

Tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam và những thách thức đặt ra

NGUYỄN TRỌNG TÀI

Kể từ khi thực hiện chính sách mở cửa hội nhập quốc tế, với việc chính thức gia nhập Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (năm 1995), cam kết tham gia khu vực mậu dịch tự do ASEAN (AFTA), ký kết Hiệp định thương mại Việt - Mỹ và chính thức gia nhập Tổ chức Thương mại thế giới (WTO) năm 2007, Việt Nam đã từng bước hội nhập sâu rộng vào cộng đồng kinh tế khu vực và quốc tế. Theo đà phát triển đó, hiển nhiên là Việt Nam sẽ phải từng bước mở cửa ở hầu hết các lĩnh vực, trong đó có thị trường vốn. Tự do hóa tài khoản vốn có thể khẳng định là vấn đề mang tính tất yếu khách quan trong quá trình mở cửa, hội nhập kinh tế. Vấn đề là tự do hóa tài khoản vốn như thế nào để tận dụng được các lợi thế và giảm thiểu tối đa các tác động tiêu cực của quá trình này.

Có nhiều cách nhìn nhận khác nhau về tự do hóa tài chính với tăng trưởng kinh tế:

- Theo Lý thuyết tăng trưởng kinh tế mới thì: một hệ thống tài chính lành mạnh, minh bạch và được tự do hóa sẽ đảm bảo cho các nền kinh tế duy trì được sự ổn định kinh tế vĩ mô và là tiền đề cho tăng trưởng nhanh và bền vững;

- Theo Stiglitz (2000) thì: việc xuất hiện thường xuyên hơn các cuộc khủng hoảng tài chính có mối quan hệ chặt chẽ với sự tự do hóa thị trường tài chính;

- Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy: các cuộc khủng hoảng tài chính ít nhiều đều liên quan đến yếu tố nước ngoài và những nước chưa thực sự sẵn sàng cho việc tự do hóa tài chính lại là những nước duy trì được sự ổn định lành mạnh môi trường kinh tế vĩ mô, với tăng trưởng kinh tế cao (Trung Quốc).

Tự do hóa tài chính được thể hiện tập trung vào các nội dung: (i) bãi bỏ các qui định bất hợp lý về lãi suất; (ii) bãi bỏ các qui định bất hợp lý về tỷ giá hối đoái; (iii) mở rộng lĩnh vực kinh doanh của các tổ chức tài chính; (iv) tự do hóa quá trình chu chuyển vốn.

1. Lợi ích của tự do hóa tài khoản vốn

Hiểu một chung nhất thì tự do hóa tài khoản vốn là quá trình làm cho vốn được tự do luân chuyển qua biên giới quốc gia; là quá trình làm cho nền kinh tế quốc gia trở nên linh hoạt, hội nhập sâu vào kinh tế khu vực và thế giới. Việc cho tài khoản vốn được tự do hóa sẽ đem lại những lợi ích chính sau đây:

• *Thu hút vốn, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế*

Theo Stanley Fischer (nguyên Phó Giám đốc điều hành thứ nhất của IMF) thì “*dòng luân chuyển vốn tự do tạo điều kiện phân phối hiệu quả tiền tiết kiệm toàn cầu, giúp các nước đang phát triển tiếp cận nhiều hơn với đầu tư*” (American Interest 9-10/2009). Nước ta đang trong quá trình công nghiệp hóa, nhu cầu vốn cho đầu tư phát triển luôn rất lớn, trong khi đó, khả năng tích lũy bên trong còn rất hạn chế, thì việc huy động vốn nước ngoài cho đầu tư phát triển những năm tới vẫn rất cần. Những năm qua, chúng ta đã thực hiện khá thành công việc huy động vốn nước ngoài, nhưng những năm tới có thể khó khăn sẽ nhiều hơn. Áp lực

tăng cường huy động vốn nước ngoài cho đầu tư phát triển những năm tới có thể khiến nước ta lựa chọn giải pháp phải đẩy nhanh hơn tiến trình tự do hóa tài khoản vốn.

• *Giảm bớt sức ép về vấn đề thanh khoản và tăng dần chất lượng các tài sản trên thị trường tài chính*

Việc tự do chuyển đổi các tài sản tài chính, tạo cơ chế giúp chính phủ cũng như khu vực tư nhân sử dụng miễn phí nguồn tiết kiệm toàn cầu, sẽ làm giảm sức ép về khả năng thanh khoản cũng như tối đa hóa lợi ích của các nhà đầu tư. Tính thanh khoản càng lớn dẫn đến việc tham gia càng sâu hơn của các nhà đầu tư và vì thế, tất yếu chất lượng tài sản tài chính giao dịch trên thị trường sẽ ngày càng được cải thiện.

• *Giảm thiểu rủi ro trong đầu tư, tăng lợi ích của thương mại quốc tế*

Các lý thuyết tài chính quốc tế hiện đại đã nhấn mạnh đến những nguy cơ có thể xảy ra trong thị trường tài chính và nhấn mạnh rằng, các nhà đầu tư không nên bỏ tất trứng vào một giỏ, mà nên đa dạng hóa danh mục đầu tư để giảm thiểu các rủi ro. Do độ rủi ro là hoàn toàn khác nhau giữa các nước, tương quan độ rủi ro vào các nước là khác nhau và có sự khác nhau trong lựa chọn danh mục đầu tư của các nhà đầu tư, nên sự đa dạng hóa danh mục đầu tư vượt biên giới đem lại lợi ích trong cả tài sản Có và tài sản Nợ.

• *Giúp tiết giảm chi phí giao dịch trên thị trường tài chính*

Với việc thúc đẩy tự do hóa tài khoản vốn sẽ giúp Việt Nam hội nhập sâu rộng hơn vào thị trường tài chính toàn cầu, thu hút được các tập đoàn tài chính lớn vào kinh doanh tại Việt Nam; đồng thời, quá trình này cũng sẽ thu hút được các nhà môi giới tài chính quốc tế, tạo ra sự cạnh tranh giữa các nhà môi giới tài chính. Đây chính là yếu tố quan trọng góp phần giảm chi phí giao dịch trên thị trường tài chính, điều vẫn rất

khó lượng hóa chính xác tại Việt Nam hiện nay. Điều này có thể được xem là lợi ích lớn của việc tự do hóa tài khoản vốn.

• *Tăng lợi ích dưới hình thức di chuyển công nghệ và tài sản tri thức*

Một khi tài khoản vốn được tự do hóa, sẽ tăng niềm tin từ phía các đối tác đầu tư nước ngoài, vì thế sẽ khuyến khích sự di chuyển công nghệ và các tài sản tri thức vào trong nước. Đây mới chính là mục tiêu trọng tâm trong chính sách thu hút vốn nước ngoài ở Việt Nam; tuy nhiên cũng mới là kỳ vọng, bởi việc di chuyển công nghệ và các tài sản tri thức còn liên quan đến hàng loạt các điều kiện khác nữa.

• *Sự di chuyển tự do của luồng vốn sẽ đem lại sự hợp nhất của lãi suất*

Hiện nay, giữa lãi suất thị trường trong nước với thị trường quốc tế luôn có khoảng cách, thậm chí khá lớn. Nguyên nhân chính là vì tài khoản vốn của Việt Nam còn bị kiểm soát khá chặt chẽ. Sự khác biệt giữa lãi suất trong nước với thị trường quốc tế, trong khi thị trường tín dụng trong nước lại chưa có tính minh bạch cao, ít nhiều dẫn tới một thực trạng là chúng ta rất khó khăn trong việc xác định mức lãi suất cơ bản để điều hành chính sách tiền tệ. Do tài khoản vốn bị kiểm soát dẫn đến việc can thiệp của Ngân hàng Nhà nước vào thị trường tiền tệ tín dụng sẽ tốn kém hơn. Nhưng nếu như tài khoản vốn tự do hóa thì luồng vốn trong nước và nước ngoài sẽ được khơi thông, lúc đó không còn sự khác biệt lớn về lãi suất giữa trong nước và quốc tế.

• *Tự do hóa tài khoản vốn cũng là một cách để hoàn thiện cơ chế chính sách trong nước*

Một khi tài khoản vốn được tự do hóa, các áp lực kiểm soát thị trường sẽ tăng cao, đòi hỏi cơ chế, chính sách phải được bổ sung, chỉnh sửa cho hoàn thiện hơn, đặc biệt là nó đòi hỏi phải dỡ bỏ các chính sách can thiệp tùy tiện vào thị trường, can thiệp phi kinh tế. Điều này sẽ có lợi cho sự phát triển của thị trường tài chính - tiền tệ trong nước.

Như vậy có thể thấy, việc cho phép tài khoản vốn được tự do hóa đem lại những tác động tích cực đối với môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam.

2. Các văn bản pháp lý liên quan đến vấn đề tự do hóa tài khoản vốn ở Việt Nam

2.1. Các văn bản liên quan đến tự do hóa đối với dòng FDI

Có thể nói rằng các văn bản pháp lý của Việt Nam ngày càng đồng bộ và thông thoáng, tạo thuận lợi cho việc thu hút FDI vào Việt Nam cũng như các doanh nghiệp Việt Nam thực hiện đầu tư ra nước ngoài. Mức độ ngày càng cởi mở như vậy có thể nhận diện rất rõ thông qua các văn bản pháp luật sau đây:

- Luật Đầu tư nước ngoài năm 1987 đã qua 4 lần sửa đổi (1990, 1992, 1998, 2000) theo hướng ngày càng thông thoáng, cởi mở đối với nhà đầu tư nước ngoài. Với việc hợp nhất các văn bản pháp luật về đầu tư nước ngoài và luật về đầu tư trong nước thành Luật Đầu tư chung vào 2005 đã tạo khuôn khổ pháp lý cho một sân chơi "bình đẳng" giữa doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp nước ngoài, đơn giản hóa các thủ tục đầu tư, bổ sung các nội dung phù hợp với các cam kết quốc tế của Việt Nam.

- Thông tư số 01/2001/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước (hướng dẫn thực hiện Nghị định số 22/1999/NĐ-CP về đầu tư nước ngoài), theo đó, các doanh nghiệp chỉ được phép sử dụng nguồn ngoại tệ trên tài khoản tiền gửi ngoại tệ của mình tại các ngân hàng được phép để chuyển ra nước ngoài góp vốn đầu tư.

- Thông tư 04/2005/TT-NHNN của Ngân hàng Nhà nước sửa đổi bổ sung Thông tư số 01/2001/TT-NHNN, theo đó, các doanh nghiệp có thể sử dụng ngoại tệ từ tài khoản tiền gửi ngoại tệ của mình mở tại ngân hàng được phép, mua ngoại tệ tại ngân hàng được phép, vay ngoại tệ tại ngân hàng được phép để đầu tư ra nước ngoài. Với những qui định

này, cho phép các doanh nghiệp trong nước có nhiều thuận lợi hơn để thực hiện đầu tư ra nước ngoài.

Đúng trên góc độ quản lý ngoại hối, Thông tư 04 thể hiện rõ những sự "cởi mở" đối với các doanh nghiệp FDI. Cụ thể: trước đây, doanh nghiệp phải tự cân đối ngoại tệ trong kế hoạch thu chi của mình và không được phép mua ngoại tệ tại các ngân hàng (trừ các doanh nghiệp FDI hoạt động trong lĩnh vực cơ sở hạ tầng hoặc sản xuất thay thế nhập khẩu); hơn nữa, việc mua ngoại tệ phải có giấy phép. Nhưng đến nay, các qui định này đã được bãi bỏ: các doanh nghiệp FDI có nhu cầu ngoại tệ cho các giao dịch vãng lai, giao dịch hợp pháp khác được trực tiếp liên hệ với các ngân hàng thương mại (NHTM) để mua ngoại tệ. Hơn nữa, với sự ra đời của Pháp lệnh Ngoại hối đã góp phần xây dựng khung pháp lý đồng bộ, cởi mở và thông thoáng trong lưu chuyển luồng vốn.

- Luật Doanh nghiệp, Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Lao động (sửa đổi), Luật Xây dựng, Luật Thuế thu nhập ... và hàng loạt các văn bản hướng dẫn thi hành đã qui định các ưu đãi đối với các doanh nghiệp FDI, từ mức độ đơn giản hóa các thủ tục gia nhập thị trường, những khống chế về mức sở hữu đối với đầu tư nước ngoài; danh mục, địa bàn khuyến khích đầu tư, cũng như thuế suất và các ưu đãi thống nhất về đầu tư ... Có thể nói, các Luật này đều thể hiện tính ưu đãi cao đối với các nhà đầu tư nước ngoài

Có thể thấy rằng, bằng việc ban hành các văn bản pháp luật đối với đầu tư nước ngoài những năm qua cho thấy, Việt Nam đã và đang tiếp tục tạo ra một môi trường pháp luật thông thoáng hơn nhằm hấp dẫn dòng vốn FDI chảy vào, cũng như tạo những thuận lợi cần bản cho các doanh nghiệp trong nước có thể thực hiện đầu tư kinh doanh ở nước ngoài.

2.2. Các văn bản pháp luật liên quan đến việc tự do hóa đối với dòng FII

Được thể hiện qua các qui định liên quan đến công tác quản lý ngoại hối, theo đó có

thể thấy, dòng vốn FII vào Việt Nam gần như đã được tự do hóa, không có các kiểm soát về ngoại hối đối với qui mô, số lượng, thời hạn đầu tư cũng như các biện pháp kiểm soát có tính chất “rào cản” cho các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, hiện vẫn có một số rào cản có tính chất “kỹ thuật”. Biện pháp “rào cản kỹ thuật” hiện nay chỉ còn khổng chế ở: (i) tỷ lệ đầu tư của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán (49% đối với các công ty niêm yết, 30% đối với các NHTM); (ii) tỷ lệ góp vốn, mua cổ phần trong các doanh nghiệp cổ phần hóa của Việt Nam chưa niêm yết (30%) (tuy nhiên, các rào cản kỹ thuật này lại nằm ngoài khả năng kiểm soát, xử lý của Ngân hàng Nhà nước về chính sách quản lý ngoại hối); (iii) những yêu cầu về việc mở tài khoản bằng VND. Như vậy có thể thấy, các văn bản pháp luật liên quan đến dòng vốn FII ở Việt Nam hiện nay là thông thoáng, thuận lợi cho việc hấp dẫn dòng vốn này. Một số rào cản kỹ thuật là cần thiết nhưng lại không vi phạm các cam kết quốc tế

2.3. Các văn bản pháp luật liên quan đến tự do hóa đối với vay, trả nợ nước ngoài

Các qui định về vay trả nợ nước ngoài của Việt Nam những năm qua cũng liên tục được điều chỉnh theo hướng thông thoáng hơn. Cụ thể:

- Nghị định số 90/1998/CP-NĐ của Chính phủ năm 1998 ban hành qui chế quản lý vay trả nợ nước ngoài (thay thế Nghị định 58/CP năm 1993), theo đó, đã có sự phân định rõ ràng trách nhiệm quản lý trong vay nợ nước ngoài.

- Nghị định số 134/2005/NĐ-CP của Chính phủ năm 2005 ra đời nhằm khắc phục một số hạn chế của Nghị định số 90/1998/CP-NĐ theo hướng cởi mở hơn, thông thoáng hơn, phù hợp hơn với các chuẩn mực quốc tế. Cụ thể: (i) phân loại nợ của Việt Nam theo chuẩn mực quốc tế: nợ khu vực công (nợ chính phủ, nợ doanh nghiệp nhà nước và nợ do Chính phủ bảo lãnh) và nợ khu vực tư nhân; (ii) phân công rõ ràng trách nhiệm

quản lý nhà nước của các bộ, ngành liên quan trong việc quản lý vay, trả nợ nước ngoài; (iii) đề cao vai trò quản lý nhà nước đối với nợ khu vực công (hiện chiếm khoảng 75% tổng số nợ quốc gia); (iv) nới lỏng quản lý nợ khu vực tư nhân (chỉ dừng lại ở mức độ giám sát trên nguyên tắc), các chủ thể tự chịu trách nhiệm trước pháp luật về hành vi vay nợ, việc sử dụng khoản vay đúng mục đích và tự chịu trách nhiệm trả nợ với bên cho vay nước ngoài; (v) yêu cầu các cơ quan nhà nước có liên quan phải xây dựng, thiết lập cơ chế giám sát nợ và hệ thống cảnh báo sớm nhằm đảm bảo quản lý nợ bền vững và duy trì mức độ nợ an toàn.

- Pháp lệnh ngoại hối (2005) và Nghị định số 160/2006/NĐ-CP qui định chi tiết thi hành Pháp lệnh ngoại hối cũng đã tạo ra một sự thông thoáng mới, cho phép người cư trú là cá nhân nếu có đủ điều kiện cũng có thể vay nợ nước ngoài. Đây là sự nới rộng cần thiết đối với giao dịch vốn, phù hợp với xu thế mở cửa, hội nhập quốc tế.

Như vậy có thể thấy các văn bản pháp luật của Việt Nam về căn bản là thông thoáng, tạo nền tảng pháp luật căn bản cho vấn đề tự do hóa tài khoản vốn.

3. Những điều kiện để tự do hóa tài khoản vốn

Như đã đề cập, thì tự do hóa tài khoản vốn chính là nhằm giúp thị trường tài chính trong nước thực sự hội nhập với thị trường tài chính quốc tế. Tuy nhiên, do tài khoản vốn có vai trò quan trọng, tác động tới các biến số kinh tế vĩ mô, nên việc tự do hóa tài khoản vốn được các nước thực hiện khá thận trọng trên cơ sở xem xét mức độ đáp ứng các điều kiện tiên đề cho việc tự do hóa. Những điều kiện này bao gồm:

Thứ nhất, chính sách tài khóa

Củng cố tình hình tài khóa quốc gia luôn là một nhân tố quan trọng và cần thiết cho sự thành công của những nỗ lực nhằm tiến tới tự do hóa tài khoản vốn. Nó không chỉ giúp đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô mà còn

khiến các chính sách có mức độ tin cậy cao hơn. Bản thân việc củng cố và cân bằng tình hình tài khóa chưa đủ để ngăn chặn các khủng hoảng, nhưng nó lại là nhân tố cần thiết cho quá trình tự do hóa. Ở các nước đang phát triển, thường xuyên phải đối mặt với vấn đề thiếu hụt tài khóa. Với một mức thiếu hụt nhỏ (dưới 5%) thì chủ yếu được bù đắp thông qua phát hành trái phiếu và nó sẽ không tác động lớn tới kinh tế vĩ mô. Nhưng nếu thiếu hụt tài khóa lớn, được bù đắp thông qua phát hành trái phiếu chính phủ có thể gây áp lực tăng lãi suất và điều này lại kích thích thu hút luồng vốn quốc tế chảy vào. Mặt lợi là điều đó sẽ làm tăng tính thanh khoản của thị trường, nhưng chắc chắn sẽ gây nhiều khó khăn cho công tác kiểm soát thị trường tiền tệ và thị trường hối đoái. Như vậy, với một tình hình tài khóa chưa thực sự lành mạnh, thông thường các nước chưa nên tiến hành tự do hóa tài khoản vốn, bởi nguy cơ nền kinh tế phải đối mặt với khủng hoảng.

Thứ hai, chính sách tỷ giá

Chính sách tỷ giá đang ngày càng được quan tâm trong quá trình hoạch định các chính sách nhằm hướng tới tự do hóa tài khoản vốn. Phần lớn các ý kiến đều cho rằng, trong quá trình tự do hóa tài khoản vốn thì tỷ giá phải linh hoạt, bởi thực tế cũng khó có thể cố định được tỷ giá, đặc biệt với những nước kinh tế còn yếu kém. Tuy nhiên, nếu tỷ giá được thả nổi thì sẽ gây áp lực lên sức cạnh tranh trong thương mại quốc tế (mà đa phần sẽ làm suy giảm sức cạnh tranh), khi ấy buộc ngân hàng trung ương phải can thiệp thông qua nâng lãi suất để bảo vệ tỷ giá. Nhưng việc nâng lãi suất lại tác động đến mức giá chung và tác động tiêu cực tới công tác hoạch định và thực thi chính sách tiền tệ hướng tới mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Đây cũng chính là mâu thuẫn trong lựa chọn chính sách tự do hóa tài khoản vốn, đặc biệt là với các nước đang phát triển. Để giảm thiểu mâu thuẫn này thì phải có lực lượng dự trữ quốc tế đủ

mạnh, sẵn sàng can thiệp tỷ giá khi cần. Đồng thời, cần phải có những định hướng, các tín hiệu thị trường tốt để hướng dẫn dòng vốn nước ngoài và các công cụ chính sách hiệu quả để kiểm soát thị trường.

Thứ ba, cán cân vãng lai

Thâm hụt cán cân vãng lai là hiện tượng cố hữu ở các nước đang phát triển, phản ánh việc sử dụng vốn tiết kiệm toàn cầu để đạt được mục tiêu đầu tư và tăng trưởng. Tuy nhiên, nếu tình trạng này không được kiểm soát tốt có thể sẽ tác động tiêu cực tới môi trường kinh tế vĩ mô, bởi vì nó sẽ làm hạn chế nhập khẩu cũng như tạo ra các mối lo ngại về tình trạng sản xuất thu hẹp hoặc khủng hoảng kinh tế trong tương lai. Chính vì thế, các nước muốn thực hiện lộ trình tự do hóa tài khoản vốn thì phải đặt ra những giới hạn thận trọng trong mức thâm hụt cán cân vãng lai.

Thứ tư, dự trữ quốc tế

Khi thực hiện tự do hóa tài khoản vốn, dự trữ quốc tế đã trở thành một trong những mối quan tâm hàng đầu đối với các nhà hoạch định chính sách. Bởi dự trữ quốc tế có tác dụng: (i) giảm nhẹ tác động của các thay đổi chu kỳ diễn ra trong cán cân thanh toán, cũng như giảm nhẹ tác động của những cú sốc bất ngờ mà có thể dẫn tới dòng vốn bị đảo chiều; (ii) tạo ra sự hậu thuẫn chắc chắn cho việc thực hiện các chính sách trong nước và chính sách tỷ giá. Tuy nhiên, việc xác định mức độ dự trữ tối ưu lại phụ thuộc vào hoàn cảnh đặc thù của mỗi quốc gia, trong đó, bao gồm cả tình trạng cán cân thanh toán, chế độ tỷ giá, tỷ lệ nợ ngắn hạn, khả năng tiếp cận thị trường tài chính quốc tế của quốc gia đó cũng như danh mục vốn đầu tư trên tổng dự trữ dự phòng cho trường hợp sụt giá tiền tệ đột ngột...

Thứ năm, lạm phát

Kiểm soát lạm phát là nhân tố quan trọng trong quá trình tiến tới tự do hóa tài khoản vốn. Thực tế cho thấy: nếu tỷ lệ lạm phát cao sẽ gây bất ổn định cho nền kinh tế

và kéo theo sự tăng lên của lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa, điều này đến lượt nó sẽ gây ra các tác động tiêu cực và làm cho dòng vốn nước ngoài ô ạt chảy vào. Ngược lại, lãi suất được giữ ở mức thấp giả tạo có thể sẽ khiến cho một lượng vốn lớn chảy ra nước ngoài. Quan điểm chung hiện nay đều cho rằng, việc duy trì tỷ lệ lạm phát thấp (mức một con số) là phù hợp nhằm tạo thuận lợi để tiến hành tự do hóa tài khoản vốn. Để đạt được mục tiêu này, thì một trong những điều kiện tiên quyết là phải tăng tính độc lập của ngân hàng trung ương; đồng thời, trong bối cảnh nền kinh tế thế giới ngày càng hội nhập sâu rộng và lãi suất tại các nước công nghiệp luôn ở mức thấp như hiện nay, các nước đang phát triển cần dập tắt lạm phát kỳ vọng và giữ cho tỷ lệ lạm phát không được chênh lệch quá lớn so với các nước công nghiệp. Đây quả là điều rất khó khăn đối với các nước đang phát triển.

Thứ sáu, cải cách ngân hàng

Trong một môi trường tự do hóa nguồn vốn như hiện nay, sự yếu kém của hệ thống tài chính có thể gây ra sự bất ổn định và các khủng hoảng về vĩ mô. Vì thế, trong bất cứ chính sách hướng tới tự do hóa tài khoản vốn nào đều có một nhân tố rất quan trọng là phải chú ý đổi mới và tái cơ cấu khu vực tài chính - ngân hàng để tránh phân bố không hiệu quả nguồn vốn. Vấn đề này đặc biệt quan trọng đối với các nước đang phát triển, do: (i) hệ thống ngân hàng vẫn còn nhiều yếu kém và vẫn bị ràng buộc bởi các quy định kiểm soát về lãi suất hoặc bởi nhiệm vụ cho vay đối với các tập đoàn được hưởng ưu đãi; (ii) nhiều ngân hàng trung ương đề cao vai trò của công cụ dự trữ bắt buộc, thậm chí quy định tỷ lệ này khá cao so với mặt bằng chung quốc tế. Dỡ bỏ những quy định này sẽ tước đi những công cụ trực tiếp của chính sách tiền tệ và làm giảm hiệu quả của chính sách này. Chính vì thế, việc cải cách là cần thiết nhằm tạo ra các chính sách hướng tới phát triển các

công cụ gián tiếp như thiết lập thị trường mở hoặc lãi suất. *Việc chuyển đổi từ chính sách tiền tệ kiểm soát trực tiếp sang gián tiếp là cần thiết, vì nó thích ứng tốt hơn với các mục tiêu chính sách và còn giúp tránh được các méo mó xảy ra ở các trung gian tài chính.* Khi tiến hành tự do hóa tài khoản vốn, nguồn vốn chảy vào có thể gây ra những thay đổi trong tỷ giá hối đoái và nếu tình trạng này kéo dài, sẽ khiến đầu tư chuyển hướng khỏi lĩnh vực thương mại. Do đó sàng lọc là một biện pháp giải quyết cần thiết và có thể được sử dụng kết hợp với các công cụ khác như quy định về tỷ lệ dự trữ, thuế hoặc tự do hóa một phần dòng vốn chảy ra. Tuy nhiên, điều này cũng không dễ dàng thực hiện đối với các nền kinh tế nhỏ, do thị trường tài chính còn thiếu sự chuyên sâu nên có thể bị lệ thuộc nhiều vào các công cụ quản lý trực tiếp của chính sách tiền tệ.

Chiến lược cải cách cũng phải chú ý việc cải thiện các chuẩn mực kế toán, tăng cường việc theo dõi, giám sát các nguy cơ xảy ra rủi ro của hệ thống ngân hàng, cũng như các chuẩn mực thận trọng, phù hợp với chuẩn mực quốc tế. Quan trọng hơn, các chuẩn mực này phải giúp cảnh báo sớm các nguy cơ trong tương lai. Như vậy, cải cách ngân hàng là một điều kiện không thể thiếu đối với quá trình tự do hóa tài khoản vốn.

Thứ bảy, các quy chuẩn thận trọng

Việc áp dụng các quy chuẩn thận trọng trong lĩnh vực tài chính là yêu cầu không thể thiếu khi thực hiện tự do hóa tài khoản vốn. Ở các nước đang phát triển, các qui chuẩn này phải được đề cao nhằm mục đích bảo đảm sự hoạt động lành mạnh của hệ thống tài chính. Nếu điều này không được chú trọng thực hiện nghiêm minh, thì rất có thể dẫn đến kết cục ngược lại: các qui chuẩn sẽ bảo vệ cho sự tồn tại của các định chế tài chính yếu kém và khi đó, tiềm ẩn rủi ro hệ thống sẽ rất cao. Kinh nghiệm cho thấy, các quy chuẩn nên được áp dụng

nghiêm túc trước khi tiến hành tự do hóa tài khoản vốn.

Thứ tám, hoạt động giám sát

Một điều tiên quyết để thực hiện tự do hóa tài khoản vốn là thiết lập một cơ chế giám sát hiệu quả, có đủ năng lực quản lý sự phát triển của hệ thống tài chính cũng như thực hiện triệt để các quy định và hướng dẫn của chính nó. Cần phải nhận dạng sớm các tổ chức tài chính yếu kém thực để chuẩn bị đối phó với trường hợp tổn thất và bắt buộc áp dụng nghiêm túc các quy chuẩn thận trọng. So với bình thường, hậu quả của việc giám sát lỏng lẻo khi đang tiến hành tự do hóa tài khoản vốn lớn hơn rất nhiều, bởi khi thực hiện tự do hóa tài khoản vốn, thị trường tài chính trong nước và quốc tế được gắn kết chặt chẽ hơn, sự bất ổn định trong thị trường nào cũng có thể nhanh chóng dẫn đến một cuộc khủng hoảng tài chính trong nước hoặc khủng hoảng tài chính quốc tế. Nhưng việc thiết lập một cơ chế giám sát hiệu quả là một quá trình lâu dài, điều đó cũng có nghĩa là, không được nóng vội đẩy nhanh quá trình thực hiện tự do hóa tài khoản vốn.

Khi thị trường tài chính được tái cơ cấu và được cải cách, khả năng giám sát sẽ ngày càng được tăng cao và sẽ tạo ra một nền tảng vững chắc cho sự phát triển xa hơn. Một yếu tố quan trọng trong cải cách là cơ quan giám sát không được lệ thuộc vào các cơ quan chính trị đặc thù, bởi các cơ quan này sẽ có thể buộc cơ quan giám sát phải thỏa hiệp nhằm phục vụ cho các mục đích chính trị.

Đối chiếu với thực tế tại Việt Nam hiện nay cho thấy, có vẻ như chúng ta chưa đáp ứng tốt các điều kiện này. Cụ thể:

Thứ nhất, chính sách tài khóa. Chính sách tài khóa những năm trước đây nhìn chung là lành mạnh, thâm hụt tài khóa luôn ở mức thấp (dưới 5%) và chủ yếu được bù đắp thông qua phát hành trái phiếu. Đây chính là nhân tố giúp ổn định môi trường kinh tế vĩ mô một thời gian khá dài. Tuy

nhien, trong tương lai gần, thâm hụt ngân sách chính phủ có thể sẽ tăng cao bởi Chính phủ thực hiện gói kích thích kinh tế khá lớn (8 tỷ USD) và có thể còn tiếp tục các gói khác. Việc bù đắp thiếu hụt tài khóa chủ yếu thông qua phát hành trái phiếu chính phủ, điều này có thể gây áp lực tăng lãi suất thời gian tới và đến lượt nó, sẽ kích thích thu hút luồng vốn quốc tế chảy vào. Mặt lợi là điều đó sẽ giúp bù đắp những khó khăn về thanh khoản của thị trường, nhưng chắc chắn sẽ gây nhiều khó khăn cho công tác kiểm soát thị trường tiền tệ và thị trường hối đoái của Việt Nam những năm tới. Với một tình hình tài khóa chưa thực sự lành mạnh như vậy, chúng ta chưa nên cho phép tự do hóa hoàn toàn tài khoản vốn, bởi có thể sẽ đẩy nền kinh tế phải đối mặt với nguy cơ khủng hoảng.

Thứ hai, chính sách tỷ giá. Chính sách tỷ giá vẫn còn có những bất cập do thị trường hối đoái chưa phát triển, các công cụ can thiệp thị trường còn khá đơn điệu, hơn nữa, phương pháp can thiệp tỷ giá của Việt Nam chủ yếu vẫn theo kiểu truyền thống là can thiệp trực tiếp vào thị trường ngoại hối, đây là cách can thiệp tốn kém và ít hiệu quả (ở các nước phát triển, chỉ cần một sự điều chỉnh trong lãi suất cơ bản thì lập tức tỷ giá sẽ thay đổi). Đối với Việt Nam, hình như 2 công cụ lãi suất và tỷ giá chưa thực sự có mối quan hệ tương tác lẫn nhau? Cho nên rất khó khăn khi sử dụng biện pháp can thiệp gián tiếp trên thị trường hối đoái. Hiện nay tỷ giá vẫn đang là một công cụ hữu hiệu nhằm hỗ trợ cho các hoạt động thương mại quốc tế của Việt Nam, nếu cho phép tỷ giá thực sự linh hoạt nhằm thực hiện mục tiêu tự do hóa tài khoản vốn, thì chúng ta sẽ bỏ mất công cụ này, khi đó chắc chắn hoạt động thương mại quốc tế của nước ta sẽ vô cùng khó khăn do sức cạnh tranh của nền kinh tế còn khá thấp

Thứ ba, cán cân vãng lai. Thâm hụt cán cân vãng lai những năm qua là tương đối cao và rất khó kiểm soát do sức cạnh tranh

của nền kinh tế khá thấp, hơn nữa lại thiếu một sự phối hợp hiệu quả các công cụ chính sách tài khóa và tiền tệ nhằm kích hoạt các hoạt động ngoại thương (công cụ thuế quan và tỷ giá ít có sự hỗ trợ nhau?). Với một tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai lớn như hiện nay của Việt Nam, nếu tài khoản vốn thực sự được tự do hóa sẽ càng khiến tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai tồi tệ hơn mà thôi. Hơn nữa, ở Việt Nam diễn biến tâm lý thường rất phức tạp, đã và đang tiếp tục tác động tiêu cực đến thị trường hối đoái. Thực tế một số năm gần đây cho thấy, tâm lý có tác động quá lớn đến hoạt động của thị trường hối đoái, khiến thị trường này lúc quá “nóng”, lúc lại quá “lạnh”. Tìm cách dập tắt các tâm lý kỳ vọng về lãi suất lẫn tỷ giá phải được xem là mục tiêu ưu tiên trong điều hành chính sách tiền tệ và chính sách tỷ giá hiện nay ở Việt Nam. Muốn như vậy thì các giải pháp nhằm hướng tới mục tiêu cải thiện cán cân vãng lai thiết nghĩ vẫn phải được chú trọng ưu tiên trong những năm tới.

Thứ tư, dự trữ quốc tế. Theo các tư liệu công bố của Ngân hàng Nhà nước cho thấy dự trữ ngoại tệ của chúng ta còn tương đối nhỏ (xấp xỉ 23 tỷ USD), trong lúc cán cân vãng lai thường xuyên thâm hụt với mức cao, tâm lý đầu cơ ngoại tệ diễn biến rất phức tạp (chủ yếu với USD), thị trường ngoại hối kém phát triển, các công cụ can thiệp thị trường ít phát huy tác dụng ... Trong bối cảnh như vậy, việc tài khoản vốn tự do hóa hoàn toàn có thể sẽ tạo sự hỗn loạn về tỷ giá, lãi suất... làm trầm trọng thêm các bất cập trong nền kinh tế và từ đó, có thể gây mất ổn định (thậm chí là nghiêm trọng) đối với kinh tế vĩ mô.

Thứ năm, lạm phát. Một thời gian tương đối dài, lạm phát được kiểm soát tốt; tuy nhiên, với việc kiên trì thực hiện đường lối neo giữ tỷ giá (với USD) trong khi thâm hụt cán cân vãng lai khá lớn, lại thêm việc thực hiện chính sách tài chính - tiền tệ để kích cầu như thời gian qua sẽ gây tâm lý lạm

phát kỳ vọng (nên nhớ là lạm phát ở nước ta hiện vẫn bị “che dấu” bởi cách tính CPI). Dập tắt tâm lý này vẫn phải được xem là mục tiêu ưu tiên những năm tới, bởi rất có thể, với gói kích thích hiện tại và tương lai, cộng thêm với khả năng “nhập khẩu lạm phát” là có thực (bởi hầu hết các nước đều thực hiện các gói ích thích kinh tế rất lớn), thì nền kinh tế Việt Nam sẽ phải đối mặt với nguy cơ tái lạm phát.

Thứ sáu, cải cách ngân hàng. Hệ thống ngân hàng đã có sự cải cách về căn bản so với giai đoạn trước năm 1986; tuy nhiên, nếu so sánh với yêu cầu đặt ra nhằm thực hiện mục tiêu tự do hóa tài khoản vốn thì hệ thống ngân hàng Việt Nam vẫn còn khá nhiều bất cập: (i) các NHTM nhà nước, hiện chiếm vị trí chủ chốt trên thị trường ngân hàng, ít nhiều vẫn chịu sự chỉ đạo của các cấp chính quyền trong cho vay các đối tượng ưu đãi; (ii) lãi suất chưa thực sự mang tính chất thị trường do sự hạn chế bởi qui định của luật pháp; (iii) tỷ giá vẫn còn bị áp đặt và tạo ra cơ chế “2 giá” giữa thị trường chính thức và thị trường tự do (gần đây, mức chênh lệch giữa 2 thị trường này lên tới trên 10%); (iv) Ngân hàng Nhà nước ít nhiều vẫn còn sử dụng công cụ can thiệp hành chính, do công cụ lãi suất, tỷ giá ít phát huy tác dụng; (v) các công cụ điều hành trong kinh tế vĩ mô chưa có sự gắn kết, hỗ trợ nhau, làm cho nguồn lực không hướng theo các mục tiêu ưu tiên, mà chạy “lòng vòng” nhằm tận dụng các cơ hội nhất thời được tạo ra do sự bất cập trong chính sách (kinh doanh bất động sản, ngoại tệ ...) khiến thị trường diễn biến thêm phức tạp.

Thứ bảy, các quy chuẩn thận trọng. Những năm qua Ngân hàng Nhà nước đã đưa ra những qui định nhằm làm lành mạnh hóa tình hình tài chính cũng như từng bước tăng cường năng lực cạnh tranh của các NHTM. Tuy nhiên, thực tế cho thấy có khá nhiều NHTM cổ phần qui mô vốn tự có quá nhỏ, đặc biệt với các NHTM mới thành lập trong một số năm gần đây; kinh

doanh lại rất mạo hiểm nhằm giành giật thị phần, chủ yếu vẫn là mở rộng dịch vụ truyền thống, đẩy mức mở rộng tín dụng tăng trưởng nóng. Các NHTM một số năm gần đây tăng cường mở nhánh rất khó kiểm soát, trong khi khả năng quản trị hệ thống khá yếu, quản trị rủi ro chưa được chú ý đúng mức, khả năng chống đỡ rủi ro không cao (do qui mô vốn tự có rất nhỏ). Điều này làm cho nguy cơ rủi ro hệ thống là có thực.

Thứ tám, hoạt động giám sát. Ở Việt Nam, những năm qua mặc dù công tác giám sát được đề cao, song thực tế cho thấy công tác này vẫn còn khá nhiều bất cập, cả về cơ chế giám sát lẫn năng lực của đội ngũ thực thi trách nhiệm giám sát. Để hoàn thiện hoạt động này vẫn còn đòi hỏi mất nhiều thời gian.

Từ những phân tích trên có thể thấy, tự do hóa tài khoản vốn là một yêu cầu khách quan trong tiến trình mở cửa, hội nhập quốc tế của Việt Nam. Tuy vậy, bởi tình trạng của tài khoản vốn có liên quan đến hầu hết các biến số kinh tế vĩ mô, nên trong tiến trình thúc đẩy tự do hóa tài khoản này, cần hết sức thận trọng, nhưng trên cơ sở phải tôn trọng các cam kết quốc tế.

Kết luận: theo chúng tôi, hiện nay nước ta nên tập trung chú ý giải quyết tốt các vấn đề sau đây:

(i) Duy trì các biện pháp kiểm soát chặt luồng vốn ra, mà cơ chế tỷ giá phải ngày càng đáp ứng tốt mục tiêu, yêu cầu này, thông qua đó, khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài tái đầu tư.

(ii) Có cơ chế kiểm soát chặt chẽ các dòng vốn ngắn hạn. Muốn làm tốt điều này thì cần phải chú ý trong công tác điều hành lãi

suất, tăng cường mối tương tác trong điều hành lãi suất và tỷ giá.

(iii) Tạo lập khung pháp lý đồng bộ và hoàn chỉnh nhằm kiểm soát chặt chẽ thị trường tài chính. Hiện nay, hệ thống pháp luật đối với hoạt động của thị trường tài chính ở nước ta ít nhiều vẫn còn thiếu và hiệu lực pháp lý chưa cao, trong khi các giao dịch trên thị trường tài chính diễn biến rất phức tạp. Nếu chúng ta thực sự tự do hóa tài khoản vốn có thể sẽ có những hậu quả xấu, đặc biệt với các giao dịch phái sinh. Từ đó, có lẽ thời gian trước mắt chúng ta cần tập trung hoàn thiện khung pháp lý cho các giao dịch tài chính trên thị trường, hoàn thiện khâu kiểm soát các giao dịch, hoàn thiện hệ thống thông tin thị trường nhằm tăng cường công tác cảnh báo sớm. Đây là điều rất quan trọng để chúng ta không bị động trong quản lý thị trường trước khi thực sự mở cửa tài khoản vốn./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Benu Schneider, "Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries", Overseas Development Institute Portland House Stag Place London(2000).
2. Eichengreen, "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspect", Occasional Paper, no 172, Washington, DC: International Monetary Fund, (1998).
3. *Các quan điểm về chính sách tỷ giá hối đoái*, Viện IMF, Quỹ Tiền tệ quốc tế. Nxb Thống kê, 1995.
4. Nhật Trung: "Quản lý dòng vốn nước ngoài kinh nghiệm các nước thị trường mới nổi và một số gợi ý đối với Việt Nam", Tạp chí Ngân hàng- số 9, tháng 5-2008.
5. Nguyễn Huy Hoàng: "Tự do hóa hệ thống tài chính và tăng trưởng kinh tế ở một số nước Đông Nam á - Một số gợi ý chính sách cho Việt Nam" Tạp chí Những vấn đề kinh tế và chính trị thế giới. Số 8 (160)/2009.