



# TÁC ĐỘNG CỦA LUỒNG VỐN VÀO ĐẾN CUNG TIỀN VÀ MỨC ĐỘ TRUNG HÒA CỦA NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC VIỆT NAM

Phạm Thị Tuyết Trinh  
Nguyễn Thị Hồng Vinh  
ĐH Ngân hàng TP.HCM

**L**uồng vốn vào ròng nền kinh tế Việt Nam vượt mức 3 tỷ USD từ năm 2003, cũng từ năm này, tăng trưởng cung tiền trong nền kinh tế vượt trên 30%/ năm và lạm phát bắt đầu tăng cao. Bài viết làm sáng tỏ tác động của luồng vốn vào ròng đến tăng trưởng cung tiền trong nền kinh tế. Lượng tài sản ngoại ròng (NFA) trong cung tiền M2 tăng lên tương ứng với mức tăng của luồng vốn vào ròng khẳng định vai trò của luồng vốn vào trong tăng trưởng cung tiền hàng năm. Kết quả ước lượng bằng phương pháp bình phương thông thường bé nhất (OLS) cũng cho thấy nghiệp vụ trung hòa đang có tác động rất hạn chế trong việc loại bỏ tác động của luồng vốn vào đến tăng trưởng cung tiền.

## Đặt vấn đề

Trong những năm qua lượng vốn đầu tư nước ngoài không ngừng chảy vào Việt Nam, tài trợ cho đầu tư trong nước và góp phần vào tăng trưởng chung của nền kinh tế. Cũng trong thời gian này tỷ lệ lạm phát của nền kinh tế ngày càng tăng cao. Kiểm soát lạm phát không còn là một vấn đề đơn giản vì nhiều nguyên nhân, trong đó không thể phủ nhận tác động mặt trái của luồng vốn vào. Mô hình IS-LM-BP của Mundull-Fleming đã chứng minh rằng, trong chế độ tỷ giá cố định luồng vốn vào sẽ làm tăng cung tiền, dẫn đến nguy cơ làm tăng lạm phát nếu Ngân hàng Trung ương (NHTW) không sử dụng các biện pháp can thiệp trung hòa. Tuy nhiên, nghiên cứu tại các nền kinh tế mới nổi lại cho thấy hiệu quả của can

thiệp trung hòa là rất hạn chế (Takagi và Esaka, 2001) và luồng vốn vào chính là một trong những nguyên nhân của tăng trưởng cung tiền và lạm phát (Reinhart và Reinhart, 2008; Cardarelli, 2010). Trong bài viết này, nhóm tác giả xem xét tác động của luồng vốn vào đến tăng trưởng cung tiền của nền kinh tế và đo lường mức độ can thiệp trung hòa của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) nhằm kiểm soát lượng tiền cung ứng.

## Tác động của luồng vốn vào đến tăng trưởng cung tiền và biện pháp trung hòa

Về mặt lý thuyết, tác động của luồng vốn vào đến lạm phát có thể được giải thích thông qua mô hình IS-LM-BP của Mundell-Flemming. Mô hình này được phát triển từ

mô hình IS-LM của Keynes, trong đó có đề cập đến các luồng chu chuyển vốn quốc tế.

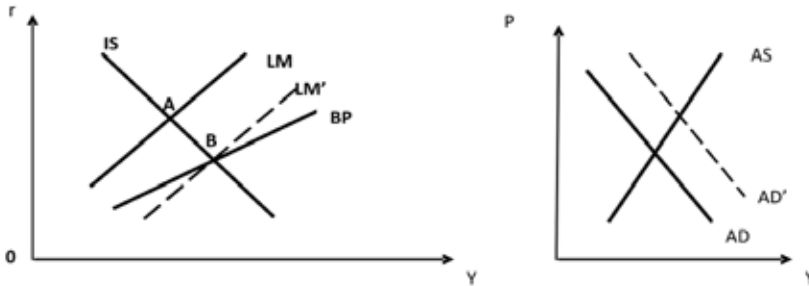
Mô hình IS-LM-BP (Hình 1) mô tả sự cân bằng của thị trường hàng hóa (IS) và thị trường tiền tệ (LM) tại điểm A. Trong nền kinh tế mở, đường BP phản ánh trạng thái cân bằng của cán cân thanh toán (BOP). Điểm A nằm phía trên đường BP cho thấy BOP thặng dư (BOP thâm hụt khi nền kinh tế nằm phía dưới đường BP), luồng ngoại tệ vào lớn hơn luồng ngoại tệ ra nền kinh tế. Dưới chế độ tỷ giá cố định, trạng thái thặng dư BOP sẽ gây áp lực làm nội tệ lên giá, tỷ giá giảm. Để giữ tỷ giá ổn định, lượng ngoại tệ chênh lệch sẽ được NHTW mua vào bằng nội tệ, làm tăng cung tiền, đường LM dịch chuyển sang phải, tiến đến điểm cân bằng B.

Đường LM dịch chuyển sẽ làm đường tổng cầu AD dịch chuyển theo, làm tăng sản lượng, theo đó là giá cả tăng.

hành không thể thay thế hoàn hảo cho các tài sản tài chính mà nhà đầu tư nước ngoài muốn nắm giữ. Khi nghiệp vụ thị trường mở đẩy

cho phép tăng tỷ giá danh nghĩa; Indonesia tăng cường sử dụng kỹ thuật trung hòa hoá đổi ngoại hối... Ngoài ra, rất nhiều quốc gia đã cố gắng kết hợp các chính sách tiền tệ truyền thống với các biện pháp kiểm soát vốn gián tiếp, trong đó các yêu cầu về dự trữ bắt buộc trên các loại tiền gửi nước ngoài là phương pháp kiểm soát được sử dụng phổ biến như Malaysia, Indonesia, Thái Lan, Phillipines, Hàn Quốc (Villanueva và Seng, 1999).

Hình 1: Mô hình IS-LM-BP và sự thay đổi tổng cầu



Nguồn: Tomáš Dvořák (1997)

Để tránh tác động làm tăng cung tiền dẫn đến lạm phát tăng do luồng vốn vào ô ạt, NHTW có thể sử dụng các biện pháp trung hòa. Trong đó, nghiệp vụ thị trường mở được xem là nghiệp vụ linh hoạt và vì vậy được sử dụng phổ biến. Bằng cách bán ra các giấy tờ có giá, NHTW có thể đưa lượng cung tiền trong nền kinh tế về mức cũ.

lãi suất trong nước lên cao, giá của các tài sản tài chính được ưa thích hơn sẽ tiếp tục tăng, càng làm hấp dẫn luồng vốn vào. Thêm vào đó, nguồn vốn huy động được khi sử dụng nghiệp vụ thị trường mở thường được đầu tư vào tài sản nước ngoài có lãi suất thấp hơn so với lãi suất phải trả cho các công cụ nợ đã bán, tạo ra khoản chi phí không nhỏ khi sử dụng nghiệp vụ này.

Tuy nhiên, khả năng trung hòa của nghiệp vụ này có mối quan hệ ngược với mức độ lưu chuyển vốn quốc tế. Trong trường hợp luồng vốn vào là lớn và ổn định, nghiệp vụ này sẽ trở nên vô hiệu vì các luồng vốn mới sẽ phủ lấp hiệu quả của nghiệp vụ. Đặc biệt, theo Jang-Yung Lee (1997), đối với các nước đang phát triển, qui mô và hiệu quả của công cụ thị trường mở truyền thống có thể bị hạn chế nghiêm trọng bởi các giấy tờ có giá có thể sử dụng. Các chứng khoán nợ do Chính phủ phát

Do có những hạn chế này mà các thị trường mới nổi đã chuyển sang sử dụng các biện pháp trung hòa khác. Chẳng hạn, tại Malaysia, Thái Lan và Indonesia, NHTW đã chuyển tiền gửi Chính phủ trong hệ thống ngân hàng thương mại sang gửi tại NHTW; Chile, Colombia và Tây Ban Nha thì tháo bỏ kiểm soát đối với các luồng vốn ra; Colombia và Hàn Quốc đẩy nhanh tự do hóa thương mại; Chi Lê và Tây Ban Nha thực hiện chính sách tỷ giá linh hoạt,

### Cung tiền và lạm phát ở Việt Nam

Từ năm 2000-2009, cung tiền ở Việt Nam tăng rất nhanh, trung bình 30%/năm; 9 tháng đầu năm 2010, lượng cung tiền đã tăng 21,7%. Trong khi đó tốc độ tăng của GDP danh nghĩa thì lại thấp hơn rất nhiều, trung bình 15,8%/năm. Tỷ lệ lạm phát trong giai đoạn này cũng tăng lên nhanh chóng với đỉnh điểm là 24,4% vào năm 2008. Kéo tốc độ tăng trưởng bình quân của GDP thực chỉ ở mức trung bình 7%/năm.

Mặc dù vòng quay của tiền giảm và theo Keynes là để bù trừ cho mức tăng lên của cung tiền và không có áp lực lên lạm phát. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm vẫn đi đến kết luận cung tiền là một trong những nguyên nhân gây ra lạm phát ở Việt Nam (Santitarn, 2011; IMF, 2006 và Camen, 2006).

**Bảng 1: Tăng trưởng GDP thực, GDP danh nghĩa, lạm phát, cung tiền năm 2000-2010**

Chỉ số	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Tăng trưởng GDP danh nghĩa	10,4	9,0	11,3	14,5	16,6	17,3	16,1	17,4	29,8	11,7	19,4
Tăng trưởng GDP thực	8,6	6,9	7,1	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,3	6,78
Tỷ lệ lạm phát	-1,7	-0,4	3,8	3,2	7,8	8,3	7,4	8,9	24,4	6,90	9,20
Tăng trưởng M2	35,4	27,3	13,3	33,1	31,0	30,9	29,7	49,1	20,7	26,2	21,7*
Vòng quay của tiền	2,24	1,92	1,89	1,62	1,44	1,29	1,16	0,91	0,98	0,87	0,85*

Ghi chú: \* 9 tháng đầu năm

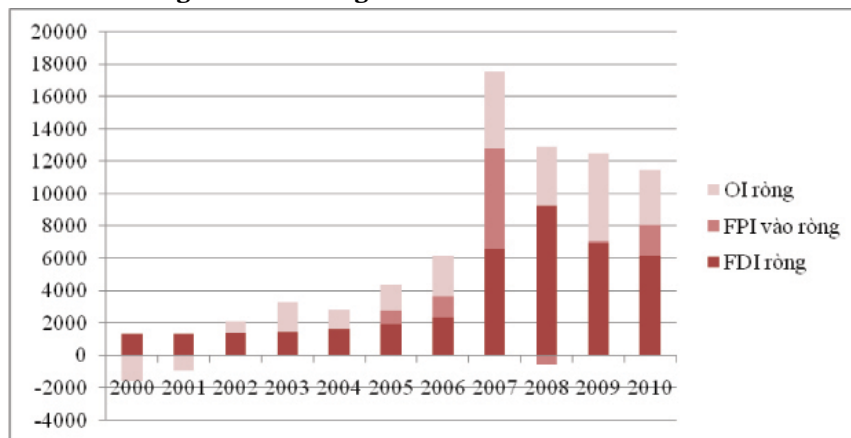
Nguồn: Thống kê Tài chính Quốc tế (IFS) và tính toán của nhóm tác giả

**Luồng vốn vào và tăng trưởng cung tiền của Việt Nam**

Nhờ vào mức tăng trưởng kinh tế cao và 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 (Hình 2).

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 chứng khoán 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)

**Hình 2: Luồng vốn vào ròng năm 2000-2010**



Ghi chú: năm 2010 - 9 tháng đầu năm

Nguồn: IFS

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

tiết (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 chứng khoán 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)

là dòng vốn đang ngày càng khẳng định tầm quan trọng trong cán cân tài khoản vốn với tỷ trọng càng lúc càng cao.

Xét về góc độ thanh khoản quốc tế, luồng vốn vào lớn đóng vai trò quan trọng trong việc bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai và góp phần củng cố qui mô quỹ dự trữ ngoại hối (Bảng 2).

Bảng 2 cho thấy, từ năm 2001-2007, phần lớn luồng vốn vào đã được đưa vào quỹ dự trữ ngoại hối. Năm 2008-2010, do cán cân thương mại bị thâm hụt nghiêm trọng, lượng kiều hối không đủ sức bù đắp, phần lớn luồng vốn vào được dùng để bù đắp cho cán cân vãng lai.

Xét về cơ cấu cung tiền (M2) trong nền kinh tế, mặc dù tài sản nội ròng (NDA – Net domestic assets) vẫn đóng vai trò lớn đến tăng trưởng cung tiền, tài sản ngoại ròng (NFA – Net foreign assets) cũng là một thành phần có ảnh hưởng không nhỏ. Ngoại trừ năm 2002 và 2009, năm 2010 NFA giảm (do cán cân tổng thể thâm hụt), các năm còn lại NFA tăng trung bình 25%/năm, đóng góp trung bình 27% trong tăng trưởng cung tiền của nền kinh tế hàng năm. Điều này phần nào cho thấy rằng lượng ngoại tệ thặng dư của cán cân tổng thể đã được NHNN rút ra khỏi nền kinh tế bằng các giao dịch can thiệp lên

**Bảng 2: Đóng góp của luồng vốn vào ròng đối với cán cân vãng lai và dự trữ ngoại hối**

Năm	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cán cân vãng lai*	1106	682	-604	-1931	-957	-560,2	-163,7	-6992	-10787	-6116,3	-2284
Sai sót*	-680,1	-846,68	-1038	798,14	-914,6	-396,7	1400,2	-342,35	-607,43	-13508,72	
Cán cân tổng thể*	109,9	206,2	448,3	2146,4	935,4	2130,2	4324,5	10205,6	473	-8166	-2239
Bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai**	0,0	0,0	28,9	58,9	34,1	18,1	5,3	39,9	90,9	31,2	21,1
Đóng góp dự trữ ngoại hối**	0,0	55,6	21,5	65,5	33,3	69,0	140,0	58,2	4,0	0,0	0,0

Ghi chú: \* triệu USD, \*\* %, năm 2010 - 9 tháng đầu năm  
 Nguồn: IFS và tính toán của nhóm tác giả

**Bảng 3: Cơ cấu tăng cung tiền M2 (tỷ VND)**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
ΔM2	80236	56899	49369	82082	121114	158306	232020	425572	273886	470317	414433
ΔNFA/ΔM2 (%)	42.5	38.5	-0.4	17.0	12.0	28.5	41.7	28.8	6.8	-24.8	-11.8%
ΔNDA/ΔM2 (%)	57.5	61.5	100.4	83.0	88.0	71.5	58.3	71.2	93.2	124.8	111.8%

Ghi chú: \*9 tháng đầu năm 2010  
 Nguồn: IFS và tính toán của nhóm tác giả

thị trường ngoại hối nhằm mục đích giữ ổn định tỷ giá. Về mặt lý thuyết, luồng vốn vào ròng chỉ tác động làm tăng lượng tiền cung ứng khi NFA tăng lên mà NHNN không sử dụng các nghiệp vụ trung hòa để rút lượng NDA bù trừ ra khỏi nền kinh tế. Ở Việt Nam, do NFA và NDA đều cùng tăng qua các năm, các giao dịch can thiệp nhằm mục đích trung hòa lượng NFA tăng lên trong M2 và qui mô của giao dịch cũng không được công bố rộng rãi nên không thể đưa ra kết luận về tác động làm tăng cung tiền của dòng vốn vào. Dù vậy, có thể thấy rằng, luồng vốn vào ròng đóng vai trò quyết định không nhỏ đối với lượng tiền cung ứng tăng lên trong nền kinh tế mà nguyên nhân là do NHNN muốn giữ ổn định tỷ giá. Như vậy, NHNN có thể gặp khó khăn trong

việc kiểm soát lạm phát vì một phần lớn lượng tiền cung ứng trong nền kinh tế phụ thuộc vào các luồng đầu tư từ bên ngoài. Điều này có nghĩa NHNN đã mất đi sự độc lập trong điều hành chính sách tiền tệ, một lời cảnh báo trong thuyết bộ ba bất khả thi của Mundell-Flemming. Lúc này, vai trò của các giao dịch trung hòa và hiệu quả của chúng trở nên quan trọng trong việc loại trừ tác động của các luồng vốn vào đến tăng trưởng cung tiền, kiểm soát lượng tiền lưu thông trong nền kinh tế.

$$\ln NDA_t = \beta_0 + \beta_1 \ln Y_t + \beta_2 \ln RER_t + \beta_3 \ln i_t + \beta_4 \ln i_t^* + \beta_5 \ln k_{t+} + \beta_6 \ln NFA_{t+} + \varepsilon_t \quad (1)$$

### Tác động trung hòa của NHNN

Tuy không có số liệu cụ thể về các giao dịch trung hòa của NHNN nhưng xét về mặt lý thuyết và cả kinh nghiệm

thực tiễn, NHNN không thể không thực hiện các giao dịch trung hòa. Vì vậy, nhóm tác giả tìm hiểu can thiệp trung hòa này của NHNN thông qua đo lường mức độ của các giao dịch trung hòa dưới tác động làm tăng lượng tiền cung ứng của luồng vốn vào. Kết quả đo lường cũng cho ta phần nào thấy được ảnh hưởng của luồng vốn vào đối với M2. Cụ thể, nếu hiệu quả can thiệp trung hòa của NHNN là tuyệt đối, luồng vốn vào ròng không có ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng. Ngược lại, tác động trung hòa của NHNN là không tuyệt đối, luồng vốn vào ròng có tác động đến tăng cung tiền trong nền kinh tế và là một trong những nguyên nhân của lạm phát trong nước.

### Mô hình ước lượng

Để đo lường hiệu quả can thiệp trung hòa của NHNN, nhóm tác giả sử dụng mô hình của Qayyum, Abdul và Khan, Arshad (2003) dựa trên giả định về cân bằng cung-cầu tiền trong nền kinh tế:

Trong đó: Ln là logarithm tự nhiên, NDA là tài sản nội ròng, Y là thu nhập thực, RER là tỷ giá thực, i là lãi suất nội tệ, i\* là lãi suất ngoại tệ, k là cơ số nhân tiền, NFA là tài sản ngoại ròng.

Theo mô hình (1), tài sản nội ròng trong nền kinh tế phụ thuộc vào thu nhập, tỷ giá thực, lãi suất nội tệ, lãi suất ngoại tệ, cơ số nhân tiền và tài sản ngoại ròng. Biến số quan trọng cần xem xét trong mô hình là NFA trong mối quan hệ với NDA, nói cách khác hệ số  $\beta_6$ .  $\beta_6$  là hệ số đo lường mức độ can thiệp trung hòa; cho thấy, khi NFA tăng lên do NHNN mua vào ngoại tệ từ luồng vốn vào ròng, đồng thời thực hiện nghiệp vụ trung hòa thì NDA sẽ giảm xuống tương ứng. Do vậy,  $\beta_6$  được kỳ vọng mang dấu âm (-) và biến động trong khoảng [-1,0].  $\beta_6 = -1$  tức là giao dịch trung hòa đạt hiệu quả tuyệt đối, lượng tăng lên của NFA được bù trừ hoàn toàn bằng lượng giảm của NDA;  $\beta_6 = 0$  tức là giao dịch trung hòa không có hiệu quả.

**Số liệu sử dụng**

Số liệu sử dụng cho ước lượng là từ quý 1/2003 đến quý 3/2010, từ nguồn IFS của IMF (ngoại trừ GDP được lấy từ nguồn Bloomberg). Nhóm tác giả lựa chọn giai đoạn 2003Q1 – 2010Q3 là vì: (i) Lượng vốn ròng vào Việt Nam bắt đầu tăng mạnh từ năm 2003 cùng lúc tỷ lệ lạm phát Việt Nam cũng tăng dần từ năm 2003; (ii) Số liệu của IFS chỉ có đến 2010Q3.

Số liệu sử dụng để đại diện cho các biến trong mô hình và cách tính toán (Bảng 4).

**Bảng 4: Biến đại diện**

Biến đại diện	Số liệu sử dụng	Cách tính toán/ ghi chú
NDA	NDA	
Y	GDP thực	Nguồn: Bloomberg
RER	Tỷ giá thực song phương VND/USD	RER=Tỷ giá danh nghĩa*(CPIUS/CPIVN) <sup>b</sup>
i	Lãi suất tiền gửi VND	
i*	Lãi suất liên ngân hàng Mỹ <sup>a</sup>	
k		M2/tiền dự trữ <sup>c</sup>
NFA	NFA	

Ghi chú:

<sup>a</sup>Chọn lãi suất liên ngân hàng Mỹ vì các nhà đầu tư vào các thị trường mới nổi Đông Á đưa ra quyết định đầu tư dựa trên chênh lệch lãi suất thị trường Mỹ và lãi suất tại thị trường nước sở tại (Furman and Stiglitz, 1998)

<sup>b</sup>Công thức tính tỷ giá thực dựa trên ngang giá sức mua

<sup>c</sup>Theo công thức xác định của Qayyum, Abdul and Khan, Arshad (2003)

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

**Kiểm định tính dừng**

Để xác định phương pháp ước lượng phù hợp, nhóm tác giả kiểm định tính dừng của các số liệu bằng phương

bằng phương pháp bình phương thông thường bé nhất (OLS), nhóm tác giả đã chuyển mô hình (1) sang dạng sai phân bậc 1 như sau:

$$DLnNDA_t = \beta_0 + \beta_1 DLnY_t + \beta_2 DLnRER_t + \beta_3 DLni_t + \beta_4 DLni_t^* + \beta_5 DLnk_t + \beta_6 DLnNFA_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

(Ghi chú: D đại diện cho sai phân bậc 1 của các biến số)

pháp Augmented Dickey-Fuller (ADF). Kết quả cho thấy các số liệu sử dụng đều không dừng ở bậc hiện tại nhưng dừng ở sai phân bậc 1, I(1) (Bảng 5). Để ước lượng mô hình (1)

Thực hiện ước lượng phương trình (2), loại bỏ các biến số không có tác động (kiểm định không có ý nghĩa), nhóm tác giả thu được kết quả cuối cùng (Bảng 6). Bảng 6 cho thấy hệ số ước

**Bảng 5: Kết quả kiểm định ADF**

Biến đại diện	Trị thống kê ADF	Trị bác bỏ mức ý nghĩa 1%	Giá trị p
LnNDA	-0.3419	-3.6701	0.9069
LnY	-1.5567	-3.6998	0.4903
LnRER	-1.0708	-3.6998	0.7125
Lni	-1.4134	-3.6998	0.5608
i*	-2.2720	-3.6891	0.1857
Lnk	-0.5403	-3.6891	0.8685
NFA	-1.6970	-3.6793	0.4221
DlnNDA	-5.2842	-3.6793	0.0002
DlnY	-6.0293	-3.6793	0.0000
DLnRER	-4.3822	-3.7114	0.0020
Dlni	-5.6158	-3.6998	0.0001
Dlni*	-2.9716	-2.9639d	0.0492
Dlnk	-5.2915	-3.9891	0.0002
DlnNFA	-3.9677	-3.6793	0.0250

Ghi chú: <sup>d</sup>; mức ý nghĩa 5%; D: sai phân bậc 1

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả



**Bảng 6: Kết quả ước lượng mô hình (2)**

Biến	Hệ số ước lượng	Sai số chuẩn	Trị thống kê T	Giá trị p
C	0.067522	0.006971	9.686405	0.0000
DLn(Y)	0.663406	0.205398	3.229856	0.0040
DLn(RER)	-0.563942	0.198502	-2.840997	0.0098
DLn(i)	-0.082665	0.033397	-2.475233	0.0219
DLn(NFA)	-0.241175	0.070857	-3.403686	0.0027

Ghi chú:  $R^2=0.538$ ,  $R^2$  hiệu chỉnh=0.45, Log likelihood=60.23, Trị thống kê F=6.12,  $p=0.001$ , AIC=-4.24, SBC=-3.88, DW=1.73

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

lượng của các biến Y, RER, i, NFA có trị thống kê T cao (>2), giá trị  $p < 0.05$ , khẳng định các hệ ước lượng đều có ý nghĩa thống kê.

Các kiểm định chẩn đoán cũng cho thấy: (i) Phần dư có phân phối chuẩn (kiểm định JB); (ii) Phần dư có phương sai không đổi (kiểm định White); (iii) Phần dư không có hiện tượng tự tương quan (kiểm định LM); (ii) Phần dư là ổn định (kiểm định CUSUM).

Theo kết quả ước lượng, hệ số ước lượng của DLn(NFA) là -0,24. Dấu của hệ số đúng như kỳ vọng, cho biết 1%

tăng lên của tài sản ngoại ròng sẽ làm tài sản nội ròng giảm 0,24%. Kết quả này khẳng định tác động trung hòa của NHNN là có tác dụng nhưng không tuyệt đối. Điều này cho phép suy ra rằng, vì lượng tài sản ngoại ròng tăng lên không được bù trừ hoàn toàn bởi lượng giảm đi của tài sản nội ròng nên lượng vốn vào ròng nên kinh tế có tác động đến lượng tiền cung ứng.

### Kết luận

Đối với nền kinh tế đang phát triển như Việt Nam

vốn đầu tư bên ngoài là một nguồn lực quan trọng cho tăng trưởng và phát triển. Tuy nhiên, khi các nguồn vốn này chảy vào nền kinh tế, chúng không chỉ mang lại những tác động mong muốn mà cả những tác động không mong muốn, trong đó có tác động làm tăng cung tiền. Kiểm soát cung tiền là một trong những mục tiêu quan trọng để kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô. Mục tiêu này trở nên khó khăn cho NHNN khi một phần không nhỏ tăng trưởng cung tiền trong nền kinh tế phụ thuộc vào các luồng vốn bên ngoài. Mặc dù không thể nhận định về mục tiêu và hiệu quả can thiệp trung hòa của NHNN, kết quả ước lượng cũng đã cho thấy can thiệp trung hòa có tác dụng nhưng đang ở mức hạn chế và khẳng định thêm cho tác động của luồng vốn vào đến lượng tiền cung ứng và lạm phát của Việt Nam. Kết quả ước lượng này cũng tương tự như nghiên cứu về hiệu quả can thiệp trung hòa của NHTW các nền kinh tế mới nổi Đông Á của Takagi và Esaka (2001). Điều này cho thấy can thiệp trung hòa không phải luôn luôn có tác dụng như mong muốn. Vì vậy, trong quá trình kiểm soát tác động của luồng vốn vào đến lượng tiền cung ứng và đến lạm phát, NHNN cần lưu ý đến hiệu quả của các can thiệp trung hòa. Kinh nghiệm cho thấy, đa dạng hóa các biện

pháp can thiệp trung hòa là một trong những giải pháp nhằm tăng hiệu quả của các can thiệp trung hòa. Ngoài ra, luồng vốn vào chỉ ảnh hưởng đến tăng cung tiền khi NHNN muốn giữ ổn định tỷ giá. NHNN có thể giảm bớt các giao dịch trung hòa cần thiết nếu cho phép tỷ giá thị trường linh hoạt hơn nữa<sup>■</sup>

### Tài liệu tham khảo:

1. Camen, U. (2006), *Monetary policy in Vietnam: the case of a transition country*, BIS papers No 31.
2. Cardarelli, Roberto & Elekdag, Selim & Kose, M. Ayhan (2010), *Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses*, *Economic Systems*, Elsevier, vol. 34(4), page 333-356, December.
3. Furman, Jason, and Joseph E. Stiglitz (1998), *Economic crises: Evidence and insights from East Asia*, *Brookings Papers on Economic Activity*, issue no. 2:1-135, Washington, D.C.: Brookings Institution.
4. International Monetary Fund (2006), *Vietnam: selected issues*, IMF country report No. 06/421.
5. Jang-Yung Lee (1997), *Sterilizing capital inflows*, *Economic Issues* NO. 7, IMF
6. Qayyum, Abdul and Khan, Arshad (2003), *Capital Flows and Money Supply: The Degree of Sterilisation in Pakistan*, *The Pakistan Development Review* 42: 4 Part II (Winter 2003) pp. 975-985.
7. Reinhart, M. Carmen, and Reinhart, R. Vincent (2008), *Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present*, NBER Working Paper, No. 14321, September 2008.
8. Santitarn Sathirathai (2011), *Vietnam's inflation: The price of stability*, *Economic Research*, Credit Suisse.
9. Shinji Takagi, Taro Esaka (2001), *Sterilization and the Capital Inflow Problem in East Asia 1987-1997*, *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomics Causes and Consequences*, NBER-EASE Volume 10, p. 197 - 232, University of Chicago Press.
10. Tomáš Dvořák (1997), *Are capital inflows in the Czech Republic Inflationary?*, *Eastern European Economics*, vol. 35, no. 3, May-Jun 1997, pp. 35-65.
11. Villanueva, Delano, and Lim Choon Seng (1999), *Managing capital flows in SEACEN countries: A policy agenda*. *Southeast Asian Central Banks Research and Training Centre*, February.

