



KINH NGHIỆM QUỐC TẾ TRONG VIỆC ĐIỀU TIẾT CÁC DÒNG VỐN NƯỚC NGOÀI VÀ MỘT SỐ BÀI HỌC CHO VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Thị Vũ Hà *

Mặc dù các dòng vốn vào đã đem lại những lợi ích nhất định cho các nước tiếp nhận, nhưng sự gia tăng quá mức dòng vốn vào lại tạo ra các bất ổn vĩ mô và rủi ro ổn định tài chính như tạo áp lực tăng giá nội tệ (ảnh hưởng xấu đến cạnh tranh cũng như rủi ro tiền tệ đến một số bảng cân đối tài sản), thổi phồng tín dụng, tăng giá tài sản và có thể khuếch đại sự yếu ớt của hệ thống tài chính. Vậy, các nước đã đối phó với những biến động quá mức của các dòng vốn nước ngoài chảy vào trong nước như thế nào? Bài viết này tổng quan lại các biện pháp đã được các nước đang phát triển sử dụng để điều tiết và kiểm soát các dòng vốn vào để từ đó đưa ra một số bài học cho Việt Nam trong việc quản lý và điều tiết các dòng vốn nước ngoài vào trong nước.

Các nước được lựa chọn để nghiên cứu bao gồm Brazil, Thái Lan và Trung Quốc, bởi vì đây là những nước chịu ảnh hưởng khá rõ nét từ sự biến động các dòng vốn nước ngoài. Các dòng vốn vào các nước này cũng khá khác biệt nhau, mức độ mở cửa tài khoản vốn cũng khác nhau và do đó, các chính sách đối phó cũng khác nhau và hiệu quả của chính sách đối phó các dòng vốn vào cũng khác nhau. Thời gian nghiên cứu kinh nghiệm của các nước là từ năm 2006 - 2011, đây là thời kỳ biến động mạnh các dòng vốn nước ngoài vào các nước này.

* Trường Đại học Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội

Hình 1.1: Các dòng vốn nước ngoài vào Brazil giai đoạn 2006Q1-2012Q2 (tỷ USD)



Nguồn: NHTW Brazil

1. Kinh nghiệm của Brazil

Với một thị trường vốn phát triển, mức lãi suất cao và tăng trưởng kinh tế nhanh sau khủng hoảng năm 2008, Brazil đã thu hút được một lượng lớn các dòng vốn nước ngoài chảy vào. Dòng vốn nước ngoài chảy vào Brazil đặc biệt tăng nhanh trong giai đoạn từ quý I năm 2009 (có giá trị là 3 tỷ USD) đến quý IV năm 2010 (có giá trị là 52 tỷ USD). Sau đó, các dòng vốn này có xu hướng giảm nhẹ từ quý I năm 2011. Tổng dòng vốn nước ngoài chảy vào Brazil năm 2011 là 133 tỷ USD. Tổng vốn nước ngoài vào Brazil cũng chiếm phần lớn trong tổng số lượng vốn đầu tư vào khu vực Mỹ Latin.

Cấu trúc vốn nước ngoài vào Brazil có biến động tương đối lớn kể từ quý I năm 2006 đến quý IV năm 2011. Vốn FDI chiếm tỷ trọng tương đối lớn ở Brazil. Tỷ trọng của dòng vốn FDI có xu hướng tăng lên ngay cả khi vốn đầu tư khác và vốn FPI rút ra khỏi Brazil trong quý IV năm 2008 và quý I năm 2009. Tuy nhiên, cuối năm 2009 và đầu

năm 2010 thì vốn FDI có xu hướng giảm sau đó lại tăng lên trong năm 2011. (Hình 1.1)

Vốn FPI cũng chiếm tỷ trọng tương đối lớn ở Brazil nhưng dòng vốn này rất biến động. Quý IV năm 2008 và quý I năm 2009, vốn FDI ròng chảy ra khỏi Brazil với tỷ trọng tương đối lớn. Tuy nhiên, dòng vốn này đã phục hồi và tăng trưởng mạnh trong hai quý tiếp theo. Quý I năm 2010, vốn FPI một lần nữa lại giảm và đến những tháng cuối năm thì lại tăng lên. Tuy nhiên, bước sang năm 2011 thì tỷ trọng vốn FPI suy giảm mạnh và chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong tổng số dòng vốn nước ngoài vào Brazil. (Hình 1.2)

Biến động lớn trong các dòng vốn nước ngoài chảy vào Brazil đã khiến cho giá trị của đồng *real* của Brazil biến động mạnh cả về giá trị danh nghĩa lẫn giá trị thực tế mà đỉnh điểm là trong giai đoạn 2008 - 2009. Kể từ năm 2008, tỷ giá hối đoái (TGHĐ) danh nghĩa ở Brazil đã có chiều hướng suy giảm, tuy nhiên, do biến động dòng vốn nước ngoài chảy vào nên tỷ giá



Xét trên tiêu chí thời hạn thì các dòng vốn nước ngoài chảy vào Brazil chủ yếu là vốn trung và dài hạn. Vốn ngắn hạn chiếm tỷ trọng rất nhỏ và trong giai đoạn từ 2008 - 2011 lại chảy ra khỏi Brazil.

Nguồn: IFS

Hình 1.2: Vốn trung và dài hạn và vốn ngắn hạn ở Brazil (tỷ \$)



danh nghĩa đã tăng mạnh trong năm 2008 sau đó tiếp tục suy giảm cho đến năm 2010. Đồng *real* của Brazil (BRL) đã mất giá thực tế trong năm 2008 và lên giá thực tế mạnh trong năm 2009. Bên cạnh tác động tới tỷ giá thì các dòng vốn nước ngoài chảy vào Brazil không có nhiều tác động lớn tới thị trường tài sản nội địa. Tín dụng ngân hàng ở Brazil tăng nhanh trong suốt năm 2010 nhưng 43% tăng trưởng tín dụng năm 2010 là nhờ vào chính sách tài khóa mở rộng của ngân hàng trung ương (NHTW) chứ không phải do biến động dòng vốn vào. Sự tăng trưởng tín dụng nhanh chóng đã dẫn tới sự tăng giá tại các khu vực nội đô, tuy nhiên, theo IMF, hiện tượng này gần như nằm ngoài

và không có liên quan tới các dòng vốn vào. (Hình 1.3, 1.4)

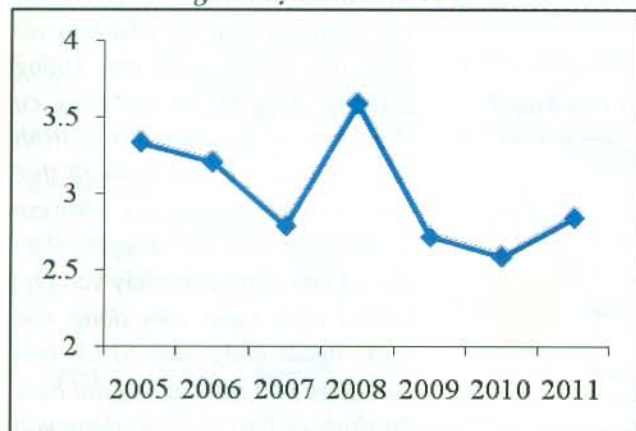
Dòng vốn nước ngoài chảy vào và các tác động của nó đã ảnh hưởng tới việc hoạch định chính sách của Brazil. Để đối phó với sự gia tăng nhanh chóng của các dòng vốn nước ngoài chảy vào, Brazil đã can thiệp trên thị trường ngoại hối giao ngay với mức 41 tỷ USD vào năm 2010, khiến cho dự trữ đạt mức cao nhất trong lịch sử với 287 tỷ USD (tương đương 17 tháng nhập khẩu và 600% nợ ngắn hạn) vào cuối năm 2010. Gần đây, NHTW Brazil đã tiếp tục can thiệp vào thị trường ngoại hối. Tuy nhiên, đồng tiền Brazil vẫn bị tăng giá một cách đáng kể trong thời kỳ hậu khủng hoảng: kể từ khi chạm

đáy vào tháng 12 năm 2008.

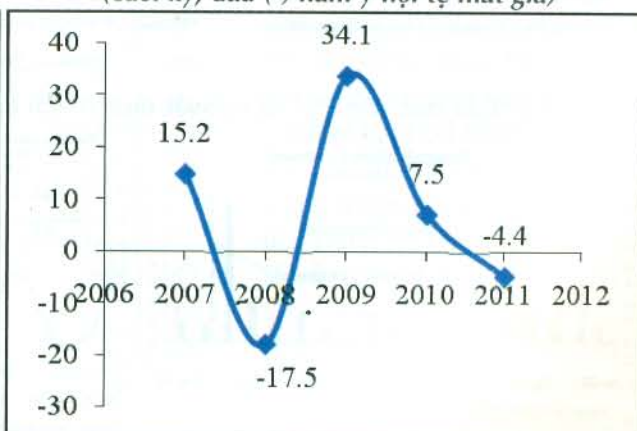
Bên cạnh việc can thiệp vào thị trường ngoại hối, bắt đầu từ tháng 12/2010, NHTW Brazil (BCB) đã bắt đầu thắt chặt các biện pháp thận trọng và các biện pháp kiểm soát vốn. Khi ban hành các biện pháp này, BCB đã nêu rõ, mục tiêu của các biện pháp này là nhằm nối lỏng áp lực cho chính sách tiền tệ. Một trong những biện pháp được Brazil đưa ra đó là đánh thuế vào các dòng vốn vào (IOF¹). Đây là biện pháp đóng vai trò trung tâm trong việc xử lý dòng vốn vào lớn trong suốt thời kỳ phục hồi sau khủng hoảng.

Trước khủng hoảng, IOF được áp dụng đối với dòng thu nhập cố định (với lãi suất 1,5%) trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 10/2008 - giai đoạn dòng vốn nước ngoài chảy vào Brazil đạt đỉnh thời kỳ tiền khủng hoảng. Sau khi chạm đáy khủng hoảng, các dòng vốn nước ngoài tiếp tục chảy vào Brazil nên vào ngày 19/10/2009, IOF được áp dụng với mức tỉ suất cao hơn (lãi suất là 2%) và với phạm vi áp dụng rộng hơn - bao gồm cả dòng luân chuyển tài sản trong mục thu nhập gián tiếp. Mức thuế đối với thu nhập cố định cũng được tăng lên đến

Hình 1.3: Diễn biến TGHĐ danh nghĩa USD/BRL giai đoạn 2005 - 2011



Hình 1.4: TGHĐ thực tế (cuối kỳ, dấu (-) hàm ý nội tệ mất giá)



Nguồn: IFS



4% vào ngày 04/10/2010 và tăng lên mức 6% vào 18/10/2010. IOF cũng được tăng lên mức 6% từ mức 0,38% cùng ngày đối với các khoản ký quỹ của các giao dịch phái sinh, bao gồm cả giao dịch ngoại hối tương lai.

Theo đánh giá của IMF, IOF đã không có ảnh hưởng rõ ràng và lâu dài đến TGHĐ và mức độ ảnh hưởng khác nhau tại mỗi thời điểm áp dụng IOF. Diễn biến TGHĐ tại thời điểm IOF được áp dụng vào tháng 3/2008, tháng 10/2009 và tháng 10/2010 cho thấy, trong giai đoạn đầu áp dụng tăng cường IOF (tháng 3/2008 và tháng 10/2009), đồng nội tệ của Brazil đã mất giá. Tuy nhiên, đến giai đoạn cuối (tháng 10/2010), khi mức thuế tăng lên thì tác động chống lại sự lên giá nội tệ của IOF chỉ tồn tại trong thời gian ngắn. (Hình 1.5)

Tuy không hiệu quả đối với tỷ giá

hối đoái, nhưng IOF đã góp phần làm giảm thiểu rủi ro, do các thành viên tham gia thị trường quan ngại rằng IOF sẽ làm giảm tốc độ gia tăng dòng vốn nước ngoài chảy vào Brazil. IOF cũng có tác động tới cấu trúc của các dòng vốn nước ngoài. IOF đã khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào thị trường tương lai trong năm 2010 và những hoạt động này đã khuyến khích các nhà đầu tư trong nước, đặc biệt là các ngân hàng ở vị thế đối lập với vị thế của các nhà đầu tư nước ngoài, giúp họ vay mượn trên thị trường chứng khoán nhằm tìm kiếm lợi nhuận từ chênh lệch lãi suất. (Hình 1.6)

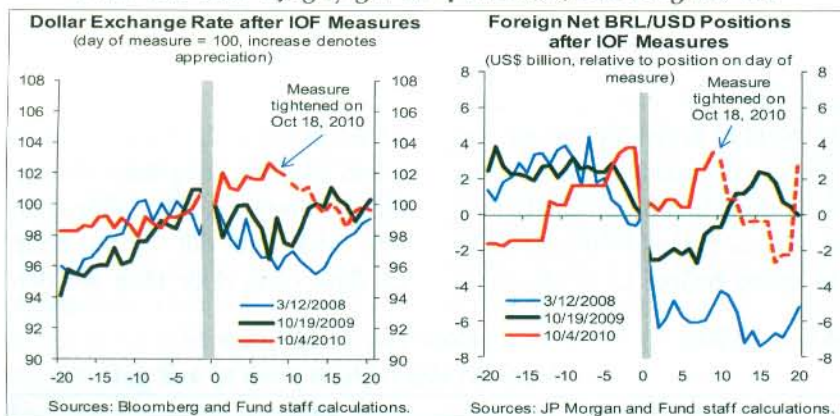
Bên cạnh IOF thì Brazil cũng áp dụng các biện pháp thận trọng vĩ mô. Cụ thể là vào đầu tháng giêng 2011, BCB đưa ra gói dự trữ bắt buộc 60% đối với dự trữ ngắn hạn trên thị trường giao ngay của các

ngân hàng nếu con số này vượt mức 3 tỷ USD. Biện pháp mới này đã làm giảm lợi nhuận của các ngân hàng địa phương bằng cách tác động đến chi phí và làm giảm các lỗ hổng có thể xảy ra trong lĩnh vực ngân hàng.

Như vậy, có thể thấy, trong điều kiện hội nhập tài chính sâu rộng, với chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi thì Brazil không thể độc lập chính sách tiền tệ hoàn toàn. Chính vì vậy, để đối phó với các dòng vốn nước ngoài chảy vào, Brazil chỉ có thể lựa chọn một số công cụ để điều tiết. Đó là để nội tệ lên giá danh nghĩa, can thiệp vào thị trường ngoại hối bằng cách tăng dự trữ nhưng không thực hiện các biện pháp trung hòa hóa; đánh thuế vào các giao dịch ngoại hối và quy định dự trữ ngoại hối bắt buộc. Các biện pháp này đã góp phần giảm bớt áp lực lên tỷ giá hối đoái thực tế, giảm thiểu rủi ro cho hệ thống tài chính ở Brazil. Đồng thời các biện pháp này đã làm giảm bớt dòng vốn FPI chảy vào Brazil, thay đổi cơ cấu các dòng vốn theo hướng ngày càng gia tăng các dòng vốn trung và dài hạn vào Brazil.

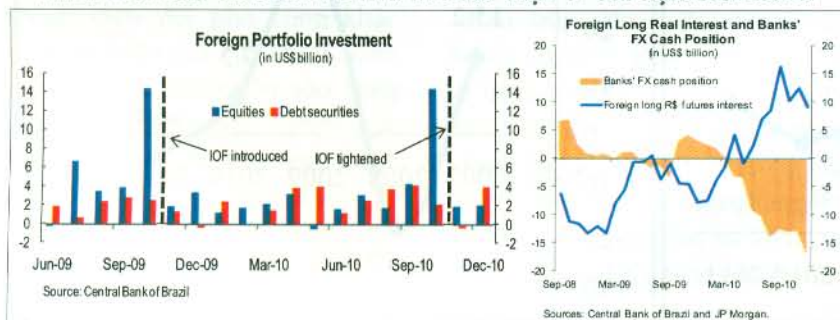
Bài học kinh nghiệm chủ yếu của Brazil mà Việt Nam có thể học hỏi là: 1) Xác định rõ các mục tiêu chính sách (căn cứ vào lý thuyết Bộ ba bất khả thi); 2) Lựa chọn các công cụ điều tiết phù hợp với mục tiêu chính sách chứ không phải áp dụng tất cả các công cụ điều tiết; 3) Áp dụng có lộ trình các công cụ và quy định rõ thời gian hết hạn áp dụng các công cụ; 4) Áp dụng điều tiết là nhằm thay đổi cơ cấu dòng vốn chảy vào chứ không phải ngăn cản dòng vốn nước ngoài chảy vào; 5) Ưu tiên các dòng vốn nước ngoài dài hạn, ổn định và hạn chế các dòng vốn nước ngoài ngắn hạn.

Hình 1.5: Biến động tỷ giá và vị thế USD/BRL ròng sau IOF



Nguồn: IMF 2011

Hình 1.6: Cấu trúc vốn FDI và lãi suất thực tế dài hạn của Brazil



Nguồn: IMF 2011



2. Kinh nghiệm của Thái Lan

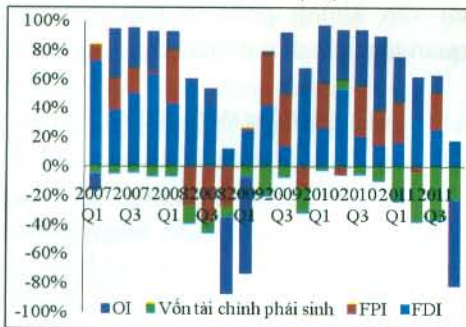
Các dòng vốn nước ngoài vào Thái Lan đã gia tăng mạnh mẽ kể từ đáy khủng hoảng vào năm 2008. Năm 2010, tổng dòng vốn nước ngoài ròng vào Thái Lan là gần 32,8 tỷ USD. Tuy nhiên, bước sang năm 2011 thì tổng dòng vốn nước ngoài vào Thái Lan có xu hướng giảm xuống, tổng giá trị năm 2011 là 18,8 tỷ USD². (Hình 1.7, 1.8)

Giai đoạn trước đáy khủng hoảng (quý IV năm 2008), tỷ trọng vốn FDI vào Thái Lan là lớn nhất so với các dòng vốn khác. Tuy nhiên, sau quý IV năm 2008 thì tỷ trọng của dòng vốn này đã có sự suy giảm rõ rệt. Vốn đầu tư khác ở Thái Lan chiếm tỷ lệ nhỏ trong những quý trước đáy khủng hoảng nhưng tỷ

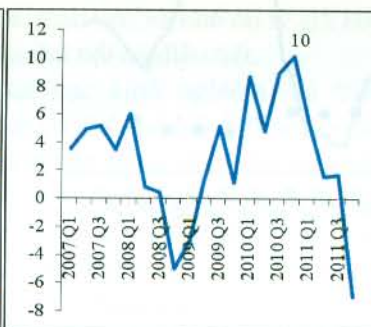
trọng này, xét về giá trị tuyệt đối, lại có xu hướng tăng lên trong những quý sau. Trước quý IV năm 2008, đầu tư khác chảy vào Thái Lan, nhưng sau thời điểm này, thì nó chảy ngược ra khỏi Thái Lan với tỷ trọng lớn đặc biệt là trong các quý IV năm 2008, quý I năm 2009 và quý IV năm 2011. Vốn tài chính phái sinh chủ yếu là chảy ra khỏi Thái Lan trong cả thời kỳ và dường như với tỷ trọng càng ngày càng lớn. (Hình 1.9)

Khác với giai đoạn trước khủng hoảng, giai đoạn sau khủng hoảng Thái Lan thu hút được cả dòng vốn cổ phần và vốn nợ. Trên thực tế, vốn đầu tư vào các công cụ nợ ở Thái Lan trong quý III năm 2010 đã đạt mức cao nhất kể từ sau khủng hoảng

Hình 1.7: Cơ cấu các dòng vốn nước ngoài vào Thái Lan giai đoạn 2007 - 2011 (%)

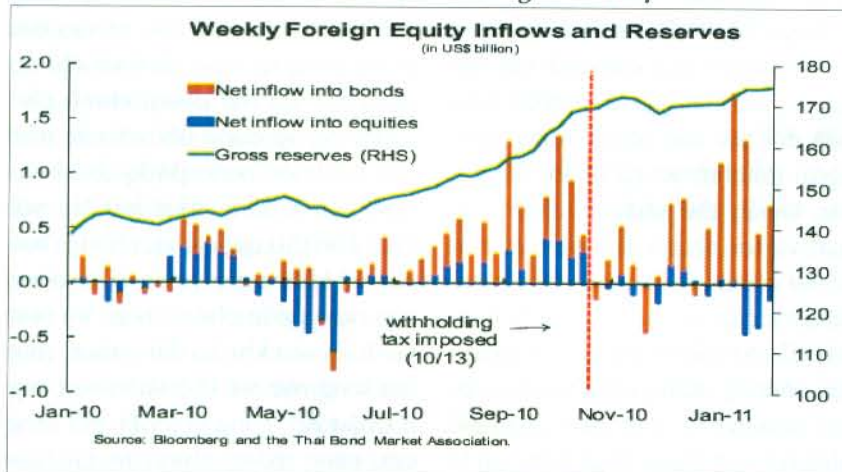


Hình 1.8: Tổng vốn nước ngoài ròng vào Thái Lan (tỷ USD)



Nguồn: NHTW Thái Lan

Hình 1.9: Cấu trúc các dòng vào và dự trữ



Nguồn: IMF 2011

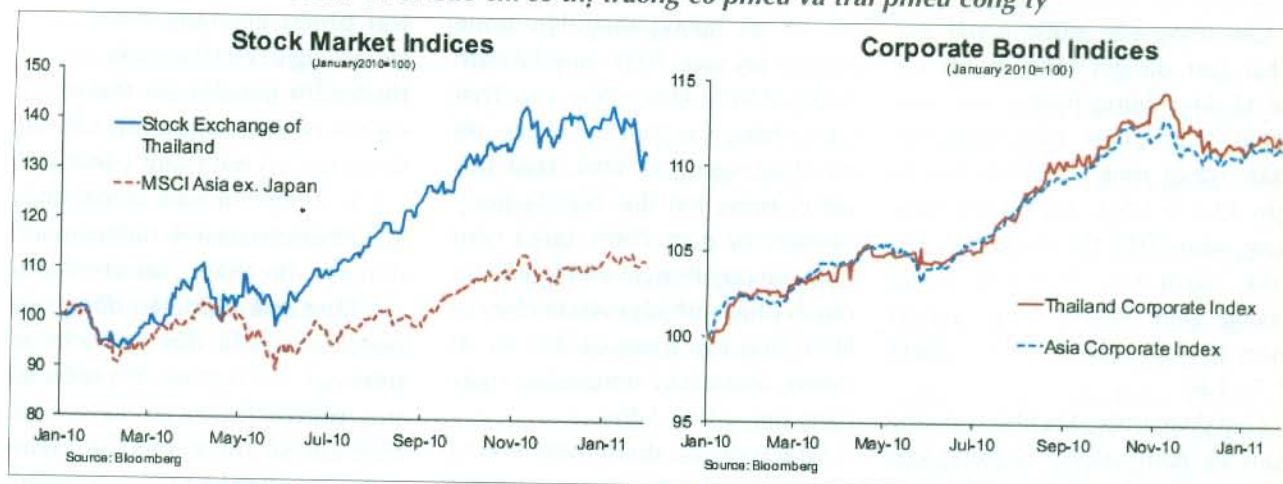
Châu Á. Cụ thể, vốn đầu tư vào trái phiếu gia tăng mạnh nhất sau tháng 7/2010 và việc xóa bỏ thuế nắm giữ đối với trái phiếu chính phủ đã ngay lập tức tác động lên cả hai dòng vốn này.

Các dòng vốn nước ngoài chảy vào Thái Lan đã ảnh hưởng mạnh đến các thị trường tài chính. Sự gia tăng quá mức các dòng vốn nước ngoài đã đẩy các chỉ số trên các thị trường cổ phiếu và trái phiếu Thái Lan tăng cao. Các chỉ số thị trường đã chạm mức cao nhất kể từ khủng hoảng Châu Á. Chỉ số thị trường chứng khoán Thái Lan, đã tăng hơn 40% trong năm 2010, cao hơn gấp 3 lần so với chỉ số MSCI Châu Á. Tương tự như vậy, chỉ số trái phiếu công ty cũng tăng 11% trong cùng kỳ. Tuy nhiên, khi các dòng vốn nước ngoài chảy vào Thái Lan suy giảm thì các mức giá trên đã có dấu hiệu giảm theo. (Hình 1.10; 1.11)

Thái Lan đã đối phó với biến động của các dòng vốn nước ngoài bằng cách kết hợp các chính sách kinh tế vĩ mô và các chính sách thận trọng. Trên phương diện kinh tế vĩ mô, Thái Lan đã cho phép nội tệ lên giá đáng kể kèm theo can thiệp vô hiệu hóa. Đồng thời, Thái Lan đã nói lỏng quy định đối với các luồng vốn ra và loại bỏ thuế nắm giữ đối với những nhà đầu tư nước ngoài khi họ kiếm được lợi nhuận từ trái phiếu chính phủ.

Đồng baht đã tăng giá khoảng 10% so với USD trong năm 2010 (cùng tỷ lệ với tỷ giá hữu hiệu thực tế). Đồng thời, tổng dự trữ quốc tế của Thái Lan cũng tăng 15 tỷ USD* (cán cân vãng lai thặng dư trong 11 tháng đầu năm 2010 là 13 tỷ USD). Những con số này cho thấy có sự can thiệp đáng kể nhằm giữ cho lạm phát phù hợp

Hình 1.10: Các chỉ số thị trường cổ phiếu và trái phiếu công ty



Nguồn: IMF, 2011

Hình 1.11: Các mức giá tài sản ở Thái Lan



Các mức giá tài sản ở Thái vẫn đang phục hồi từ mức sàn trong thời kỳ suy thoái. Tuy nhiên, do lãi suất từ các giao dịch trên thị trường bất động sản đang tăng lên, nên trong ngắn hạn, lạm phát giá tài sản không phải là mối quan tâm tức thời ở Thái Lan.

Nguồn: IMF, 2011

với khuôn khổ lạm phát mục tiêu của Thái Lan. Chi phí can thiệp vô hiệu hóa trong năm 2010 được ước tính là khoảng 0,1% GDP. Con số này không phải lớn nhưng cũng có ảnh hưởng tới Thái Lan, do các chi phí này sẽ tích lũy qua các năm và do đó làm suy yếu vị trí vốn của NHTW Thái Lan (BoT).

Ngày 22/9/2010, Thái Lan tiếp tục tự do hóa hơn nữa các luồng vốn ra bằng cách tăng trần đối với hoạt động đầu tư trực tiếp ra nước ngoài, cho vay nước ngoài và nắm giữ ngoại tệ của các nhà đầu tư Thái Lan. Các chính sách tự do hóa dòng vốn ra được xem như là

một phần chiến lược của Thái Lan nhằm khuyến khích hội nhập tài chính khu vực.

Ngày 13/10/2010, Thái Lan xóa bỏ việc miễn thuế nắm giữ (hay nói cách khác là tái áp dụng thuế nắm giữ) đối với các nhà đầu tư nước ngoài (tổ chức và cá nhân) đối với các khoản thu nhập có được (lãi suất và lợi nhuận vốn) từ trái phiếu chính phủ. Việc miễn thuế đã được cấp vào năm 2005 để thúc đẩy đầu tư vào thị trường trái phiếu địa phương. Bằng cách xóa bỏ nó, các nhà đầu tư nước ngoài bây giờ phải trả một khoản thuế nắm giữ là 15% thu nhập từ trái phiếu doanh

nh nghiệp của chính phủ, BoT và trái phiếu doanh nghiệp nhà nước - đây là mức bằng với mức thuế áp dụng cho tất cả các nhà đầu tư vào trái phiếu công ty. Mặc dù thuế chỉ áp dụng đối với trái phiếu chính phủ và không áp dụng đối với các nhà đầu tư thuộc nước đã ký kết hiệp định tránh đánh thuế hai lần với Thái Lan (50 quốc gia), nhưng thuế này đã không góp phần giảm dòng vốn nợ và vốn chủ sở hữu. Và một vài tuần sau khi áp dụng thuế, một làn sóng mới về khó khăn nợ công ở Châu Âu, cùng với việc gia tăng các căng thẳng chính trị tại bán đảo Triều Tiên, cộng với bất ổn



chính trị và thiên tai ở Thái Lan đã làm giảm các dòng vốn nước ngoài vào Thái Lan. Tác động của thuế không tồn tại lâu dài, dòng vốn vào thị trường trái phiếu đã quay trở lại Thái Lan trong tháng 12/2010 và phát triển mạnh kể từ đó.

Để đảm bảo cho những khoản vay mua bất động sản của người dân và ổn định giá cả, BoT chủ động áp dụng cho vay theo giá trị (LTV) trong tháng 11/2010. Có hiệu lực từ tháng 01/2011, mức độ rủi ro của các khoản vay cho các nhà chung cư cao tầng cấp thấp tăng từ 35 đến 75% cho những khoản vay có LTV lớn hơn 90%, và rủi ro tương tự áp dụng đối với những khoản vay cho nhà ít tầng với LTV quá 95%, có hiệu lực từ tháng 01/2012.

Những phân tích trên cho thấy, để đối phó với sự biến động của các dòng vốn nước ngoài (so với Brazil thì các dòng vốn nước ngoài ở Thái Lan biến động hơn), Thái Lan đã sử dụng kết hợp các công cụ khác nhau như để nội tệ lên giá danh nghĩa, can thiệp vào thị trường ngoại hối bằng cách tăng dự trữ kèm theo các biện pháp trung hòa hóa, tự do hóa hơn dòng vốn ra, tái áp dụng thuế nắm giữ đối với các khoản thu nhập có được từ trái phiếu chính phủ và áp dụng cho vay trên giá trị đối với các khoản vay mua bất động sản.

Các biện pháp trên đặc biệt là biện pháp tự do hóa hơn nữa dòng vốn ra đã góp phần làm suy giảm dòng vốn nước ngoài chảy vào Thái Lan (Thái Lan áp dụng tự do hóa hơn nữa dòng vốn ra nên vốn đầu tư khác và vốn tài chính phải sinh nước ngoài đã chảy ra khỏi Thái Lan trong năm 2010 và đặc biệt là 2011). Hơn nữa, các biện pháp này chưa thay đổi cơ cấu dòng vốn cổ phần và trái phiếu ở Thái Lan

theo hướng mong muốn. Các dòng vốn cổ phần vào Thái Lan năm 2010 và 2011 hầu như không biến động và chiếm tỷ lệ ít trong khi đó vốn trái phiếu lại chiếm tỷ trọng lớn và biến động mạnh mặc dù đã tái áp dụng thuế nắm giữ đối với các khoản thu nhập có được từ trái phiếu chính phủ. Cần lưu ý rằng, vốn trái phiếu chính là một trong những dòng vốn tạo nợ.

Bên cạnh tác động đến cấu trúc dòng vốn thì các biện pháp trên đã làm giảm mức lên giá thực tế của đồng bath so với các đồng tiền khác từ mức 5,3% năm 2010 xuống - 0,9% năm 2011 (nghĩa là đồng bath mất giá thực tế 0,9% so với các đồng tiền khác). Ngoài ra, các biện pháp này cũng đã góp phần giảm thiểu rủi ro cho các khoản vay mua bất động sản và góp phần ổn định giá cả ở Thái Lan, quốc gia theo khuôn khổ lạm phát mục tiêu và chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi có điều tiết.

Bài học kinh nghiệm mà Việt Nam có thể học hỏi ở Thái Lan là:

- 1) Việc áp dụng các công cụ điều tiết sự di chuyển của các dòng vốn nước ngoài không phải lúc nào cũng đạt được kết quả như mong muốn.
- 2) Nên lựa chọn công cụ điều tiết phù hợp để đạt được mục tiêu thay đổi cấu trúc dòng vốn như mong muốn (Brazil đã thành công trong việc sử dụng IOF để thay đổi cấu trúc dòng vốn vào nhưng Thái Lan - nước sử dụng thuế nắm giữ thì không).
- 3) Cần có thời hạn cho việc áp dụng các biện pháp điều tiết vì nếu áp dụng kéo dài sẽ gây phản tác dụng (việc áp dụng tự do hóa dòng vốn ra đã khiến vốn OI và vốn tài chính phải sinh nước ngoài chảy ra khỏi Thái Lan càng ngày càng nhiều - đây là điều mà Thái Lan không mong muốn).

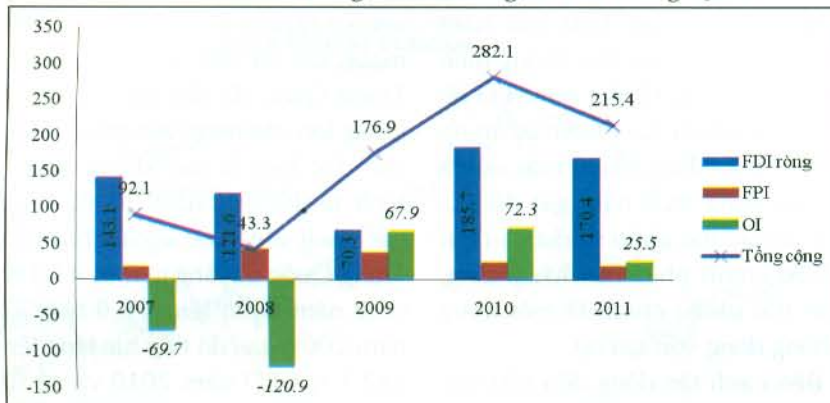
3. Kinh nghiệm của Trung Quốc

Tăng trưởng kinh tế cao cùng với xu hướng hội nhập tài chính mạnh mẽ và mở cửa thương mại, Trung Quốc đã thu hút được một lượng lớn các dòng vốn nước ngoài vào đặc biệt là sau khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008. Tổng các dòng vốn nước ngoài chảy vào Trung Quốc đã tăng từ mức 43,3 tỷ USD năm 2008 lên 176,9 tỷ USD năm 2009, sau đó tiếp tục tăng lên 282,1 tỷ USD năm 2010 và có sự sụt giảm nhẹ vào năm 2011, đạt 215,4 tỷ USD. (Hình 1.12)

Các dòng vốn nước ngoài chảy vào Trung Quốc chủ yếu là FDI. Dòng vốn này luôn chiếm tỷ lệ cao từ 60 - 80% tổng số các dòng vốn nước ngoài (riêng năm 2008, 2009, do khủng hoảng kinh tế thế giới nên vốn FDI có sụt giảm dẫn tới giảm tỷ trọng còn hơn 40% tổng số vốn nước ngoài chảy vào). Chiếm tỷ trọng lớn thứ hai là vốn đầu tư khác, tuy nhiên dòng vốn này biến động tương đối mạnh, chảy ra khỏi Trung Quốc năm 2007, 2008 sau đó mới quay trở lại vào năm 2009, tuy nhiên tỷ trọng giảm dần từ mức gần 40% năm 2009 xuống mức 12% năm 2011. Khác với Brazil và Thái Lan, vốn FPI lại chảy vào Trung Quốc nhiều trong những năm 2008, 2009 với giá trị khoảng 40 tỷ USD, sau đó giảm dần trong năm 2010, 2011, kéo tỷ trọng của dòng vốn này so với tổng các dòng vốn nước ngoài chảy vào Trung Quốc xuống còn 9%. (Hình 1.13; 1.14)

Các dòng vốn vào đã khiến nhân dân tệ tăng giá thực tế so với các đồng tiền khác và tăng giá tài sản hay lạm phát ở Trung Quốc. Đồng CNY (nhân dân tệ của Trung Quốc) đã lên giá thực tế so với các đồng tiền khác. Mức lên giá thực tế của CNY so với các đồng tiền khác là khoảng 30% so với mức tỷ giá năm 2005 và khoảng 8% so với năm ngoài (tháng 4/2011). Chỉ số

Hình 1.12: Các dòng vốn nước ngoài vào Trung Quốc



CPI sau một thời gian suy giảm vào năm 2008 sau đó đã gia tăng trở lại trong năm 2009, 2010. Theo số liệu của Cục Thống kê Trung Quốc, CPI tháng 10/2010 tới 4,4%, tháng 11/2010 con số này đã lên tới 5,1%, (mức cao nhất trong vòng hơn 2 năm trở lại đây) xuống 4,6% vào tháng 12. CPI cả năm 2010 đã tăng 3,3%, vượt quá mục tiêu của chính phủ là 3%.

Để đối phó với áp lực tăng giá CNY thực tế, với mong muốn duy trì chế độ tỷ giá cố định với USD, Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBC) đã buộc phải tăng dự trữ ngoại hối bằng việc mua ngoại tệ. Năm 2007, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đạt đến con số 1534 tỷ USD (tương đương 14,9

tuần nhập khẩu) và tính đến năm 2010 thì con số này là gần 2876 tỷ USD (tương đương 18,2 tuần nhập khẩu), năm 2011 là 3264 tỷ USD (tương đương 18,9 tuần nhập khẩu). (Hình 1.15)

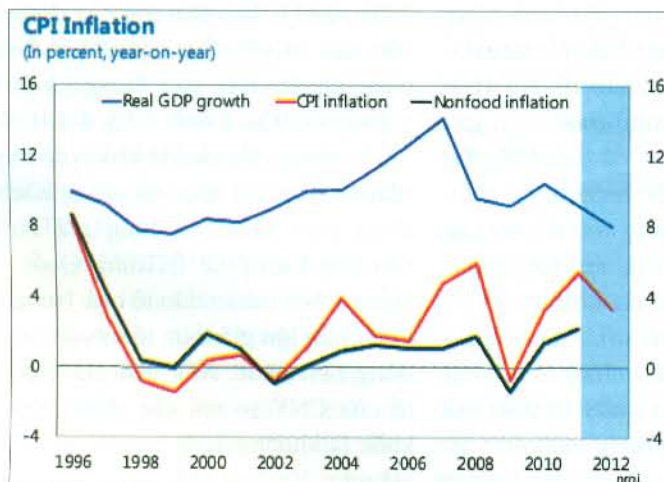
Việc gia tăng dự trữ ngoại hối trong khi vẫn giữ tỷ giá hối đoái cố định khiến Trung Quốc phải áp dụng các biện pháp trung hòa hóa như nghiệp vụ thị trường mở, phát hành tín phiếu PBC... Tuy nhiên, các biện pháp càng ngày càng tỏ ra kém hiệu quả do nó chỉ trung hòa một phần lượng nội tệ được dùng để mua ngoại tệ, và do vậy sẽ dẫn đến sự gia tăng cung tiền. Ngoài ra, việc thu hồi lượng nội tệ trong lưu thông bằng tín phiếu trung hòa hóa làm gia tăng chi phí

trung hòa hóa do phải trả lãi³ và làm xấu đi bảng báo cáo tài chính của hệ thống ngân hàng vì lãi suất tín phiếu vô hiệu hóa thấp hơn so với lãi suất thị trường.

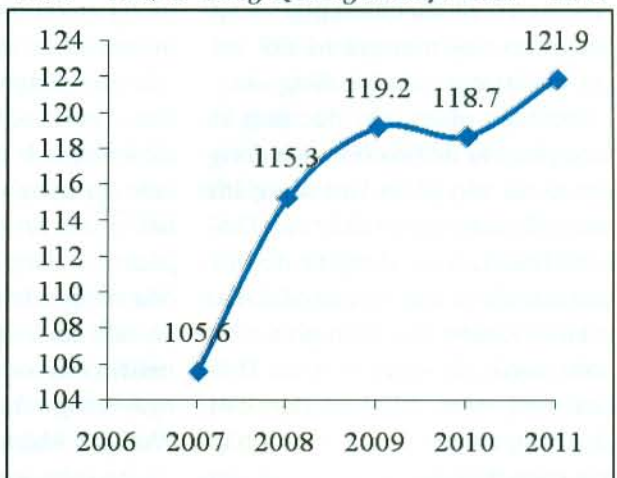
Chính vì vậy, hiệu quả của chính sách trung hòa hóa là rất thấp và đã làm xói mòn sự độc lập trong chính sách tiền tệ của Trung Quốc và làm gia tăng cung tiền của Trung Quốc. Lượng tiền M2 tăng một cách nhanh chóng, nhanh hơn mức tăng GDP danh nghĩa: M2 đã tăng từ 152% (GDP) vào cuối 2007 đến hơn 180% khi kết thúc năm 2010 và 2011 (theo thống kê của IMF).

Trung Quốc đã có sự điều chỉnh trong tỷ giá và việc điều chỉnh không chỉ do sức ép chủ yếu từ các nước bị thâm hụt cán cân thanh toán với Trung Quốc mà quyết định tăng giá CNY xuất phát từ yêu cầu kiểm chế bong bóng tài sản và tăng trưởng nóng của kinh tế trong nước hơn là áp lực từ bên ngoài. Ngày 21/6/2010, Trung Quốc đã tuyên bố chuyển sang chế độ tỷ giá hối đoái thả nổi có điều tiết và có sự điều chỉnh tỷ giá theo hướng tăng giá CNY, nhưng do nền kinh tế Trung Quốc dựa quá nhiều vào xuất khẩu, nên

Hình 1.13: Diễn biến CPI



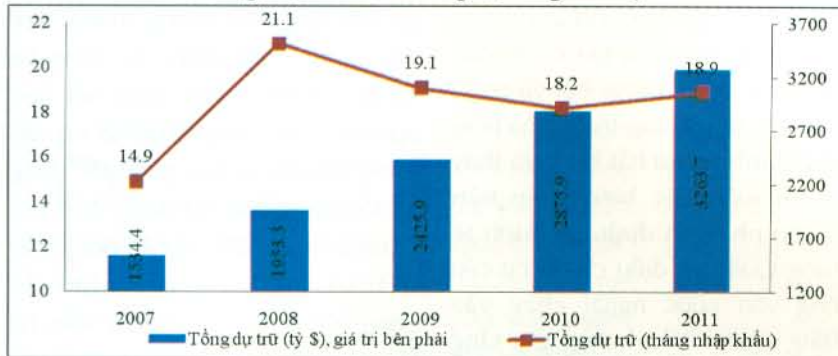
Hình 1.14: Diễn biến TGHĐ thực tế (REER index 1990 = 100) ở Trung Quốc giai đoạn 2007 - 2011



Nguồn: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12195.pdf>



Hình 1.15: Tổng dự trữ của Trung Quốc giai đoạn 2007 - 2011



Nguồn: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12195.pdf>

biện pháp này có thể gây ra các tác động tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu. Bên cạnh đó, việc lên giá CNY còn gây ảnh hưởng đến tính an toàn của quỹ dự trữ ngoại hối (do khi CNY lên giá sẽ khiến cho giá trị quy đổi của dự trữ từ ngoại tệ ra CNY suy giảm thực tế).

Để đối phó với lạm phát gia tăng, ngày 20/11/2010 Chính phủ Trung Quốc ban hành chỉ thị ổn định giá cả tiêu dùng, yêu cầu các bộ, ngành, địa phương thực hiện 16 biện pháp cấp bách tăng cường quản lý giá cả, bảo đảm đời sống của nhân dân. Đây là những biện pháp can thiệp mang tính chất hành chính song được đánh giá là cần thiết để kiểm chế lạm phát.

Ngày 3/12/2010, Trung Quốc đưa ra quyết định thay đổi chính sách nới lỏng tiền tệ, chuyển sang chính sách tiền tệ thận trọng. Việc chuyển hướng chính sách tiền tệ cho thấy Trung Quốc đã đặt vấn đề kiểm chế lạm phát lên vị trí hàng đầu, sắp tới Trung Quốc có thể sẽ sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát. Theo số liệu của Cục Thống kê Trung Quốc, năm 2010, PBC đã 6 lần điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các ngân hàng lớn (áp dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc là 18,5% từ ngày 20/12/2010).

Bên cạnh việc điều chỉnh tỷ lệ dự trữ bắt buộc thì trước tình hình

lãi suất âm⁴, lạm phát trên 5%, nhiều người kỳ vọng TQ sẽ tăng lãi suất. Và ngày 19/10/2010, PBC lần đầu tiên trong gần 3 năm đã bất ngờ tăng lãi suất cơ bản thêm 0,25%, đưa lãi suất tiền gửi 1 năm lên 2,5% và lãi suất cho vay kỳ hạn 1 năm lên 5,56%. Đây có thể coi là biện pháp bắt buộc để duy trì sự cân bằng trong nền kinh tế, mặc dù biết rằng tăng lãi suất có thể làm tăng dòng vốn nóng đổ vào trong nước do kỳ vọng đồng CNY lên giá, việc kiểm chế tỷ giá quá thấp so với giá trị thực tuy mang lại lợi ích cho Trung Quốc nhưng gây khó khăn cho việc điều hành chính sách tiền tệ...

Về các biện pháp kiểm soát vốn, do Chỉ số kiểm soát vốn (CCI index) của Trung Quốc là khá cao (giai đoạn từ năm 1996-2004 khoảng 0,83) cộng với các quy định chặt chẽ về đầu tư nước ngoài được đưa ra từ những năm 2000, nên gần đây, Trung Quốc không áp dụng thêm biện pháp kiểm soát cụ thể nào nữa mà chỉ nới lỏng từng bước các biện pháp đã áp dụng. Cụ thể:

Trung Quốc đã đưa ra quy định QFII (nhà đầu tư là tổ chức nước ngoài đủ tiêu chuẩn) vào tháng 12/2002. Đây là một quyết định chung của Ủy ban Luật chứng khoán Trung Quốc (CSRC) và Ủy ban Quản lý hành chính nhà nước về ngoại hối (SAFE). Theo đạo

luật QFII, các nhà đầu tư đủ tiêu chuẩn được cho phép đầu tư vào các chứng khoán định danh bằng nội tệ và niêm yết trên thị trường Trung Quốc, gồm cổ phần A, trái phiếu chính phủ và doanh nghiệp bằng nội tệ, các nguồn vốn được giao dịch ngoại hối (ETFs) và các chứng khoán khác. Mỗi QFII được cấp hạn ngạch để đầu tư. Để khuyến khích việc nắm giữ dài hạn và giảm biến động trong ngắn hạn, các quy định yêu cầu các thành viên của QFII thực hiện hoạt động đầu tư của họ tối thiểu 12 tháng trước khi họ có thể thực hiện chuyển lãi vốn và vốn về nước.

Sau đó, ngày 13/04/2006, chính phủ Trung Quốc đã phát động một chương trình "nhà đầu tư định chế trong nước đủ điều kiện (QDII)" nhằm tăng cường khả năng của người dân trong nước đầu tư vào chứng khoán nước ngoài, bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu.

Tháng 11/2007, Trung Quốc nâng hạn ngạch của các nhà đầu tư QFII từ 10 tỷ USD lên 30 tỷ USD. Nhà đầu tư nội địa được phép tiếp cận nhiều hơn với thị trường cổ phiếu B. Mặc dù các biện pháp kiểm soát ngoại hối giảm dần, nhưng Trung Quốc kiểm soát rất chặt chẽ việc đầu tư tài chính của các doanh nghiệp niêm yết. Trung Quốc nghiêm cấm các công ty sử dụng nguồn tiền thặng dư từ phát hành cổ phiếu để mua lại các công ty khác nhằm làm giảm bớt ảnh hưởng của dòng tiền nóng.

Bên cạnh quy định QFII thì Trung Quốc còn đưa ra những quy định về thị trường cổ phần B (B-shares). Cổ phần loại B được định danh bằng đồng CNY nhưng được phép mua và bán bằng đồng ngoại tệ, và được niêm yết và giao dịch trên sàn giao dịch



chứng khoán của Trung Quốc. Cổ tức và các khoản thanh toán khác của công ty phát hành phải được tính và khai báo bằng đồng CNY, nhưng được chi trả bằng đồng ngoại tệ. Cổ phần loại B chỉ được phát hành cho nhà đầu tư nước ngoài, là những nhà đầu tư theo định nghĩa của Trung Quốc. Cổ tức và lãi vốn từ cổ phần loại B có thể được tự do chuyển ra nước ngoài, bất chấp các biện pháp kiểm soát ngoại hối của Trung Quốc. Các công ty chứng khoán nước ngoài có thể kinh doanh cổ phần loại B, trong khi không được cho phép kinh doanh cổ phần loại A.

Cho đến đầu năm 2001, nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của Trung Quốc vẫn bị cấm sở hữu cổ phần loại B. Tuy nhiên, chính sách này được thay đổi vào tháng 2/2001, theo đó cho phép nhà đầu tư cá nhân nội địa được quyền mua và bán cổ phần loại B. Tuy nhiên, cổ phần loại B vẫn được mua bằng đồng ngoại tệ và như vậy, nhà đầu tư Trung Quốc có thể sử dụng tiền nước ngoài trong tài khoản của họ để mua các cổ phần này. Để tạo thuận lợi cho việc thu hút dòng vốn FPI, các biện pháp kiểm soát dần được nới lỏng hơn.

Năm 2006, các nhà nghiên cứu của Trung Quốc đã đề nghị sáp nhập thị trường cổ phiếu loại B với thị trường cổ phiếu loại A nhưng Chính phủ Trung Quốc vẫn duy trì thị trường cổ phiếu loại B như một kênh tạo ra nhu cầu ngoại tệ trong nền kinh tế, khi cơ hội đầu tư ra nước ngoài của doanh nghiệp Trung Quốc không phải lúc nào cũng có và tăng cao tương ứng (do Trung Quốc vẫn muốn duy trì lượng vốn đầu tư nước ngoài vào nền kinh tế trong điều kiện cán cân thương mại liên tục thặng dư).

Những phân tích trên cho thấy, để đối phó với những biến động

của các dòng vốn nước ngoài, Trung Quốc đã có sự điều chỉnh tỷ giá theo hướng tăng giá CNY, can thiệp vào dự trữ ngoại hối và có sử dụng các biện pháp trung hòa hóa, điều chỉnh dự trữ bắt buộc và thay đổi lãi suất. Các biện pháp trên đã góp phần ổn định nền kinh tế Trung Quốc và điều chỉnh cơ cấu dòng vốn nước ngoài chảy vào Trung Quốc theo hướng gia tăng các dòng vốn ổn định (FDI), giảm dần các dòng vốn bất ổn định hơn (FPI, OI).

Bài học kinh nghiệm của Trung Quốc mà Việt Nam có thể học hỏi là: 1) Không nên coi chính sách trung hòa hoá là một công cụ chiến lược lâu dài để giải quyết các vấn đề về lạm phát, tỷ giá. Thay vào đó, vô hiệu hoá nên là một trong những công cụ ngắn hạn, sử dụng linh hoạt, phối hợp với các công cụ khác; 2) Thiết lập thị trường cổ phiếu loại B để tạo ra nhu cầu ngoại tệ trong nền kinh tế trong điều kiện quốc gia dư thừa ngoại tệ; 3) Mở cửa tài khoản vốn cần một lộ trình lâu dài và có những bước đi phù hợp với sự phát triển của nền kinh tế.

Việt Nam hoàn toàn có thể học hỏi được kinh nghiệm điều tiết sự di chuyển các dòng vốn nước ngoài của các nước đang phát triển như Brazil, Thái Lan và Trung Quốc. Các nước này, tuy không có hoàn cảnh kinh tế giống hệt Việt Nam và không phải lúc nào cũng thành công trong việc điều tiết, nhưng việc sử dụng các chính sách để đối phó với những biến động của các dòng vốn nước ngoài cũng đáng để Việt Nam học tập. Đó là: (i) Xác định rõ các mục tiêu chính sách (căn cứ vào lý thuyết Bộ ba bất khả thi); (ii) Lựa chọn các công cụ điều tiết phù hợp với mục tiêu chính sách chứ không phải áp dụng tất cả các công cụ điều tiết bởi vì

không phải công cụ nào cũng đem lại kết quả như mong muốn; (iii) Áp dụng có lộ trình các công cụ và quy định rõ thời gian hết hạn áp dụng các công cụ bởi vì nếu áp dụng kéo dài sẽ gây phản tác dụng và tốn kém; (iv) Áp dụng điều tiết là nhằm thay đổi cơ cấu dòng vốn chảy vào chứ không phải ngăn cản dòng vốn nước ngoài chảy vào; (v) Ưu tiên các dòng vốn nước ngoài dài hạn, ổn định và hạn chế các dòng vốn nước ngoài ngắn hạn. ■

¹LOF được đưa ra vào năm 1993 và được áp dụng theo từng đợt

²Điều này một phần còn do thiên tai, lụt lội năm 2011 tại Thái Lan gây ra.

³Vì dụ, ngày 14/6/2006, PBC đã thực hiện phát hành chỉ định tín phiếu có thời gian đáo hạn 1 năm trị giá 100 tỷ CNY với lãi suất 2,1138%, thấp hơn lãi suất thị trường hiện hành.

⁴Lãi suất huy động CNY các loại không kỳ hạn, 6 tháng, 1 năm lần lượt là 0,36%, 1,98% và 2,25%, lãi suất cho vay nhân dân tệ 6 tháng là 4,68% (nguồn: Bùi Văn Lương - 2010).

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. IMF, 2011, Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, xem tại <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>
2. Jonathan D.Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Harbermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi và Dennis B.S. Reinhardt; IMF - 2010, Capital Flows: The Role of Controls, xem tại <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>
3. Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Luc Laeven, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Annamaria Kokenyne, (2011), Managing Capital Inflows: What Tools to Use? IMF STAFF DISCUSSION NOTE, xem tại <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>
4. Masahiro Kawai, Shinji Takagi, A Survey of the Literature on Managing Capital Inflows, xem tại <http://www.adbi.org/discussion-paper/2008/03/27/2514.managing.capital.inflows.lit.survey/>
5. Nguyễn Hồng Sơn (2005), Điều tiết sự di chuyển của dòng vốn tư nhân gián tiếp nước ngoài ở một số nước đang phát triển, NXB Chính trị Quốc gia
6. Nomura Research Institute, 1996, Coping with capital flow in East Asia, Edited by C.H.Kwan, Donna Vanderbrink, Chiasiw Yue
7. Các trang web của Ngân hàng trung ương các nước Thái Lan, Brazil, Trung Quốc.