

## LIỆU CÓ NÊN CHO PHÉP NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI MUA CỔ PHẦN BẰNG NGOẠI TỆ HAY KHÔNG?

**Để có thể trả lời câu hỏi này một cách thỏa đáng, cần phải đặt nó vào bối cảnh hiện tại của nền kinh tế vĩ mô và hỏi:**

việc cho phép các nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần bằng ngoại tệ sẽ đưa đến những hệ quả gì đối với chính sách và sự ổn định kinh tế vĩ mô của Việt Nam?

### *Hệ quả đầu tiên,*

có thể nhìn thấy ngay là với giá chứng khoán đã trở về gần hơn với giá trị thực như hiện nay, cộng thêm với những đợt IPO rất lớn sắp tới, chính sách này sẽ khuyến khích các dòng ngoại tệ đổ thêm vào Việt Nam.

Kinh nghiệm mới gần đây thôi cho thấy điều này sẽ tiếp tục gây áp lực làm tăng giá tiền đồng so với ngoại tệ, và nếu Chính phủ vẫn kiên trì chính sách ổn định tỷ giá thì Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục phải mua ngoại tệ vào.

Hệ quả là cung tiền sẽ tiếp tục tăng, đẩy áp lực lạm phát lên cao. Cần phải nhấn mạnh thêm rằng cung tiền trong nền kinh tế không chỉ là cung tiền đồng mà còn là cung ngoại tệ, và khi người nắm giữ ngoại tệ có nhu cầu hoán đổi ra tiền đồng (hay ngược lại) thì việc cho phép các nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phiếu bằng ngoại tệ chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến thị trường tiền đồng.

### *Hệ quả thứ hai là*

biến động vào - ra, lên - xuống của dòng ngoại tệ đổ vào Việt Nam sẽ trở nên thất thường hơn. Thêm vào đó, nếu những giao dịch cổ phiếu bằng ngoại tệ này do các công ty và nhà đầu tư nước ngoài tự ý thực hiện thì Nhà nước sẽ rất khó kiểm soát lượng ngoại tệ vào - ra này.

Việc dòng vốn vào ra trở nên thất thường và khó kiểm soát hơn khiến hoạt động điều hành chính sách tiền tệ và tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước vốn đã khó khăn trở nên càng khó khăn hơn.

### ***Hệ quả thứ ba là***

chính sách này sẽ làm tăng mức độ đô la hóa của nền kinh tế. Mặc dù trong những năm qua Ngân hàng Nhà nước đã áp dụng nhiều biện pháp để hạn chế tình trạng đô la hóa song tỷ lệ đô la hóa trong hệ thống ngân hàng của Việt Nam hiện vẫn ở mức rất cao, vào khoảng 20% (theo số liệu của IMF).

Bình thường, ngay cả khi chưa bị đô la hóa thì với chính sách tỷ giá (gần như) cố định như hiện nay thì Ngân hàng Nhà nước đã bị mất sự tự chủ và chỉ có thể phản ứng một cách thụ động trước sự lên xuống của dòng vốn nước ngoài (hiện tượng này được miêu tả bằng thuật ngữ “bộ ba bất khả thi”).

Bằng chứng là trong thời gian qua chính sách lãi suất của Ngân hàng Nhà nước hoàn toàn không có hiệu lực, đồng thời thay vì những biện pháp điều tiết gián tiếp thì Ngân hàng Nhà nước buộc phải sử dụng những biện pháp hành chính mệnh lệnh. Điều này cũng có nghĩa là nếu tình trạng đô la hóa trở nên xấu đi, đồng thời dòng vốn vào ra trở nên thất thường và khó kiểm soát hơn thì mức độ tự chủ và khả năng kiểm soát chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước sẽ tiếp tục bị xói mòn.

### ***Hệ quả thứ tư là***

khi khả năng kiểm soát chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước bị suy giảm thì để thực hiện một số nhiệm vụ điều tiết vĩ mô (như kích thích hay tiết chế cầu chẳng hạn), Việt Nam chỉ có thể sử dụng chính sách ngân sách. Bản thân việc thực thi chính sách ngân sách cũng lại có một số hạn chế nhất định. Chẳng hạn như nó chịu áp lực chính trị và tác động của các nhóm đặc quyền đặc lợi.

Bên cạnh đó, chính sách ngân sách thường có độ trễ dài hơn so với chính sách tiền tệ. Ví dụ như tác dụng của việc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp hay thuế thu nhập cá nhân chỉ thể hiện rõ sau ít nhất là một năm, trong khi tác động của chính sách tiền tệ như tăng giảm cung tiền có thể được cảm nhận gần như ngay lập tức.

Nói tóm lại, chính sách cho phép các nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần bằng ngoại tệ có thể giúp thị trường chứng khoán tạm thời thoát khỏi cơn “tụt dốc” nhưng với cái giá là nền kinh tế vĩ mô sẽ trở nên bất ổn hơn, khả năng kiểm soát chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước bị xói mòn, công cụ điều tiết vĩ mô của Chính phủ bị hạn chế, và sức ép lạm phát tiếp tục gia tăng.

Để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế trong dài hạn, mục tiêu làm chủ chính sách và bình ổn kinh tế vĩ mô phải được đặt lên hàng đầu, và dứt khoát không nên đánh đổi những mục tiêu ngắn hạn không cơ bản với những mục tiêu dài hạn cơ bản.

Vì những lý do này, không nên cho phép nhà đầu tư nước ngoài mua cổ phần bằng ngoại tệ.