

# Biến động luồng vốn vào và bất ổn vĩ mô của Việt Nam

TS. HẠ THỊ THIỀU DAO\*  
TH.S. NGUYỄN THỊ HỒNG VINH\*\*

*Sau một thời kỳ tăng trưởng kinh tế khá cao, Việt Nam đã bước vào giai đoạn nhiều bất ổn đe dọa sự phát triển bền vững của nền kinh tế, thể hiện: lạm phát tăng cao, thâm hụt thương mại và thâm hụt vãng lai, “bong bóng” tài sản và dự trữ ngoại hối sụt giảm. Biến động luồng vốn vào được nhiều nhà nghiên cứu xem như một nguyên nhân gây ra bất ổn kinh tế vĩ mô mặc dù dòng vốn vào này có một số tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế (Cardarelli, 2009, Reinhart và Reinhart, 2008 và Singh, 2002). Bài viết tập trung đánh giá thực trạng và ảnh hưởng của biến động luồng vốn vào đối với bất ổn kinh tế vĩ mô của Việt Nam, từ đó, đề ra một số giải pháp nhằm hạn chế tác động tiêu cực này.*

## 1. Cơ sở lý thuyết

Trước hết, tác động mang tính bất ổn đến nền kinh tế của các dòng vốn đầu tư nước ngoài có thể được giải thích thông qua mô hình IS-LM-BP của Mundell-Flemming, khi luồng vốn vào ròng nền kinh tế tăng nhanh sẽ dẫn đến thặng dư cán cân thanh toán. Trạng thái thặng dư cán cân thanh toán sẽ gây áp lực làm nội tệ lên giá. Nếu Ngân hàng Trung ương (NHTW) không can thiệp và để nội tệ lên giá, tỷ giá giảm sẽ ảnh hưởng đến sức cạnh tranh thương mại của hàng hóa trong nước, làm cán cân vãng lai biến động theo chiều hướng xấu và làm giảm thu nhập trong nền kinh tế. Cardarelli và đồng sự (2009) đã nghiên cứu 52 nền kinh tế khác nhau trong giai đoạn 1987 – 2007, các quốc gia

có luồng vốn vào ròng dương và trạng thái cán cân thanh toán thặng dư đều trải qua sự lên giá thực của đồng nội tệ và sự xấu đi của cán cân vãng lai.

Thứ hai, luồng vốn vào ròng ồ ạt tiềm ẩn khả năng mất kiểm soát lượng tiền cung ứng và theo đó là lạm phát gia tăng. Cũng dựa trên mô hình IS-LM-BP, khi cán cân thanh toán thặng dư do luồng vốn vào ồ ạt, NHTW mua vào lượng ngoại tệ thặng dư bằng nội tệ, làm cung tiền trong nền kinh tế tăng, gây áp lực làm tăng giá cả. Trong trường hợp này, NHTW có thể sử dụng các biện pháp trung hòa tác động làm tăng cung tiền; chẳng hạn như bằng cách sử dụng nghiệp vụ thị trường mở, bán ra các giấy tờ có giá. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây cho thấy khả năng can thiệp trung hòa của NHTW có mối quan hệ ngược với mức độ lưu chuyển

\*,\*\*Trường Đại học Ngân Hàng TP.HCM



vốn quốc tế. Trong trường hợp luồng vốn vào là lớn và ổn định, nghiệp vụ trung hòa sẽ trở nên vô hiệu vì các luồng vốn mới sẽ phủ lấp hiệu quả của nghiệp vụ, và vì vậy, luồng vốn vào nền kinh tế vẫn có tác động nhất định đến tăng trưởng cung tiền và gây áp lực lên lạm phát (Takagi và Esaka, 2001). Nghiên cứu thực nghiệm của Reinhart và Reinhart (2008) trên 181 nền kinh tế đã cho thấy điều này tại các quốc gia được nghiên cứu.

*Thứ ba*, luồng vốn vào góp phần dẫn đến tình trạng tăng trưởng quá nóng của nền kinh tế, tạo nên các bong bóng tài sản (Pradhan và đồng sự, 2011). Khi nền kinh tế đang trong tình trạng tăng trưởng tốt, NHTW tiếp tục mở rộng tín dụng để kích thích nền kinh tế, sự ồ ạt của các luồng vốn vào rỗng sẽ làm tín dụng tăng trưởng quá mức, đặc biệt là các luồng tín dụng vào thị trường bất động sản, hình thành nên các bong bóng tài sản. Thêm vào đó, kết quả nghiên cứu cũng cho thấy, đi cùng với luồng vốn vào rỗng là sự gia tăng nhanh chóng của tốc độ tăng trưởng GDP, nhưng sau một thời gian, tăng trưởng GDP lại giảm mạnh. Khi bong bóng vỡ, hệ thống ngân hàng sẽ rơi vào tình trạng mất thanh khoản.

*Thứ tư*, luồng vốn vào tiềm ẩn nguy cơ của một cuộc khủng hoảng tiền tệ. Hiện tượng dừng đột ngột các luồng vốn vào thường được đi kèm sau đó là sự đảo chiều các dòng vốn gây nên các cuộc khủng hoảng tiền tệ trong lịch sử như khủng hoảng Nga 1998, khủng hoảng tài chính châu Á 1997 và khủng hoảng Mexico 1994. Reinhart và Reinhart (2008) phân tích 181 nền kinh tế khác nhau trong giai đoạn 1980 – 2008 đã đưa ra 3 khoảng thời gian cho chu kỳ của

luồng vốn vào nền kinh tế: 3 năm cho hơn 50 nền kinh tế, 4 năm cho hơn 30 nền kinh tế và gần 5 năm cho 20 nền kinh tế. Kết thúc các chu kỳ này, luồng vốn vào nền kinh tế sẽ rơi vào hiện tượng dừng đột ngột và sau đó là đảo chiều, nếu dự trữ quốc tế của quốc gia không đủ mạnh và quốc gia không có những chính sách phù hợp, khủng hoảng tiền tệ sẽ xảy ra. Nghiên cứu Cardarelli và đồng sự (2009) cũng cho thấy, trong 87 đợt vốn vào ồ ạt ở 52 nền kinh tế, thì 34 đợt là kết thúc bằng hiện tượng dừng đột ngột, và 13 đợt dẫn đến hệ quả của khủng hoảng tiền tệ.

## 2. Kinh nghiệm của các nước giảm biến động của luồng vốn vào

Đối với dòng vốn vào nền kinh tế quá lớn, các giải pháp được sử dụng nhằm tránh những tác động trái chiều của dòng vốn bao gồm: i) Mua vào lượng ngoại tệ thặng dư là phản ứng tại hầu hết các nền kinh tế (Drive và đồng sự, 2005); ii) Thực hiện nhiều biện pháp thận trọng vĩ mô để hạn chế dòng vốn vào ồ ạt, (Pradhan và đồng sự, 2011); iii) Xác định đúng giá trị thực của đồng tiền. Nếu đồng tiền bị đánh giá thấp, NHTW cần cho phép đồng tiền lên giá; nếu đồng tiền đang chịu áp lực lên giá cao hơn giá trị thực, thực hiện những can thiệp giảm bớt áp lực đó đồng thời gia tăng tích lũy dự trữ quốc tế (Calvo và đồng sự, 1996); iv) Thực hiện chính sách thắt chặt tài khóa nhằm làm giảm tổng cầu, cho phép giảm lãi suất, hạn chế tình trạng tăng trưởng quá nóng, và làm giảm áp lực lên giá đồng tiền nhờ giảm chi tiêu ngân sách vào các hàng hóa phi ngoại thương (Calvo và đồng sự, 1996). Bảng 1 liệt kê các biện pháp NHTW các nước châu Á đã sử dụng.



**Bảng 1:** Các biện pháp hạn chế dòng vốn vào

| Công cụ chính sách                                                               | Quốc gia áp dụng                                                                                                                                                                                                                                                             | Mục đích công cụ                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Giới hạn trạng thái ngoại hối gián tiếp và trực tiếp                             | Hàn Quốc (tháng 6/2010): Quy định giới hạn trạng thái ngoại hối của giao dịch kỳ hạn so với vốn tự có của các ngân hàng thương mại (NHTM).                                                                                                                                   | Gián tiếp làm giảm vay nước ngoài của khu vực tư nhân, cụ thể là các ngân hàng.                                                                                                                      |
| Gia tăng những hạn chế đối với vay nước ngoài                                    | Ấn Độ (tháng 12/2009): Đặt mức trần lãi suất đối với các khoản vay thương mại nước ngoài                                                                                                                                                                                     | Giới hạn khả năng tiếp cận các khoản tín dụng nước ngoài đối với các doanh nghiệp có tín nhiệm tốt và ngăn ngừa chi phí vay nợ cao                                                                   |
| Giới hạn thời gian nắm giữ tín phiếu NHTW tối thiểu                              | Indonesia (tháng 6/2010): Thời gian tối thiểu phải nắm giữ tín phiếu NHTW của nhà đầu tư trong nước và nước ngoài là 1 tháng                                                                                                                                                 | Giới hạn sự biến động của dòng vốn                                                                                                                                                                   |
| Hạn chế khả năng nhà đầu tư nước ngoài tiếp cận giấy tờ có giá của NHTW          | Indonesia (tháng 6/2010): Chỉ cho phép các ngân hàng trong nước mua tín phiếu NHTW                                                                                                                                                                                           | Giảm sự biến động của dòng vốn và gia tăng hiệu quả của can thiệp trung hòa                                                                                                                          |
| Các hạn chế khác đối với nhà đầu tư nước ngoài                                   | Đài Loan (tháng 11/2009): Áp dụng mức giới hạn tài khoản tiền gửi có kỳ hạn của nhà đầu tư nước ngoài                                                                                                                                                                        | Giám các dòng vốn đầu cơ                                                                                                                                                                             |
| Thực hiện các biện pháp khuyến khích người cư trú đầu tư nước ngoài              | Malaysia (tháng 10/2010): Tăng tỷ lệ giới hạn đầu tư ra nước ngoài của các quỹ tiết kiệm người lao động từ 7% lên 20%.<br>Philippines (tháng 11/2010): Tăng mức trần đối với các giao dịch mua tài sản nước ngoài và ngoại hối của người cư trú tại các ngân hàng được phép. | Giám khả năng tiếp cận trái phiếu chính phủ của người không cư trú                                                                                                                                   |
| Dự trữ bắt buộc (DTBB) đối với ngoại tệ và tài khoản người không cư trú.         | Đài Loan (tháng 2/2011): Tăng tỷ lệ DTBB đối với tài khoản nội tệ của người không cư trú.<br>Indonesia (tháng 3/2011): Tăng tỷ lệ DTBB đối với tài khoản ngoại tệ từ 1% lên 5% và lên 8% sau đó.                                                                             | Ngăn cản các ngân hàng mở rộng tài khoản trả lãi cho người không cư trú.<br>Giới hạn sự dễ tổn thương của ngân hàng với các dòng vốn biến động, và hạn chế ngân hàng tiếp cận các dòng vốn ngắn hạn. |
| Áp dụng thuế của nhà đầu tư nước ngoài đối với thu nhập từ trái phiếu chính phủ. | Thái Lan (tháng 10/2010): Áp dụng thuế suất 15% đối với thu nhập từ trái phiếu chính phủ.<br>Hàn Quốc (tháng 1/2011): Áp dụng thuế suất 14% đối với thu nhập từ trái phiếu chính phủ và giấy tờ có giá của NHTW.                                                             | Hạn chế dòng vốn đầu tư vào thị trường trái phiếu chính phủ.                                                                                                                                         |

*Nguồn: Pradhan và đồng sự (2011).*



Đề ứng phó với sự dừng lại và đảo chiều dòng vốn, các biện pháp bao gồm: i) Thất chặt tiền tệ giúp lãi suất gia tăng sẽ làm tăng chi phí cho các cuộc tấn công đầu cơ, hấp dẫn luồng vốn vào nhiều hơn và khôi phục niềm tin vào giá trị đồng tiền. Một lựa chọn khác là chính sách tiền tệ (CSTT) mở rộng có thể làm giảm sự biến động của sản lượng trong giai đoạn dừng đột ngột của dòng vốn nhờ sự tác động kích thích nền kinh tế của chính sách và lấy lại niềm tin thị trường (Cavallo và Izquierdo, 2009); ii) Chính sách tài khóa (CSTK) thất chặt được kết hợp với CSTT thất chặt là khuyến nghị của IMF trong cuộc khủng hoảng tài chính châu Á 1997. Thái Lan, Indonesia và Hàn Quốc đã phải cam kết giữ cán cân tài khóa cân bằng hoặc thặng dư nhẹ với kỳ vọng tăng trưởng kinh tế vào năm 1998 khoảng 3%. Chính sách này đã thất bại do IMF đã áp dụng cùng một bài học cho tất cả quốc gia mà không phân tích kỹ lưỡng sự khác nhau về triệu chứng của các nền kinh tế khi gặp phải khủng hoảng (Radelet và Sachs, 1998). Ngoài ra, Chính phủ có thể áp dụng CSTK mở rộng nhằm hạn chế những tổn thương cho nền kinh tế. Theo Cavallo và Izquierdo (2009), giải pháp thành công đề ứng phó với sự ồ ạt của dòng vốn chạy ra là khi quốc gia có thể kích

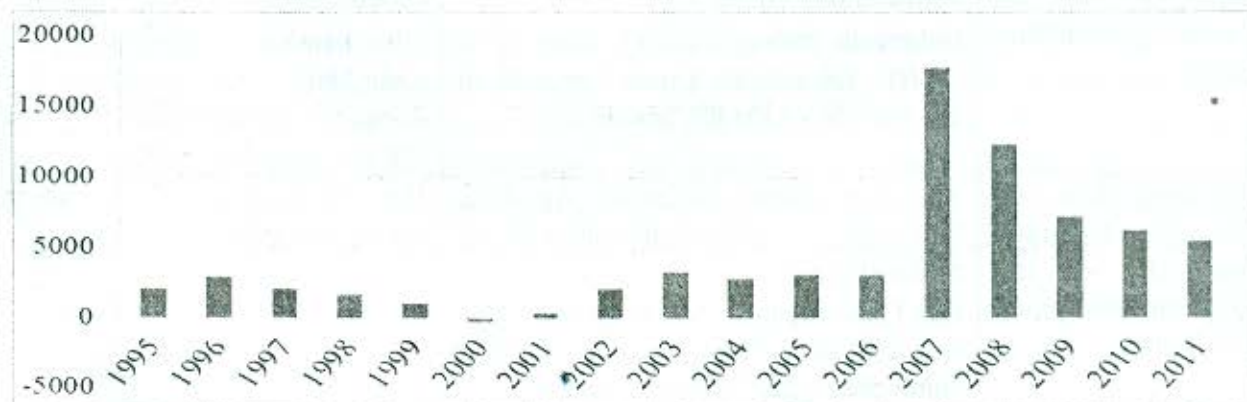
thích nền kinh tế bằng CSTK mở rộng kết hợp với các CSTT trong giai đoạn dừng đột ngột của dòng vốn.

### 3. Thực trạng biến động luồng vốn vào ròng của Việt Nam

Nhờ vào chính sách nới lỏng các rào cản đầu tư, đẩy mạnh mở cửa thị trường vốn và tự do hóa thị trường tài chính, luồng vốn vào ròng của Việt Nam tăng khá nhanh qua từng năm và đặc biệt tăng mạnh từ năm 2007 (xem Hình 1). Trong cơ cấu luồng vốn vào, vốn đầu tư trực tiếp (FDI) vẫn là dòng vốn chiếm tỷ trọng lớn và tăng trưởng tương đối ổn định. Vốn đầu tư gián tiếp (FPI) chỉ bắt đầu xuất hiện từ năm 2005 nhưng đã cho thấy sự linh hoạt và nguy hiểm của nó đối với luồng chu chuyển ngoại tệ của nền kinh tế. FPI tăng mạnh vào năm 2007 (6.243 triệu USD) khi thị trường cứng (TTCK) Việt Nam bùng nổ cùng lúc Việt Nam trở thành thành viên chính thức của WTO, rồi nhanh chóng đảo chiều vào năm 2008 (-578 triệu USD) khi bong bóng chứng khoán vỡ và giảm hẳn vào năm 2009. Vốn đầu tư khác (OI), với phần lớn là tín dụng và tài sản ngân hàng, là dòng vốn đang ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cán cân tài khoản vốn.

**Hình 1:** Luồng vốn vào ròng giai đoạn 2000 – 2011

Đơn vị: triệu USD



Nguồn: IFS (2012).



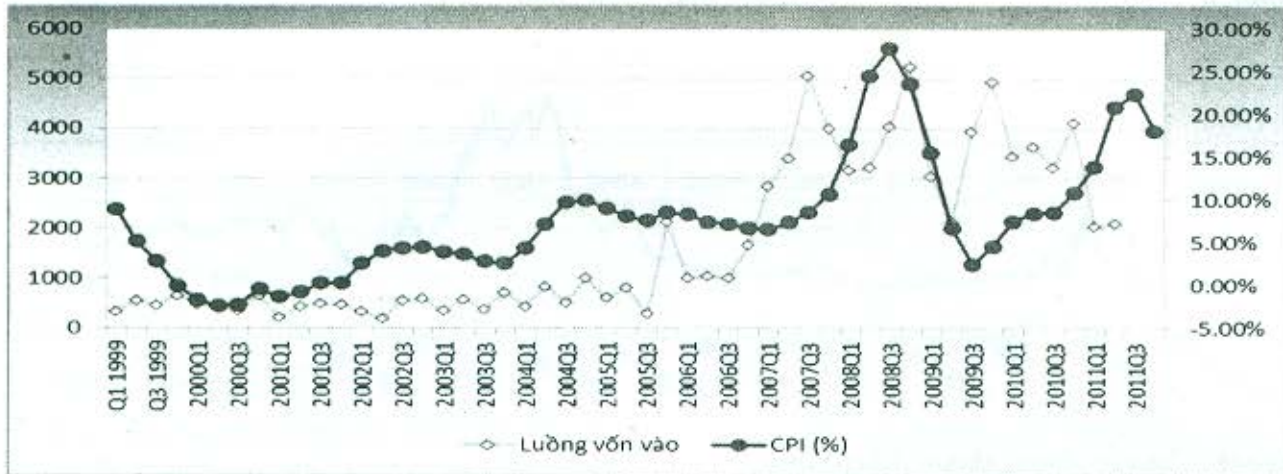
4. Tác động của luồng vốn vào ròng đến nền kinh tế Việt Nam

Thứ nhất, luồng vốn vào ròng ồ ạt gây áp lực lên cung tiền khiến lạm phát gia tăng. Lượng vốn đầu tư gián tiếp ồ ạt đổ vào trong nửa cuối năm 2007 và Quý I/2008 đã dẫn tới tình trạng tỷ giá hối đoái giảm và dễ giữ ổn định tỷ giá,

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã thực hiện các giao dịch can thiệp trên thị trường ngoại hối. Hậu quả là lượng tiền lưu thông trong nền kinh tế tăng lên nhanh chóng, dẫn đến chỉ số CPI tăng cao với đỉnh điểm là 27,7% vào Quý III năm 2008 và 23,9% vào cuối năm 2008 (xem Hình 2).

Hình 2: Luồng vốn vào và chỉ số CPI theo quý giai đoạn 1999 – 2011

Đơn vị: Triệu USD



Nguồn: Tổng hợp từ IFS (2012).

Thứ hai, luồng vốn vào Việt Nam góp phần khiến tăng trưởng quá nóng cho nền kinh tế, tạo nên các bong bóng tài sản và ảnh hưởng đến tính thanh khoản hệ thống. Cùng với luồng vốn vào ồ ạt, tăng trưởng tín dụng ở Việt Nam giai đoạn 2007 – 2010 luôn ở mức cao, với mức trung bình là 36,5%.

Thứ ba, luồng vốn vào ồ ạt tiềm ẩn nguy cơ của một cuộc khủng hoảng tiền tệ. FPI mặc dù chỉ mới xuất hiện nhưng đã cho thấy sự biến động thất thường của nó khi liên tục tăng mạnh mẽ vào năm 2007 rồi đảo chiều nhanh chóng vào năm 2008 trên cán cân thanh toán (xem Bảng 2). Sự biến động đó do các nguyên nhân: i) Trong bối cảnh suy thoái đang lan rộng ra toàn cầu, các định chế tài chính, các nhà đầu tư đã phải xem xét lại chiến lược đầu tư và danh mục đầu tư của mình, dẫn đến việc bán chứng

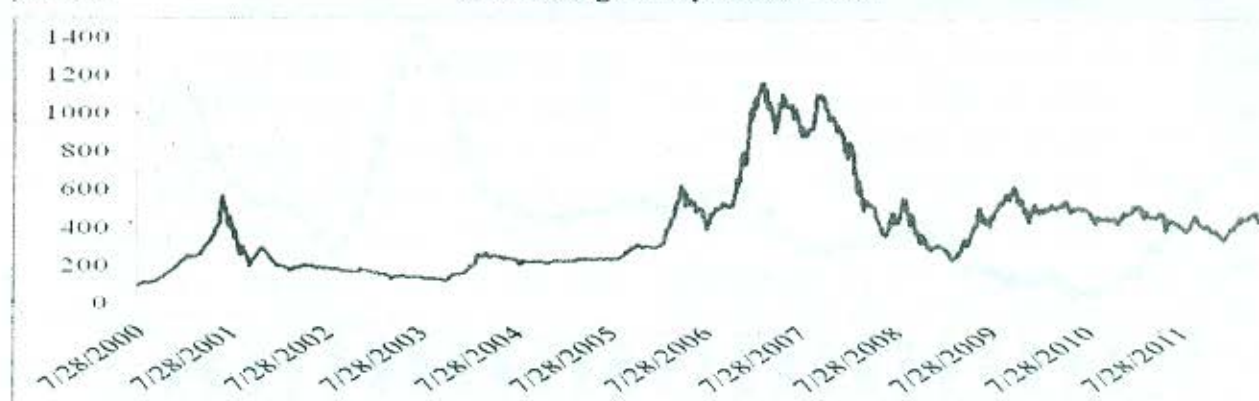
khoán để thu hồi vốn. Các nhà đầu tư nước ngoài, những người đang nắm giữ 40% – 50% giá trị giao dịch và khoảng 25% – 30% cổ phiếu trên TTCK Việt Nam đã rút vốn; ii) Tác động tâm lý của khủng hoảng tài chính toàn cầu đến các TTCK toàn cầu, biểu hiện qua VN-Index liên tục dò đáy mới và giảm xuống mức kỷ lục 252,57 điểm vào ngày 24/02/2009 (xem Hình 3); iii) Nền kinh tế có dấu hiệu đi xuống và có sự thay đổi mạnh và nhanh trong CSTT như lạm phát tăng, NHNN thắt chặt tiền tệ, thâm hụt thương mại ngày càng nghiêm trọng, dự trữ giảm sút; iv) Các tổ chức nước ngoài cung cấp những thông tin bất lợi như Fitch Ratings hạ định mức tín nhiệm của Việt Nam từ “ổn định” xuống “tiêu cực”, Morgan Stanley nhận định tình trạng khủng hoảng tiền tệ có thể xảy ra ở Việt Nam.



**Bảng 2:** Quy mô và tỷ trọng đầu tư gián tiếp ròng/GDP giai đoạn 2005 - 2011

| Chỉ tiêu                     | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Đầu tư gián tiếp (triệu USD) | 115  | 1313 | 6243 | -578 | 128  | 2383 | 1412 |
| Đầu tư gián tiếp/GDP (%)     | 0,2  | 2,2  | 8,8  | -0,6 | 0,1  | 2,2  | 1,2  |

Nguồn: World Bank (2012).

**Hình 3:****VN-Index giai đoạn 2000 – 2011**

Nguồn: Công ty chứng khoán Rồng Vàng.

**Bảng 3:****Bảy quỹ đầu tư đầu tiên xuất hiện ở Việt Nam**

| STT | Công ty quản lý quỹ                   | Quỹ                                  | Năm thành lập | Quy mô (triệu USD) | Hoạt động                                              |
|-----|---------------------------------------|--------------------------------------|---------------|--------------------|--------------------------------------------------------|
| 1   | Vietnam Fund Management               | Vietnam Fund                         | 1991          | 54,3               | Chấm dứt năm 2001                                      |
| 2   | KV Management Pte Limited (Singapore) | Vietnam Investment Fund              | 1992          | 90                 | Giảm xuống 5 triệu USD                                 |
| 3   | Bachmann Fund Administration Limited  | Beta Vietnam Fund                    | 1993          | 71                 | Giảm xuống 7 triệu USD                                 |
| 4   | Frontier (Finasa)                     | Vietnam Frontier Fund                | 1994          | 67                 | Chấm dứt năm 2004                                      |
| 5   | Templeton Investment Pte Ltd          | Templeton Vietnam Opportunities Fund | 1994          | 117                | Chấm dứt hoạt động năm 1997 và chuyển thành Asian Fund |
| 6   | Vietnam Vest Ltd                      | Vietnam Lazad Fund                   | 1994          | 58,8               | Kết thúc năm 1997                                      |
| 7   | Dragon Capital Ltd                    | Vietnam Enterprises Investment       | 1995          | 35                 | Đang hoạt động                                         |

Nguồn: Nguyễn Văn Hiệu, 2007.



Bất ổn từ thị trường tài chính thế giới và nền kinh tế thế giới cũng có tác động không nhỏ. Khủng hoảng tài chính Thái Lan năm 1997 khiến dòng vốn đầu gián tiếp nước ngoài giảm sút và thu hẹp đáng kể. Trong số 7 quỹ thành lập đầu tiên ở Việt Nam có quy mô ban đầu không lớn nhưng sau khủng hoảng đã có đến 4 quỹ chấm dứt hoạt động, 2 quỹ thu hẹp quy mô, chỉ còn một quỹ của công ty Dragon Capital còn trụ lại (xem Bảng 3).

Ngoài ra, theo kết quả ước lượng của Phạm Thị Tuyết Trinh (2011), mở cửa thị trường tài chính thông qua việc tự do hóa các giao dịch trên tài khoản vốn đang có tác động không tích cực đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam và nguyên nhân nằm ở các dòng FPI vì tất cả nghiên cứu đến nay đều khẳng định FDI có tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế Việt Nam (Nguyễn Thị Tuệ Anh, 2006). Sau khi đạt mức tăng trưởng cao 8,5% năm 2007, GDP giảm mạnh 6,3% và 5,3% năm 2008 và 2009 (Xem Bảng 4).

**Bảng 4:** Tăng trưởng GDP thực giai đoạn 2000 – 2011

*Đơn vị tính: %*

| Năm                  | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Tăng trưởng GDP thực | 8,6  | 6,9  | 7,1  | 7,3  | 7,8  | 8,4  | 8,2  | 8,5  | 6,3  | 5,3  | 6,8  | 5,9  |

*Nguồn: Tổng cục Thống kê (2012).*

Như vậy, quá trình tự do hóa các giao dịch vốn của Việt Nam, đặc biệt là các dòng FPI, đang diễn ra với lộ trình khá nhanh, điều này đã dẫn đến những khó khăn trong việc ứng phó với tác động không mong đợi của hội nhập tài chính do nền kinh tế chưa có sự chuẩn bị đầy đủ.

**5. Phản ứng chính sách với biến động luồng vốn vào**

*Thứ nhất*, phản ứng của NHNN trước luồng vốn vào ồ ạt và ngăn chặn sự lên giá của VND là can thiệp lên thị trường ngoại hối. Năm 2007, khi lượng vốn ròng ồ ạt đổ vào hơn 15 tỷ USD, NHNN đã sử dụng nghiệp vụ trung hòa tung VND mua 9 tỷ USD. Tương tự, NHNN có đợt mua vào dự trữ mạnh từ cuối tháng 4 đến tháng 7 năm 2011. Theo IMF (2011), trong năm 2011, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đã tăng khoảng 4 – 5 tỷ USD. NHNN cũng sử dụng nghiệp vụ trung hòa thông qua phát hành tín phiếu, trái phiếu. Các giao dịch can thiệp nhằm mục đích trung hòa và quy mô của giao dịch không được công bố rộng rãi nên rất khó để có thể đưa ra

kết luận về vai trò các can thiệp trung hòa của NHNN và hiệu quả của chúng. Dù vậy, Phạm Thị Tuyết Trinh và đồng sự (2011) đã đo lường mức độ của các giao dịch trung hòa dưới tác động làm tăng lượng tiền cung ứng của luồng vốn vào dựa trên mối quan hệ có tác động bù trừ giữa hai thành phần NFA và NDA của cung tiền M2 đã cho thấy 1% tăng lên của NFA sẽ làm NDA giảm 0,24%. Kết quả này khẳng định can thiệp trung hòa của NHNN là có tác dụng nhưng không tuyệt đối, nói cách khác, luồng vốn vào ròng đang có tác động đến cung tiền trong nền kinh tế.

*Thứ hai*, Việt Nam chưa thực hiện các biện pháp thận trọng vĩ mô nào trừ áp thuế đối với thu nhập từ trái phiếu chính phủ lên nhà đầu tư nước ngoài theo Thông tư 64/2010/TT-BTC: Quy định Các nhà đầu tư nước ngoài khi đầu tư vào trái phiếu ở Việt Nam sẽ phải chịu mức thuế mới khi chuyển nhượng chứng khoán là 0,1% trên tổng doanh thu thu được từ bán chứng khoán tại thời điểm chuyển nhượng; mức



thuế 10% trên số lãi nhận được từ nhà phát hành trái phiếu.

*Thứ ba*, Việt Nam gần như chưa chú trọng đến kiểm soát dòng vốn ra, thể hiện qua việc các văn bản điều chỉnh đầu tư gián tiếp chuyển ra bao gồm: Pháp lệnh Ngoại hối, Nghị định 160/2006/NĐ-CP, Thông tư 1550/2004/QĐ-NHNN đều không giới hạn việc chuyển vốn ra trừ một nội dung “sau khi hoàn thành nghĩa vụ thuế” và “phải chuyển ngoại tệ về nước sau 30 ngày mua được ngoại tệ”. Như vậy, so với Trung Quốc, một quốc gia có dự trữ ngoại hối lớn, tiềm năng kinh tế mạnh, Việt Nam đã mở cửa cho dòng vốn ngắn hạn vào và ra khỏi TTCK khá nhanh mà chưa có biện pháp kiểm soát thích hợp. Hơn nữa, đồng Việt Nam là tiền tệ chưa chuyển đổi nên khó có thể có cuộc tấn công tiền tệ để áp dụng các biện pháp tiềm tàng nhằm ứng phó với luồng vốn tháo chạy.

*Thứ tư*, trong bối cảnh luồng vốn vào ròng gia tăng tác động tiêu cực lên nền kinh tế, để ngăn ngừa trước một sự đảo chiều đột ngột, NHNN cũng đã áp dụng chính sách thắt chặt tiền tệ nhằm làm giảm tổng cầu hạn chế tình trạng tăng trưởng quá nóng.

## 6. Giải pháp

Để giảm bớt biến động luồng vốn vào phải kiểm soát được dòng vốn. Kiểm soát không phải là ngăn chặn mà đặt dòng vốn trong trạng thái có thể dự đoán được. Tự do hóa giao dịch vốn không phải là tự do hóa hoàn toàn mà là kiểm soát có mức độ. Mức độ kiểm soát sẽ phụ thuộc vào năng lực quản trị, công nghệ, kiểm soát rủi ro và tính minh bạch của mỗi nước trong từng thời kỳ phát triển. Đồng thời, trong bối cảnh hội nhập việc tự do hóa ngoại thương, tự do hóa tài chính mà ban đầu là thị trường vốn không được buông lỏng mà cần có lộ trình thích hợp. Khi dòng vốn đổ vào cần kiểm soát và sử dụng nguồn vốn quốc tế một cách hiệu quả nhất, đặc biệt là các nguồn vốn vay ngắn hạn,

hạn chế dùng nguồn vốn này cho mục tiêu hay dự án dài hạn và phải luôn đảm bảo khả năng hoàn trả đúng thời hạn. Bên cạnh đó, Chính phủ nên khuyến khích các luồng vốn dài hạn có tính ổn định và phù hợp với khả năng hấp thụ của nền kinh tế Việt Nam. Để dòng vốn không đổ vào ào ạt và tháo chạy thật nhanh, tự do hóa giao dịch vốn phải diễn ra từ từ.

Cụ thể các việc cần làm bao gồm: i) Xây dựng chiến lược tự do hóa giao dịch vốn. Chiến lược này được xây dựng trên cơ sở ổn định và phát triển bền vững hệ thống tài chính, tiền tệ quốc gia, đủ sức điều tiết thị trường khi thực hiện tự do hóa. ii) Xây dựng hành lang pháp lý dựa trên cơ sở phân tích, đánh giá mọi phản ứng có thể có từ việc áp dụng chính sách tự do hóa dẫn đến việc vốn tháo chạy hay kiểm soát vốn. iii) Xây dựng hệ thống các công cụ gián tiếp và hàng rào kỹ thuật để kiểm soát dòng vốn. Điều này làm cho các giao dịch vốn phải tốn kém nhiều chi phí hơn, từ đó hạn chế các giao dịch này, như đánh thuế cao trên các dòng vốn ngắn hạn, đi liền với việc miễn thuế đối với các dòng vốn mang tính dài hạn; yêu cầu các định chế tài chính muốn đi vay hoặc phát hành cổ phiếu thì cần phải được xếp hạng tín nhiệm... iv) Nhận dạng đúng những khiếm khuyết của hệ thống tài chính để lành mạnh hóa hệ thống: thực hiện tái cơ cấu theo hướng không ỷ lại vào hỗ trợ của chính phủ để tránh rủi ro mà phải tự thân vận động để thích nghi với thị trường, đặc biệt là các giao dịch tài chính hiện đại có thể phòng chống rủi ro như quyền chọn, hoán đổi, tương lai, kỳ hạn... v) Xây dựng hệ thống thanh tra, giám sát trong đó công tác thanh tra – giám sát từng bước áp dụng các chuẩn mực giám sát tài chính quốc tế như thỏa ước Basel về an toàn vốn, các nguyên tắc quản lý chứng khoán IOSCO, các tiêu chuẩn giám sát công ty của OECD cùng với các chuẩn mực quốc tế về công khai hóa tài chính, kế toán và kiểm toán. vi) Xây dựng hệ thống tài chính vững mạnh và thực hiện theo đúng những nghĩa vụ bắt buộc



trong quy định của GATS, hệ thống các NHTM trong nước phải đáp ứng các yêu cầu về minh bạch hóa, áp dụng các chuẩn mực an toàn trong hoạt động tài chính tín dụng như tỷ lệ an toàn vốn tối thiểu, trích lập dự phòng rủi

ro, tiêu chuẩn phân loại nợ. vii) Xây dựng một bộ cơ sở dữ liệu hoàn chỉnh và dựa vào đó để nhìn nhận đúng vai trò của dòng vốn đầu tư gián tiếp cũng như những rủi ro có thể phát sinh từ nguồn vốn này♦

#### Tài liệu tham khảo:

1. Calvo, G. A., and C. A. Vegh, C. A. (1996): *Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 10 (Spring), pp. 39 - 123..
2. Cardarelli, R., Elekdag, S. and Kose, M. A. (2009): *Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses*. IMF Working Paper, WP/09/40.
3. Cavallo, E. and Izquierdo, A. (2009): *Dealing With the Crisis: Lessons from Latin America*. March 28. Accessed at: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3358>, January 13, 2010.
4. Drive, R., Sinclair, P. and Thoenissen, C. (2005): *Exchange Rate, Capital Flows and Policy*. Routledge International Studies in Money and Banking (London and New York: Routledge).
5. IFS (2012): <http://www.elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393> ngày truy cập 30/11.
6. Nguyễn Thị Tuệ Anh và cộng sự (2006): *Tác động của đầu tư trực tiếp nước ngoài tới tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam*, Dự án SIDA, nâng cao năng lực nghiên cứu chính sách để thực hiện chiến lược phát triển kinh tế Xã hội của Việt Nam từ 2001 - 2010.
7. Nguyễn Văn Hiệu (2007): *Inducing Foreign Indirect Investment - Facts, Prospects and Solutions*, Vietnam Economic Reviews, No. 151.
8. Phạm Thị Tuyết Trinh (2011): *Kiểm định bộ ba bất khả thi trong điều hành CSTT tại Việt Nam*. Đề tài nghiên cứu cấp Trường Đại học Ngân Hàng TPHCM.
9. Phạm Thị Tuyết Trinh và Nguyễn Thị Hồng Vinh (2011): *Tác động của luồng vốn vào đến tăng trưởng cung tiền và mức độ can thiệp trung hòa của Ngân Hàng Trung Ương*, Tạp chí Công nghệ Ngân Hàng, số 66, tháng 9.
10. Pradhan, M. et al (2011): *Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets*, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/10.
11. Radelet, S. and Sachs, J. D. (1998): *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*. Brookings Papers on Economic Activity I, pp.1 - 74.
12. Reinhart, C. M. and Reinhart, V. (2008): *Is the US too Big to Fail?*. MPRA Paper 12976, University Library of Munich, Germany.
13. Singh, A. (2002): *Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development*, ESRC Centre for Business Research –Working Paper, 245, ESRC Centre for Business Research.
14. Takagi, S. and Esaka, T. (2001): *Sterilization and the Capital Inflow Problem in East Asia, 1987 – 97*, in Regional and Global Capital Flows: Macroeconomics Causes and Consequences, NBER-EASE Volume 10, University of Chicago Press, 0-226-38676-7, (p. 197 - 232).
15. World Bank (2012): *World Development Indicators 2012*, <http://www.data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.