

TỰ DO HÓA TÀI KHOẢN VỐN Ở VIỆT NAM

TS. NGUYỄN TRỌNG TÀI
Học viện Ngân hàng

Với việc gia nhập Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á, những 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) đã khẳng định sự hội nhập sâu rộng của Việt Nam vào cộng đồng kinh tế khu vực và quốc tế, từng bước mở cửa ở hầu hết các lĩnh vực, trong đó có thị trường vốn. Tự do hóa tài khoản vốn (TDHTKV) là yêu cầu khách quan trong tiến trình hội nhập kinh tế. Tuy nhiên, do tình trạng của TKV có liên quan đến hầu hết các biến số kinh tế vĩ mô, cho nên trong tiến trình thúc đẩy TDHTKV, cần hết sức thận trọng, trên cơ sở xem xét mức độ đáp ứng các điều kiện tiền đề cho việc TDH. Đồng thời đưa ra các giải pháp hợp lý để tận dụng được các lợi thế và giảm thiểu tối đa các tác động tiêu cực của quá trình này.

TDHTKV "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".

TDH 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) TDH quá trình chu chuyển vốn

Lợi ích của TDHTKV

Thu hút vốn thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. 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 vẫn còn rất hạn chế, vì thế cần phải lựa chọn giải pháp phải đẩy nhanh hơn tiến trình TDHTKV.

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 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 rằng "do độ rủi ro vào các nước, giữa các danh mục đầu tư là hoàn toàn khác nhau 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".

Giúp tiết giảm chi phí giao dịch trên thị trường tài chính. Thúc đẩy TDHTKV sẽ giúp Việt Nam hội nhập sâu rộng hơn vào thị trường tài chính toàn cầu, thu hút được nhiều hơn các nhà đầu tư, môi giới vào kinh doanh tại Việt Nam, tạo ra sự cạnh tranh giữa các môi giới tài chính góp phần tiết giảm chi phí giao dịch trên thị trường tài chính, điều vẫn rất khó lượng hóa chính xác tại Việt Nam hiện nay.

Tăng lợi ích dưới hình thức di chuyển công nghệ và tài sản tri thức. Một khi TKV được TDH 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.

Sự di chuyển tự do của luồng vốn sẽ đem lại về sự hợp nhất của lãi suất. Hiện nay, do TKV của Việt Nam bị kiểm soát chặt chẽ. Trong khi thị trường tín dụng trong nước lại chưa có tính minh bạch cao gây khó khăn trong việc xác định mức lãi suất cơ bản để điều hành chính sách tiền tệ, dẫn đến lãi suất thị trường trong nước với thị trường quốc tế luôn có khoảng cách. Vì vậy, TDHTKV 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.

TDHTKV cũng là một cách để hoàn thiện cơ chế chính sách trong nước. Một khi TKV được TDH, 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.

Những điều kiện để TDHTKV

Thứ nhất, chính sách tài khóa. Củng cố tình hình tài khóa quốc gia không chỉ giúp đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô mà còn khiến các chính sách có mức độ tin cậy cao hơn, là nhân tố cần thiết cho quá trình TDH. Ở Việt Nam, 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. Điều đó giúp ổn định kinh tế vĩ mô. Tuy nhiên, 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 TDH hoàn toàn TKV, bởi có thể sẽ đẩy nền kinh tế phải đối mặt với nguy cơ khủng hoảng.

Thứ hai, chính sách tỷ giá. Phần lớn các ý kiến đều cho rằng, trong quá trình TDHTKV 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, khi ấy buộc NHTW phải can thiệp thông qua nâng lãi suất để bảo vệ tỷ giá, điều đó sẽ 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. Ở Việt Nam, chính sách tỷ giá vẫn còn có những bất cập (thị trường hối đoái chưa phát triển, các công cụ can thiệp còn đơn điệu, 2 công cụ lãi suất và tỷ giá chưa có quan hệ tương tác) 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 TDHTKV, 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 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 (hạn chế nhập khẩu, sản xuất thu hẹp, hoặc khủng hoảng kinh tế trong tương lai). Chính vì thế, các nước muốn thực hiện lộ trình TDHTKV thì phải đặt ra những giới hạn thận trọng trong mức thâm hụt cán cân vãng lai. Ở Việt Nam, 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. Với một tình trạng thâm hụt cán cân vãng lai lớn như hiện nay của Việt Nam, nếu TKV thực sự được TDH 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”. Tim 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. Trong quá trình TDHTKV, dự trữ quốc tế có tác dụng: (i) giảm nhẹ tác động của các thay đổi chu kì 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. Ở Việt Nam, theo các tư liệu công bố của NHNN 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 TKVTDH hòa 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. 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 ồ 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 TDHTKV. Ở Việt Nam, 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. 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 kích 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.

Trong một môi trường TDH nguồn vốn như hiện nay, bất cứ chính sách hướng tới TDHTKV nào đều phải chú ý đổi mới và tái cơ cấu khu vực tài chính-ngân hàng để tránh phân bổ 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 NHTW 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. Như vậy, cải cách ngân hàng là một điều kiện không thể thiếu đối với quá trình TDHTKV.

Ở Việt Nam, 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 TDHTKV 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 quy 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) NHNN 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. Việc áp dụng các quy chuẩn thận trọng trong lĩnh vực tài chính là yêu cầu không thể thiếu khi thực hiện TDHTKV. Nếu điều này không được chú trọng thực hiện nghiêm minh, thì rất có thể dẫn đến kết cục ngược lại. Kinh nghiệm cho thấy, các quy chuẩn nên được áp dụng nghiêm túc trước khi tiến hành TDHTKV. Ở Việt Nam, NHNN đã đưa ra những quy 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 NHTMCP qui mô vốn tự có quá nhỏ, đặc biệt với các NHTM mới thành lập kinh doanh lại rất mạo hiểm 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. Điều này làm cho nguy cơ rủi ro hệ thống là có thực.

Thứ tám, hoạt động giám sát. 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. 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 TDH TKV. 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. 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.

Giải pháp thực hiện TDHTKV

Một là, 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.

Hai là, 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.

Ba là, 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 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 TDHTKV 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. □