

Lý thuyết “bộ ba bất khả thi” và thực trạng ở Việt Nam

Nguyễn Trần Thực Anh

1. Lý thuyết “bộ ba bất khả thi”

Theo thuyết “bộ ba bất khả thi”, một quốc gia phải từ bỏ một trong ba mục tiêu: CSTT độc lập, chính sách tỷ giá cố định và hội nhập thị trường tài chính. Khi mở cửa tự do cho dòng vốn quốc tế chảy vào, cung ngoại tệ sẽ tăng; nếu muốn duy trì tỷ giá cố định, NHNN phải mua vào ngoại tệ và đẩy ra lưu thông một lượng nội tệ, chính hiệu ứng này ảnh hưởng đến mục tiêu kiềm chế lạm phát, tức là không thể thực hiện được một CSTT độc lập trong điều kiện hội nhập tài chính và tỷ giá cố định.

Thực tiễn “bộ ba bất khả thi” xảy ra ở Châu Á được xem là một trong những nguyên nhân của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á năm 1997. Các nước này đã cố gắng thực hiện “bộ ba bất khả thi” của nền kinh tế: vừa mở cửa cho dòng vốn vay nước ngoài ngắn hạn chảy vào ô ạt, vừa cố định tỷ giá so với USD và lại vừa cố gắng thực hiện một CSTT độc lập. Nguồn vốn vay ngắn hạn được dùng để tài trợ cho các dự án dài hạn hoặc đầu tư vào bất động sản, trong khi đó chính phủ các nước lại tiếp tục nâng lãi suất

Lý thuyết của Robert Mundell đã gợi ý về sự tồn tại của “bộ ba bất khả thi” trong nền kinh tế: không một quốc gia nào có thể thực hiện đồng thời việc tự do hóa hoàn toàn luồng vốn quốc tế, vừa duy trì tỷ giá cố định và vừa thực hiện được một chính sách tiền tệ (CSTT) độc lập [2]. Trong thời gian từ nửa cuối năm 2007 đến tháng 3/2008, thực tiễn Việt Nam cho thấy rất rõ sự tồn tại của vấn đề “bộ ba bất khả thi”. Năm 2007, dòng vốn đầu tư nước ngoài chảy vào Việt Nam tăng cao, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) phải mua vào ngoại tệ để duy trì tỷ giá cố định, từ đó làm ảnh hưởng đến hiệu quả của CSTT trong việc kiềm chế lạm phát. Trong bài viết này, tác giả sẽ trình bày về lý thuyết “bộ ba bất khả thi” và những biểu hiện của nó ở Việt Nam trong thời gian qua đồng thời đưa ra một số giải pháp để hạn chế tác động của “bộ ba bất khả thi”.

để duy trì tỷ giá cố định so với USD. Lãi suất tăng, vốn nước ngoài lại chảy vào ô ạt. Đến khi nguồn dự trữ ngoại hối cạn kiệt do việc can thiệp vào thị trường để neo giữ tỷ giá cố định thì khả năng trả nợ ngắn hạn của các nước Châu Á cũng lâm vào tình trạng bế tắc và nổ ra cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á năm 1997 [9].

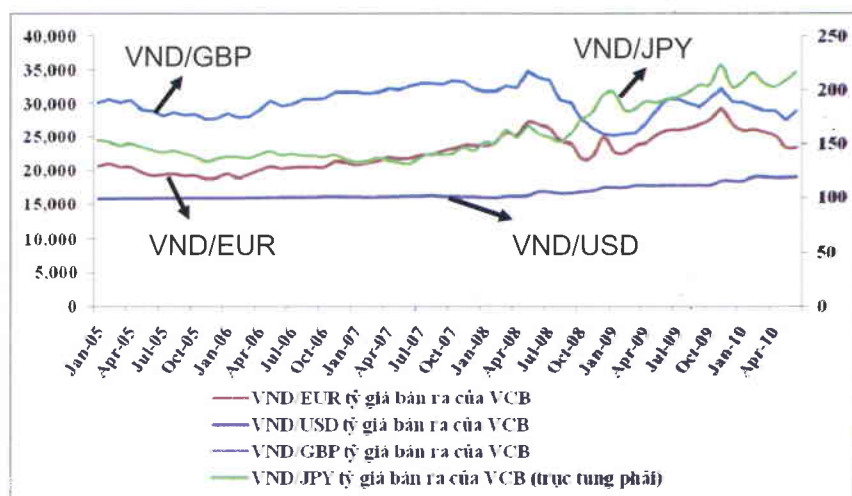
2. Thực trạng “bộ ba bất khả thi” ở Việt Nam

Chính sách tỷ giá

Theo nghị định số 63/1998/NĐ-CP ngày 17/8/1998 đến nay, NHNN công bố Việt Nam theo đuổi chính sách tỷ giá thả nổi có điều tiết của Nhà nước. Theo báo cáo phân loại tỷ giá “Classi-



Hình 1: Biến động tỷ giá giữa VND và một số ngoại tệ giai đoạn từ 1/2005 - 6/2010 (tỷ giá cuối tháng)



Nguồn: Tác giả vẽ từ nguồn số liệu <http://www.vietcombank.com.vn/en/exchange%20rate.asp>

fication of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks” của IMF năm 2003 và 2004, Việt Nam cũng được xếp vào nhóm quốc gia theo đuổi “Chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết không thông báo trước hướng điều chỉnh tỷ giá” (Managed floating with no preannounced path for exchange rate). Nhưng kể từ năm 2005 đến nay, bản cập nhật mới nhất vào

25/2/2009 IMF dựa trên những diễn biến thực tế hàng ngày của tỷ giá đã tái phân loại và xếp Việt Nam vào nhóm “Chế độ neo tỷ giá với một tiền tệ duy nhất có thể điều chỉnh” (Other conventional fixed peg arrangements Against a single currency) [6]. Đồ thị tổng hợp từ tỷ giá bán ra của Vietcombank từ năm 2005 đến nay đã cho thấy tỷ giá VND/USD được neo tương đối cố định còn các tỷ giá khác biến động khá linh hoạt. Như vậy, chính sách tỷ giá của Việt Nam có thể được xem là chế độ neo tỷ giá cố định so với USD và cũng cho thấy rằng Việt Nam đã chọn mục tiêu tỷ giá ổn định, một trong ba mục tiêu của tam giác “bộ ba bất khả thi”.

Chính sách kiểm soát vốn

Kiểm soát vốn là việc thực hiện các biện pháp can thiệp của chính phủ dưới nhiều hình thức khác nhau để tác động lên dòng

vốn nước ngoài chảy vào và chảy ra khỏi một quốc gia để nhằm đạt được các mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô của chính phủ. Nhìn chung trong giai đoạn 1988 - 2005, khi mà Luật đầu tư nước ngoài (1987) vẫn còn hiệu lực thì Việt Nam vẫn có một số quy định để kiểm soát dòng vốn nước ngoài chảy ra, cụ thể:

“Đối với luồng vốn đầu tư trực tiếp (FDI) chuyển ra khỏi Việt Nam bị đánh thuế từ 5% đến 10% số lợi nhuận chuyển ra nước ngoài, tùy thuộc vào mức vốn góp của nhà đầu tư nước ngoài vào vốn pháp định của doanh nghiệp. Ngoài ra, doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài phải nộp thuế lợi tức từ 10% đến 25% lợi nhuận thu được tùy theo tiêu chuẩn khuyến khích đầu tư.

“Đối với luồng vốn đầu tư gián tiếp (FPI), có Thông tư 124/2004/TT-BTC quy định về thời hạn chuyển vốn và lợi nhuận ra nước ngoài ít nhất là theo định kỳ hàng quý hoặc 6 tháng nếu đã thực hiện kê khai thuế thu nhập doanh nghiệp của năm tài chính và đã nộp thuế thu nhập doanh nghiệp hàng quý.

Kể từ khi Quốc hội ban hành “Luật Đầu tư” có hiệu lực từ ngày 01/07/2006, Việt Nam đã gỡ bỏ một số hạn chế đối với các dòng vốn đầu tư nước ngoài. Đặc biệt, đầu năm 2007 Việt Nam chính thức gia nhập WTO thì một loạt các văn bản pháp quy ra đời để đáp ứng các cam kết với WTO thì dòng vốn



nước ngoài chảy vào Việt Nam tăng đột biến. Cụ thể FPI vào Việt Nam năm 2005 là 865 triệu USD, năm 2006 là 1313 triệu USD và con số này tăng cao lên đến 6243 triệu USD vào năm 2007 [1]. Hiện thời Việt Nam không có văn bản nào giới hạn thời gian, số tiền chuyển ra trừ rào cản về khả năng tiếp cận ngoại tệ và rào cản hoàn thành các nghĩa vụ thuế. So với Trung Quốc - một quốc gia có dự trữ ngoại hối lớn, tiềm năng kinh tế mạnh thì mức dự trữ ngoại hối của Việt Nam mới chỉ vừa đạt ngưỡng an toàn và dừng lại ở con số khá khiêm tốn, trong khi đó tốc độ mở cửa cho dòng vốn ngắn hạn FPI vào và ra khỏi thị trường chứng khoán của Việt Nam là khá nhanh [7].

Bảng số liệu trên cho thấy, mức dự trữ ngoại hối của Trung Quốc rất cao, cao hơn rất nhiều so với mức dự trữ ngoại hối của Việt Nam cả về số tuyệt đối lẫn tỷ lệ % so với GDP. Cụ thể năm 2008 dự trữ ngoại hối so với GDP của Trung Quốc (44,24%) cao hơn 1,6 lần so với chỉ tiêu này của Việt Nam (26,42%). Trong khi đó, tốc độ mở cửa đối với dòng vốn ngắn hạn FPI của Trung Quốc là một quá trình lâu dài và khá thận trọng. Còn ở Việt Nam, quy mô dòng vốn FPI ngày càng lớn qua các năm. Mức độ mở cửa vốn FPI so với GDP của Việt Nam năm 2007 là 8,8% cao gấp nhiều lần so với con số 0,53% của Trung Quốc. Tuy nhiên, năm 2008 có hiện tượng rút vốn FPI ra khỏi Việt Nam là 578 triệu

USD. Việc này cho thấy Việt Nam có thể sẽ phải đối mặt với rủi ro bất ổn kinh tế vĩ mô khi có sự thoái vốn ồ ạt nếu thị trường có dấu hiệu bất ổn. Nguyên nhân là do cơ chế khá thông thoáng hiện tại đối với dòng vốn đầu tư gián tiếp FPI trong khi thông tin cụ thể về lượng đầu tư này chưa được thống kê đầy đủ. Như vậy, nếu Việt Nam chưa xây dựng một cơ chế giám sát luồng vốn hiệu quả thì việc kiểm soát và đưa ra những biện pháp đối phó kịp thời với việc rút vốn là chuyện không dễ dàng.

Từ những phân tích trên có thể khẳng định Việt Nam chưa có biện pháp kiểm soát rõ ràng và cụ thể đối với luồng vốn quốc tế, ngoài ra hội nhập toàn cầu cả về kinh tế lẫn tài chính là yêu cầu tất yếu hiện nay. Do đó, có thể khẳng định rằng Việt Nam đang theo đuổi mục tiêu hội nhập thị trường tài chính quốc tế - mục tiêu thứ hai trong tam giác “bộ ba bất khả thi”. Như vậy cùng với mục tiêu ổn định tỷ giá và hội nhập thị trường tài chính đã ảnh hưởng như thế nào tới sự độc lập của CSTT ở Việt Nam?

Chính sách tiền tệ

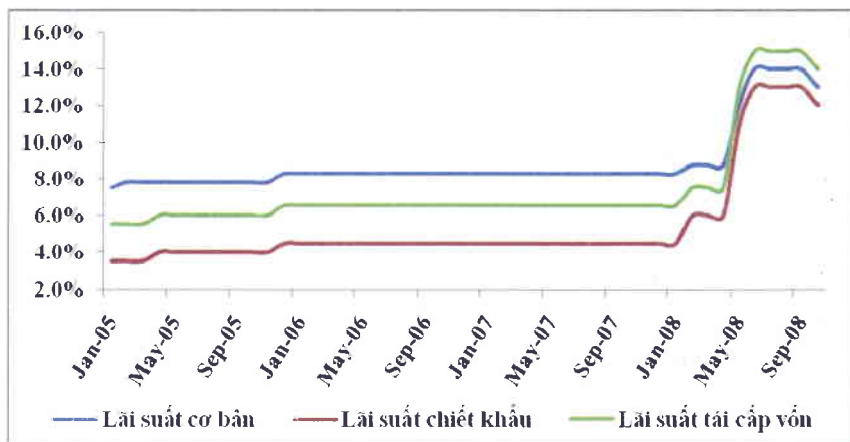
Từ 2005 đến đầu năm 2008, các công cụ lãi suất chậm điều chỉnh. Trong suốt năm 2006 và 2007, NHNN hầu như không có một động thái điều chỉnh nào. Mãi đến khi chỉ số lạm phát tăng cao thì NHNN mới điều chỉnh tăng các mức lãi suất vào tháng

Bảng 1: Dự trữ ngoại hối và mức độ mở cửa đối với dòng vốn FPI của Việt Nam và Trung Quốc.

Việt Nam									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	3,0	3,4	3,7	5,6	6,3	8,6	11,5	21,0	23,0
GDP (tỷ USD)	30,43	31,91	34,78	39,21	45,34	52,73	60,69	70,98	87,04
FPI (tỷ USD)	0	0	0	0	0	0,865	1,313	6,243	-0,578
Dự trữ ngoại hối / GDP (%)	9,96	10,62	10,61	14,33	13,93	16,31	18,95	29,59	26,42
FPI/GDP (%)	0	0	0	0	0	1,64	2,16	8,80	-0,66
Trung Quốc									
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	166	212	286	403	610	819	1066	1528	1946
GDP (tỷ USD)	1198,6	1324,8	1453,8	1641,0	1931,7	2270,3	2713,9	3522,5	4399,2
FPI (tỷ USD)	-3,99	-19,41	-10,34	11,43	19,69	-4,93	-67,56	18,67	42,66
Dự trữ ngoại hối / GDP (%)	13,81	16,01	19,70	24,57	31,57	36,07	39,29	43,39	44,24
FPI/GDP (%)	-0,33	-1,46	-0,71	0,70	1,02	-0,22	-2,49	0,53	0,97

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ “ADB Key indicators for Asia and the Pacific 2009”; “IMF Country Report No. 09/110, April 2009”; “IMF Country Report No. 07/387, December 2007”; “IMF Country Report No. 06/52, February 2006” và website www.safe.gov.cn.

Hình 2: Các mức lãi suất chủ đạo của Việt Nam 2005 - 10/2008



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ website của NHNN, www.sbv.gov.vn

1/2008. Sau đó các mức lãi suất này tiếp tục tăng, đến tháng 6/2008 lãi suất cơ bản tăng vọt lên 14%, lãi suất tái cấp vốn 15% và lãi suất chiết khấu là 13%.

Công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc được giữ ổn định trong thời gian dài từ tháng 6/2003 cho đến tháng 5/2007. Nhưng từ tháng 6/2007, NHNN quyết định tăng gấp 2 lần tỷ lệ dự trữ bắt buộc so với mức trước đó (từ 5% lên 10% đối với tiền gửi bằng VND có kỳ hạn dưới 12 tháng, từ 2% lên 4% đối với tiền gửi bằng VND có kỳ hạn trên 12 tháng). Đến đầu năm 2008 các tỷ lệ này tiếp tục tăng thêm 1%. Điều này đã tác động mạnh mẽ đến hoạt động của các ngân hàng thương mại, khiến nhiều ngân hàng gặp khó khăn về thanh khoản, khởi động cuộc đua lãi suất đầu năm 2008.

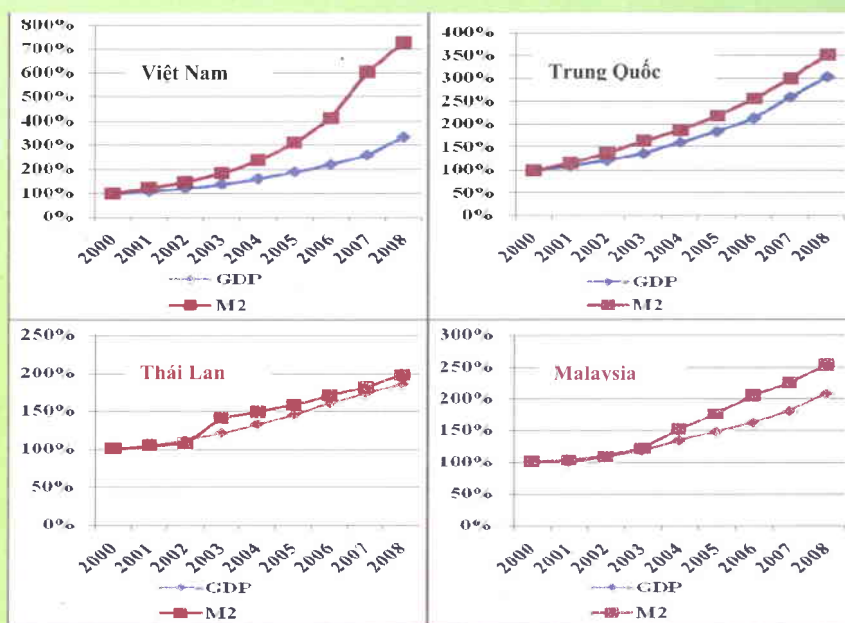
Việc sử dụng công cụ nghiệp vụ thị trường mở để điều tiết thị trường chưa phát huy hiệu quả cao. Điển hình như trong năm 2007, NHNN đã bơm ra lưu thông 112.000 tỷ VND để mua vào 7 tỷ

USD, nghiệp vụ trung hòa thông qua công cụ thị trường mở đã không được tiến hành kịp thời và có hiệu quả. Chỉ đến khi lạm phát tăng quá cao vào đầu năm 2008, thì NHNN mới phát hành 20.300 tỷ đồng tín phiếu để hút một lượng nội tệ lớn từ lưu thông về.

Như vậy CSTT trong giai đoạn này thiếu linh hoạt và khi xuất

hiện thì lại quá dày đặc đã phần nào làm cho kinh tế vĩ mô nói chung và hoạt động của các ngân hàng nói riêng cuối năm 2007 - đầu năm 2008 không ổn định. Ngoài ra, việc mở cửa cho dòng vốn ngoại chảy vào tăng đột biến năm 2007 cùng với việc cố định tỷ giá với biên độ dao động hẹp trong thời gian dài trước năm 2008 đã làm cho Việt Nam phải đánh đổi mục tiêu kiềm chế lạm phát hay nói cách khác là mất đi tính độc lập của CSTT. Cụ thể, tác động của “bộ ba bất khả thi” được xem là một trong những nguyên nhân làm ảnh hưởng đến khả năng kiểm soát cung tiền, gia tăng lạm phát và căng thẳng lãi suất trong giai đoạn này. Nếu lấy năm 2000 làm gốc, thì mức cung tiền M2 năm 2008 của Việt Nam tăng gấp 7,28 lần, cao hơn rất

Hình 3: So sánh mức độ mở rộng cung tiền giữa Việt Nam và một số nước Châu Á (2000 - 2008)



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ “ADB Key indicator for Asia and the Pacific 2009” (năm 2000 làm gốc).

nhiều so với một số nước Châu Á như Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan. Ngoài ra, mức tăng trưởng GDP ở các nước này không chênh lệch quá nhiều so với mức tăng trưởng cung tiền. Trong khi đó chênh lệch giữa hai mức tăng trưởng này ở Việt Nam là khá lớn, chênh lệch này biểu hiện sự mất cân đối trong quan hệ cung tiền và sản lượng và nó cũng là một trong những nguyên nhân làm gia tăng lạm phát cao ở nước ta.

Từ cuối năm 2008 đến nay, nhìn chung CSTT của Việt Nam đã linh hoạt hơn so với giai đoạn trước đó. Xét trong từng điều kiện và diễn biến chung của nền kinh tế, NHNN đã có những biện pháp khá thích hợp và kịp thời đã hạn chế được tác động của “bộ ba bất khả thi” ở Việt Nam so với giai đoạn cuối 2007 - đầu 2008. Nếu so với năm 2007 - 2008 thì tỷ lệ lạm phát năm 2009 là tương đối ổn định. Chỉ số giá tiêu dùng bình quân năm 2009 tăng 6,88% so với năm 2008, thấp nhất trong 6 năm trở lại đây (chỉ số giá tiêu dùng bình quân năm 2004 tăng 7,71%; năm 2005 tăng 8,29%; năm 2006 tăng 7,48%; năm 2007 tăng 8,3%; năm 2008 tăng 22,97%) [13].

3. Các giải pháp để hạn chế tác động của “bộ ba bất khả thi” ở Việt Nam

Đối với chính sách tỷ giá

Việc duy trì một cơ chế tỷ giá cố định trong xu hướng dòng vốn ngoại ngày càng gia tăng khiến

cho Việt Nam không thể đạt được mục tiêu kiềm chế lạm phát và ổn định lãi suất theo như phát biểu của lý thuyết “bộ ba bất khả thi”. Do đó xu hướng tất yếu là Việt Nam nên tiến đến một chính sách tỷ giá linh hoạt hơn nhằm ổn định vấn đề lạm phát và lãi suất [8]. Tuy nhiên chính sách tỷ giá linh hoạt hơn không có nghĩa là thả nổi tự do vì trong điều kiện Việt Nam chưa có thị trường tài chính phát triển vững chắc, việc thả nổi tỷ giá hoàn toàn sẽ có thể gây ra những bất ổn định trên thị trường tài chính. Do đó, chế độ tỷ giá ở Việt Nam không nhất thiết phải ổn định mà có thể dao động giữa nhiều loại cơ chế tỷ giá trung gian khác nhau, tùy thuộc vào tình hình tăng trưởng kinh tế, lạm phát và những cú sốc kinh tế từ bên ngoài trong từng thời điểm.

Đối với chính sách kiểm soát dòng vốn đầu tư nước ngoài

Thực tế tại Việt Nam cho thấy, vấn đề quản lý luồng vốn đầu tư nước ngoài là vấn đề rất đáng quan tâm. Chúng ta vẫn chưa thống kê chính xác được luồng vốn ngắn hạn vào ra là bao nhiêu, do vậy công tác quản lý thực sự rất khó khăn. Do đó phải kiểm soát được luồng vốn, đặt luồng vốn vào trạng thái có thể dự đoán được: (i) nên có chiến lược kiểm soát vốn cụ thể, chiến lược này phải được xây dựng trên cơ sở ổn định và phát triển bền vững hệ thống tài chính, (ii) xây dựng và hoàn thiện hệ thống pháp luật

về hoạt động an toàn và hiệu quả của thị trường tài chính và các định chế tài chính, (iii) xây dựng hệ thống thanh tra, giám sát về an toàn vốn và hệ thống thống kê luồng vốn vào ra để có được những báo cáo đầy đủ, chính xác từ đó có được những phân tích và hướng xử lý kịp thời khi có bất ổn về luồng vốn đầu tư nước ngoài, (iv) nên mở cửa đối với luồng vốn đầu tư nước ngoài theo lộ trình từ từ, phù hợp với năng lực quản trị, công nghệ, khả năng kiểm soát rủi ro, tính minh bạch và sự phát triển của thị trường tài chính của Việt Nam trong từng thời kỳ.

Đối với CSTT

CSTT nên có một tầm nhìn dài hạn và mang tính định hướng cần thiết; nên phối hợp các công cụ CSTT linh hoạt và thận trọng hơn. Việc sử dụng đồng thời nhiều công cụ điều hành CSTT là việc làm bình thường, trên lý thuyết và cả thực tiễn, cũng không có nguyên tắc nào quy định về vấn đề này. Tuy nhiên, thị trường là nơi rất nhạy cảm và nó chính là nơi phản ánh sức sống của nền kinh tế. Diễn biến cùng với những phản ứng mãnh liệt của thị trường vào những tháng đầu năm 2008 và những dư âm của nó cho đến những ngày cuối của năm 2008 đã cho ta một bài học sâu sắc về vấn đề này. Vì thế, cần phải hết sức thận trọng và linh hoạt khi sử dụng các công cụ CSTT, phải dự kiến được những phản ứng có thể của thị trường

Tiện ích từ eBanking của Ngân hàng Đông Á

“Nhờ sự phát triển vượt bậc của công nghệ thông tin (CNTT), các phương tiện thanh toán điện tử đã dần trở nên phổ biến nhờ các ưu điểm vượt trội so với các phương thức thanh toán. Mới đây, Ngân hàng Đông Á đã đưa ra một sản phẩm có nhiều ứng dụng để phục vụ việc thanh toán điện tử của khách hàng - sản phẩm DongA eBanking.”

Chúng ta có thể tìm hiểu thêm về DongA eBanking.

• **Khách hàng:** Tôi vừa mở một tài khoản ở Ngân hàng Đông Á (DAB), tôi muốn đăng kí sử dụng dịch vụ eBanking, có thể cho tôi biết một số thông tin?

- **Nhân viên DAB:** Hiện nay DAB đang cung cấp cho khách hàng các hình thức Ebanking gồm: Internet Banking, SMS Banking, và Mobile Banking.



Quốc Quân - Diễm Trinh

Với Internet Banking, khách hàng truy cập trực tiếp vào <https://ebanking.dongabank.com.vn> để thực hiện các giao dịch.

Với SMS Banking, khách hàng chỉ cần soạn tin nhắn theo cú pháp hướng dẫn và gửi đến tổng đài của DAB (1900 545464 hoặc 8149).

Hình 1: Giao diện SMS Banking

Với Mobile Banking khách hàng phải có điện thoại di động hỗ trợ 3G, Wifi hoặc GPRS và phải cài đặt ứng dụng trước khi sử dụng. Mobile Banking có giao diện ứng dụng dạng Menu giúp người sử dụng

để cân nhắc về loại công cụ sử dụng, về mức độ cần thiết, về liều lượng cũng như cách thức vận hành mỗi công cụ và luôn tránh những giải pháp sốc - giải pháp có thể dẫn các ngân hàng vào những tình huống tiềm ẩn rủi ro cao ■

Tài liệu tham khảo

Tài liệu tiếng Anh

1. ADB, “Key indicators for Asia and the

Pacific 2009”, <http://www.adb.org/Statistics/ki.asp>

2. Goubing Shen (2004), “The choice of Exchange rate regime: A Tetrahedron Hypothesis”, China Business Review (Journal), Volume 3, No 4.

3. IMF, “IMF Country Report No. 09/110, April 2009”.

4. IMF, “IMF Country Report No. 07/387, December 2007”.

5. IMF, “IMF Country Report No. 06/52, February 2006”.

6. IMF (2003 - 2009), “Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Frameworks”, <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/index.asp>

Tài liệu tiếng Việt

7. Hà Thị Thiệu Dao, “Thận trọng trong xây dựng lộ trình tự do hóa giao dịch vốn của Việt Nam”, Tạp chí Phát triển kinh tế số 232 (01/02/2010).

8. Hoàng Công Gia Khánh, “Lựa chọn cơ chế tỷ giá cho Việt Nam”, Tạp chí Tài chính tháng 4/2009.

9. Lê Phan Thị Diệu Thảo (2010), “Bộ ba bất khả thi trong điều hành CSTT”, Tạp chí Công nghệ ngân hàng số xuân Canh Dần 2010.

10. Nguyễn Trần Thục Anh, Khóa luận tốt nghiệp chuyên ngành Tài chính ngân hàng “Bộ ba bất khả thi và sự phối hợp các công cụ CSTT ở Việt Nam”, Đại học Ngân hàng TPHCM, Tháng 4/2010.

Website tham khảo

11. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, www.sbv.gov.vn

12. Ngân hàng ngoại thương Việt Nam, <http://www.vietcombank.com.vn/en/exchange%20rate.asp>

13. Tổng cục thống kê Việt Nam, www.gso.gov.vn

14. Ủy ban quản lý ngoại hối Trung Quốc, www.safe.gov.cn