lược phát triển của ngành ngân hàng trong thời gian tới.

Tuy nhiên, do tính chất đánh đổi giữa một số mục tiêu của quản lý dự trữ ngoại hối, việc tích hợp ESG trong hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối ở Việt Nam cần bám sát các mục tiêu truyền thống trong công tác quản lý dự trữ ngoại hối. Bên cạnh đó, trong dài hạn, Việt Nam cần tiếp cận có lộ trình các chiến lược tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối một cách linh hoạt theo phương pháp tích hợp ngầm định như xu hướng hiện nay tại một số quốc gia trên thế giới, nhằm góp phần thúc đẩy xanh hoá hệ thống tài chính nói riêng và thúc đẩy thực hiện mục tiêu tăng trưởng xanh nói chung. Công cụ tích hợp cần được xem xét kỹ lưỡng về mục tiêu có đa dạng hoá danh mục dự trữ xanh hay không, loại hình đầu tư nào nên được chú trọng để cân đối giữa các mục tiêu truyền thống và mục tiêu bền vững trong hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối. Cơ sở khoa học về khả năng tích hợp ESG trong hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối cho thấy, mặc dù có sự đánh đổi nhưng việc tích hợp này không hy sinh hoàn toàn các mục tiêu truyền thống. Do đó, Việt Nam cần xây dựng chiến lược phù hợp với đặc điểm đặc thù của quốc gia, nhằm hoàn thiện các khung pháp lý cơ bản cho việc tích hợp ESG trong quản lý hoạt động dự trữ ngoại hối nói riêng và xu hướng xanh hoá hoạt động của ngân hàng trung ương nói chung.

Bên cạnh đó, kinh nghiệm quốc tế cho thấy, đưa trái phiếu xanh vào danh mục dự trữ ngoại hối là một trong những phương pháp tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối của các ngân hàng trung ương. Tuy nhiên, cho đến nay, tiêu chí cũng như các quy định quản lý trái phiếu xanh ở Việt Nam vẫn còn những hạn chế nhất định. Vì vậy, cần tiếp tục hoàn thiện các quy định quản lý cũng như xây dựng bộ tiêu chí đánh giá trái phiếu xanh. Từ đó, tạo tiền đề thực hiện tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối thông qua công cụ này.

5. Kết luận

Trên cơ sở hệ thống hoá các khái niệm có liên quan đến ngân hàng xanh và dự trữ xanh, cũng như khái quát hoá về bộ tiêu chuẩn ESG, bài viết đã tổng hợp và phân tích cơ sở khoa học của việc tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối của ngân hàng trung ương. Kết quả phân tích đã cho thấy sự đánh đổi nhưng không phải đánh đổi hoàn toàn giữa mục tiêu bền vững với các mục tiêu truyền thống của hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối. Đồng thời, kinh nghiệm quốc tế cũng cho thấy, tích hợp ESG và các mục tiêu phát triển bền vững trong hoạt động dự trữ ngoại hối đã và đang là xu hướng được triển khai ở một số quốc gia trên thế giới. Trên cơ sở đó, cùng với việc khái quát về chính sách quản lý dự trữ ngoại hối ở Việt Nam, bài viết đã thảo luận một số định hướng chính sách nhằm thúc đẩy tích hợp ESG trong quản lý dự trữ ngoại hối ở Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Ballon Carneiro, M., Hong, D., Klingebiel, D. M., Herrero Montes, C. M., & Ruiz Gil, M. A. (2021). *Central Bank Reserve Management Practices: Insights into Public Asset Management*.
- Bolton, P., Despres, M., Pereira da Silva, L. A., Samama, F., & Svartzman, R. (2020)., *The green swan: Central banking in the age of climate change*.
- Bouye, E., Klingebiel, D., & Ruiz, M. (2021). *Environmental, social, and governance investing: A primer for central banks' reserve managers*. Washington, DC: World Bank, 10, 36285.
- European Central Bank – ECB (2019)., *Climate change and financial stability*, Financial Stability Review.
- Fender, I, M McMorro, V Sahakyan and O Zulaica. (2019). *Green bonds: the reserve management perspective*, BIS Quarterly Review, September. pp. 49–63.
- Fender, I., McMorro, M., Sahakyan, V., & Zulaica, O. (2020). *Reserve management and sustainability: the case for green bonds*.
- IMF. (2009). *Balance of payments and international investment position manual 6th Edition-BPM6*, IMF.
- Liên Hợp Quốc. (2018)., *Báo cáo của Hội nghị các Bên tham gia Thỏa thuận Paris về biến đổi khí hậu phần thứ ba của phiên thứ nhất, tổ chức tại Katowice từ ngày 2 đến ngày 15, tháng 12, năm 2018*.
- Network for Greening the Financial System - NGFS. (2019). *A call for action: climate change as a source for financial risk*, April.
- NGFS (Network for the Greening of the Financial System). (2019). *A sustainable and responsible investment guide for central banks' portfolio management*, NGFS Secretariat, Paris, France.
- NGFS (Network for the Greening of the Financial System). (2020). *Progress Report on the Implementation of Sustainable and Responsible Investment Practices in Central Banks' Portfolio Management*, NGFS Secretariat, Paris, France.
- Nguyễn Thị Nhung. (2008). *Kinh nghiệm quản lý dự trữ ngoại hối một số nước và một số đề xuất với Việt Nam*. <https://sti.vista.gov.vn/projects/kqnv/quan-ly-du-tru-ngoai-hoi-nha-nuoc-kinh-nghiem-quoc-te-va-khuyen-nghi-cho-viet-nam-127968.html>
- Official Monetary and Financial Institutions Forum [OMFIF]. (2021). *Global Public Investor 2021*, London. <https://www.omfif.org/wp-content/uploads/2021/07/GPI-2021.pdf>
- Pereira D. S. L. (2019). *Research on climate-related risks and financial stability: An epistemological break*, BIS management speeches, May.
- Thời báo Ngân hàng. (2024), *Nhiều điểm mới trong hoạt động quản lý dự trữ ngoại hối nhà nước*. <https://thoibaonganhang.vn/nhieu-diem-moi-trong-hoat-dong-quan-ly-du-tru-ngoai-hoi-nha-nuoc-154659.html>
- Trần Kim Anh. (2018). *Tác động của dự trữ ngoại hối đến ổn định kinh tế vĩ mô ở Việt Nam* [Luận án Tiến sĩ Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân].
- UNPRI (United Nations Principles for Responsible Investment). (2019)., *A Practical Guide to ESG Integration in Sovereign Debt*, PRI Association, London. <https://www.unpri.org/download?ac=9696>.
- Võ Thị Mỹ Hương. (2022). *Thực thi trách nhiệm thúc đẩy phát triển tín dụng xanh của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam*. *Tạp chí Ngân hàng*.
- Volz, U. (2017). *On the role of central banks in enhancing green finance*. UNEP Inquiry Working Paper, February.
- World Bank. (2021). *Toolkits for Policymakers to Green the Financial System*.