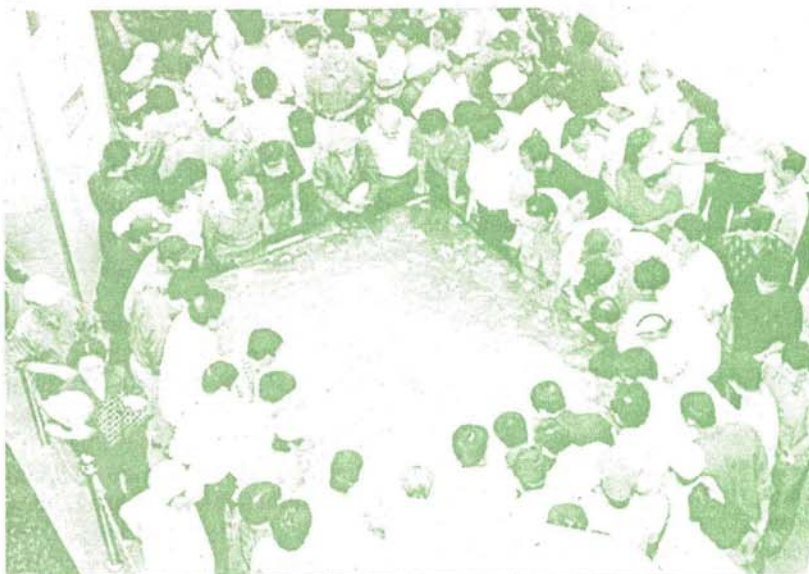


MÔ HÌNH PHÁT TRIỂN

Sự lưỡng lự giữa tự do hay kiểm soát vốn

TS. NGUYỄN THỊ NGỌC TRANG

Có mô hình phát triển nào cho VN, đang và hứa hẹn có nguồn tài chính chảy vào khá ấn tượng, thực hiện tiến trình kiểm soát hướng về mục đích cuối cùng là tự do hóa luồng vốn hay không?



Bài viết này xin đưa ra một phương pháp nhằm giúp nền kinh tế nước ta có thể hội nhập với nền kinh tế thế giới trong khi vẫn có thể kiểm soát được dòng vốn vào và ra (trong một chừng mực nào đó) để tránh nguy cơ rơi vào khủng hoảng mà hiện nay các cơ quan chức năng đang lo lắng do chúng ta chưa đủ “lực” để có thể tham gia vào một sân chơi chung với các nước mạnh.

Tự do hóa tài khoản vốn đã từng được các nước xem là một yếu tố quan trọng của mô hình phát triển kinh tế, đặc biệt là từ khi mô hình phát triển này đem lại nguồn tài chính chảy vào các nước đang phát triển,

vốn thường xuyên “đói vốn” và muốn tăng trưởng. Trong khi nhiều nước đang phát triển đã hưởng được những lợi ích to lớn từ dòng vốn nước ngoài chảy vào trong nước thì sự chấm dứt đột ngột và đảo ngược các dòng vốn này lại dẫn đến các cuộc khủng hoảng không kém phần khốc liệt, đã xảy ra liên tục trong những năm gần đây. Những tổn thất ấy làm cho người ta phải suy nghĩ lại về lợi ích của mô hình phát triển tự do hóa. Và thế là kiểm soát vốn đang dành lại vị thế của mình, trong cách nhìn nhận của các nhà lý thuyết và các nhà hoạch định chính sách.

Mặc dù vậy, hạn chế các dòng

vốn ra có khả năng tạo ra các khó khăn trong một nền kinh tế đang phát triển, đặc biệt là ở các thị trường tài chính nội địa thiếu giám sát, kém phát triển và phải đối phó với các dòng vốn vào lớn một cách đáng kể [1]. Đối với dòng vốn vào dưới hình thức không phải là đầu tư trực tiếp FDI, thì hoặc chúng được trực tiếp bơm vào hệ thống tài chính nội địa (thường gây khó khăn cho quản lý kinh tế vĩ mô), hoặc là chính phủ phải chấp nhận chi phí “can thiệp vô hiệu hóa” để không làm thay đổi tính thanh khoản của hệ thống. Dòng vốn ra có thể làm dịu đi một vài áp lực do bùng nổ ào ạt của dòng vốn vào.

Có mô hình phát triển nào cho VN, đang và hứa hẹn có nguồn tài chính chảy vào khá ấn tượng, thực hiện tiến trình kiểm soát hướng về mục đích cuối cùng là tự do hóa luồng vốn hay không?

Chúng tôi phác thảo một đề xuất có thể giúp thực hiện được mô hình phát triển như thế. Nhân tố chính của đề xuất là cần thiết phải cho phép kiểm soát các dòng vốn vào thông qua các quỹ đóng, có phát hành cổ phần định danh bằng nội tệ, sử dụng số tiền thu được để mua ngoại tệ từ NHNN và sau đó đầu tư ra nước ngoài. Tiến trình này sẽ làm giảm bớt chi phí “can thiệp vô hiệu hóa” và tạo cho các nhà đầu tư trong nước khả năng đầu tư ra nước ngoài, đồng thời đa dạng hóa danh mục đầu tư của họ trên tầm quốc tế. Thêm vào đó, chúng còn giúp hạn chế các rủi ro trong nước, đặc biệt là các rủi ro gắn liền với sự ồ ạt của dòng vốn vào.

Có các phương pháp khác nhau về tự do hóa tài khoản vốn có giới hạn có thể hỗ trợ thêm cho đề xuất của chúng tôi. Các phương pháp này bao gồm việc cho phép các quỹ đầu tư hoặc là các nhà đầu tư định chế khác đầu tư ra nước ngoài, chính phủ đầu tư ra nước ngoài và bán các chứng khoán định danh bằng ngoại tệ cho các nhà đầu tư trong nước v.v. Mặc dù mỗi phương pháp trong các phương pháp trên đều có điểm đặc sắc riêng nhưng đề xuất của chúng tôi trong chừng mực nào đó là độc đáo hơn do tạo ra lợi ích đa dạng hóa trên phạm vi rộng hơn cho các nhà đầu tư trong

nước và kích thích được sự phát triển của thị trường tài chính trong nước.

Một lợi ích chính yếu nữa là, không giống như các hình thức hạn chế tự do hóa tài khoản vốn có giới hạn khác, đề xuất này cho phép chính phủ kiểm soát cả thời hạn và khối lượng của dòng vốn ra, mà đây là yếu tố mang tính chất quyết định trong giai đoạn đầu mở cửa tài khoản vốn. Mặc dù vậy, đề xuất của chúng tôi nên được xem là một trong các lựa chọn đối với việc tự do hóa có kiểm soát.

Chúng tôi nhấn mạnh rằng đề nghị mà chúng tôi đưa ra không phải thay thế hoàn toàn cho các chính sách khác mà các nước đang phát triển tập trung vào đó, bao gồm củng cố các thị trường tài chính nội địa và trong một vài trường hợp, chuyển dịch theo hướng linh hoạt về tỷ giá. Nhưng đề xuất này có được lợi ích là cho phép các quốc gia thực hiện tiến trình theo mục tiêu cuối cùng là khả năng chuyển đổi tài khoản vốn hoàn toàn dưới một cách thức thận trọng mà không đặt hệ thống tài chính nội địa vào những rủi ro gắn liền với dòng vốn ra thiếu sự kiểm soát.

Có được một "van" an toàn như vậy cũng có thể làm giảm nhẹ các khó khăn gắn liền với dòng vốn vào chẳng hạn như các áp lực mạnh đối với việc gia tăng tỷ giá. Hơn thế nữa, bằng cách giảm nhẹ các áp lực của các dòng vốn vào, phương pháp này trong thực tế cung cấp không gian thoáng đáng cho các quốc gia trong việc thực hiện các cuộc cải cách chính sách cần thiết. Chúng tôi tạo cho các nước khả năng tự bảo vệ mình tránh khỏi những sa sút và thăng trầm của các thị trường quốc tế.

Cuối cùng, nếu được cấu trúc một cách thích hợp, phương pháp này hạn chế được khá nhiều rủi ro.

Vì sao phải kiểm soát?

Đầu tiên, chúng ta hãy xem thử tại sao kiểm soát vốn ở các nước đã phát triển – nơi tự do hóa tài khoản vốn hầu như hoàn toàn, chế độ tỷ giá thả nổi và thị trường vốn có tính thanh khoản cao – lại không trở thành vấn đề quá nghiêm trọng.

Bởi vì, dòng vốn vào tăng lên ở

các quốc gia phát triển sẽ tạo ra một kết hợp giữa đầu tư ra nước ngoài nhiều hơn (của các cư dân trong nước) và thâm hụt tài khoản vãng lai lớn hơn, và tỷ giá dịch chuyển đến mức cân bằng giữa dòng vốn vào so với dòng vốn ra. Dòng vốn ra lớn hơn đến lượt nó sẽ làm giảm sức ép tăng giá do dòng vốn vào ồ ạt và tỷ giá lại trở về mức vừa phải.

Ngược lại, đối với một quốc gia đang phát triển, có những hạn chế đáng kể trên tài khoản vốn, thì việc hạn chế ngặt nghèo dòng vốn tư nhân chảy ra khỏi quốc gia đã tạo ra một "van" an toàn để giảm nhẹ áp lực của dòng vốn vào. Trong thực tế, việc tăng giá mạnh và kết quả của việc định giá cao tỷ giá đã làm cho nhiều nước đang phát triển lâm vào tình cảnh thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai hết sức nặng nề vào thập niên 1980 và 1990. Rốt cuộc, các thâm hụt này không có gì để cứu vãn được, các nhà đầu tư nước ngoài đã ngừng rót vốn vào và khủng hoảng đã bùng nổ. Không có gì ngạc nhiên, khi sau đó các quốc gia này cố gắng làm chậm lại việc tăng tỷ giá. Hoặc là một số nước trước đây áp dụng chế độ tỷ giá cố định thì giờ đây để cho tỷ giá thả nổi hoàn toàn.

Vì các nhà đầu tư tư nhân không thể chuyển vốn ra khỏi quốc gia do chưa mở cửa tài khoản vốn, NHNN sẽ chống trả áp lực gia tăng trong tỷ giá bằng cách mua ngoại tệ từ dòng vốn chảy vào và sau đó đầu tư vào các trái phiếu chính phủ định danh bằng ngoại tệ (tích lũy dự trữ). Dĩ nhiên là đồng nội tệ mà NHNN phát hành để mua ngoại tệ có thể gây ra lạm phát, vì thế NHNN thực hiện "can thiệp vô hiệu hóa" bằng cách bán trái phiếu nội tệ và thu dọn đồng nội tệ thặng dư.

Đối với một quốc gia mở cửa dòng vốn thương mại và dòng tài chính, dự trữ ngoại hối cung cấp một khoản đệm để bảo vệ nền kinh tế tránh khỏi các cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán và khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên, một dự trữ "quá đầy đủ" chẳng bao lâu có thể lại sinh ra phiền phức.

Can thiệp vô hiệu hóa cũng tồn kém chi phí giống như là một khoản

dự trữ tích lũy quốc gia. Tỷ suất sinh lợi của dự trữ ngoại hối luôn thấp hơn so với những gì mà NHNN chi trả cho các trái phiếu đã phát hành. Hơn thế nữa, khi danh mục đầu tư của nhà đầu tư nội địa bị nhồi nhét quá nhiều trái phiếu chính phủ hoặc của NHNN, họ yêu cầu lãi suất cao hơn.

Cần biết rằng, một mức dự trữ ngoại hối "hợp lý" sẽ là một tấm đệm giúp cho nền kinh tế cách ly với các cú sốc bên ngoài. Đây chính là lợi ích thật sự của dự trữ, do chúng đã tạo ra được lợi ích có giá trị cao hơn nhiều so với lãi suất mà NHNN chi trả (trên trái phiếu chính phủ). Khi các nguy cơ về cú sốc bên ngoài không còn là mối đe dọa lớn, và lãi suất mà chính phủ phải chi trả ngày càng cao, thì dự trữ ngoại hối sẽ dẫn đến những căng thẳng trong chi tiêu của chính phủ. Đó là chưa kể, trong một vài trường hợp còn phải kiểm soát tỷ giá.

Nếu chính phủ không thể đầu tư vốn ra nước ngoài bằng con đường ít tốn kém, thì liệu chính phủ có nên thực hiện tính chuyển đổi trên tài khoản vốn hay là cho phép các nhà đầu tư tư nhân đầu tư ra nước ngoài hay không?

Vấn đề ở chỗ là ở các nước đang phát triển như VN – có những hạn chế tự do hóa tài khoản vốn – có các nền tảng dễ bị tổn thương như thâm hụt tài khóa nặng nề, khu vực ngân hàng có các khoản cho vay kém hiệu quả hoặc là khu vực tài chính và doanh nghiệp không minh bạch sẽ làm cho việc tự do hóa tài khoản vốn sẽ gặp phải quá nhiều rủi ro. Nếu các nhà đầu tư trong nước đầu tư vốn của mình ra nước ngoài, họ có khả năng thoát vốn khỏi quốc gia nếu có một dấu hiệu của bất kỳ tổn thương nào và chôn ngòi cho một cuộc khủng hoảng đầy tổn kém và rủi ro.

Chính vì thế các nước thường chấp nhận bước đi thận trọng trong việc tự do hóa tài khoản vốn cho đến khi nào hầu hết tổn thương này không còn là nguy cơ đáng kể đe dọa nền kinh tế.

Chúng tôi đưa ra đề xuất một phương pháp "trung gian" để tự do hóa tài khoản vốn trong bối cảnh VN nhưng giảm thiểu rủi ro đến mức có thể được nguy cơ dòng vốn ra "không

được kiểm soát”.

Đề xuất

Có hai lựa chọn: hoặc là cho nhà đầu tư trong nước được tự do lựa chọn hoặc là họ không được lựa chọn gì cả. Khả năng thứ hai sẽ bị loại bỏ.

Yếu tố chính trong đề xuất của chúng tôi là “bảo vệ” dự trữ quốc gia, bằng cách đó loại trừ được chi phí tài chính do vô hiệu hóa dòng vốn, trong khi đồng thời tạo cho các nhà đầu tư trong nước một cơ hội để đa dạng hóa danh mục đầu tư của họ.

Sau đây là cơ chế hoạt động của đề xuất bảo vệ dự trữ quốc gia.

Khi NHNN tích lũy dự trữ, họ cảm thấy chúng cần thiết cho các mục tiêu phòng ngừa, NHNN sẽ xác định số lượng dòng vốn ra hợp lý. Sau đó NHNN sẽ cấp giấy phép cho một công ty quản lý quỹ bắt đầu hoạt động với tư cách là một quỹ đóng với tài sản ban đầu bằng với số vốn ra mà NHNN đã cho phép. Công ty sẽ huy động vốn từ các nhà đầu tư trong nước bằng cách bán cổ phần của quỹ định danh bằng nội tệ. NHNN sẽ bán ngoại tệ cho quỹ theo tỷ giá thị trường, để đổi lấy nội tệ mà quỹ đã huy động được từ các nhà đầu tư. Sau đó quỹ sẽ đầu tư ngoại tệ vào các tài sản tài chính nước ngoài chẳng hạn như cổ phiếu và trái phiếu. Định kỳ (khoảng hàng quý) các quỹ mới sẽ được cấp phép hoặc là quy mô của các quỹ hiện tại được mở rộng thêm, việc cấp phép thêm hoặc mở rộng quỹ hiện tại lại tùy thuộc vào các nhân tố của dòng vốn vào.

Với cơ chế như thế các quốc gia sẽ nhận được nhiều lợi ích hơn. Không giống như tự do hóa tài khoản vốn hoàn toàn, giờ đây NHNN kiểm soát được tốc độ của dòng vốn ra bởi vì chính NHNN là người quyết định thời gian, số lượng và quy mô của các quỹ được cấp phép. Hơn thế nữa, do các quỹ đều là quỹ đóng nên các nhà đầu tư không có khả năng rút tiền mặt.

Ngược lại với phương pháp truyền thống về vô hiệu hóa dòng vốn vào, ở đây không có chi phí tài chính bởi vì dự trữ quốc gia của NHNN đã được bảo vệ. Các nhà đầu tư trong nước được lợi từ đầu tư và đa dạng hóa cơ hội đầu tư thông qua các

quỹ đầu tư quốc tế, và các công cụ này có thể tạo ra một tác nhân mới để phát triển các thị trường chứng khoán trong nước. Các công ty quản lý quỹ nội địa sẽ hoàn chỉnh kỹ năng đầu tư quốc tế của mình trước khi tài khoản vốn được tự do hóa hoàn toàn.

Các quan ngại tiềm ẩn

Vấn đề đặt ra là liệu đề xuất của chúng tôi có thể thực hiện được hay không, khi mà không dễ dàng gì và phải tốn khá nhiều thời gian cho các nhà đầu tư nhỏ lẻ vượt qua thành kiến “ta tắm ao ta” và tự tin trong các đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư nội địa cần được giải thích và cung cấp các kiến thức về lợi ích của đa dạng hóa danh mục đầu tư ra nước ngoài. Các nhà đầu tư có thể cũng thận trọng trong việc đầu tư vào các quỹ đóng vô hạn định bởi vì họ lo sợ rằng có xu hướng sẽ giao dịch bằng một khoản chiết khấu. Để làm giảm bớt quan ngại này của nhà đầu tư thì đời sống của quỹ nên xác định trong một thời gian nhất định (khoảng 5 năm).

Có khá nhiều thuận lợi một khi chốt lại đời sống cố định của quỹ, đó là NHNN sẽ bán nội tệ (thu ngoại tệ) cho quỹ để hoàn trả cho các nhà đầu tư, sau đó chuyển các tài sản ngoại tệ này thành dự trữ ngoại hối quốc gia vào cuối đời sống của quỹ.

Chúng tôi cho rằng đây là một đề xuất quan trọng, giải pháp này góp phần làm tăng thêm dự trữ ngoại hối, đặc biệt trong bối cảnh dự trữ ngoại hối của VN hiện còn rất thấp.

Một vài vấn đề kỹ thuật

Có lẽ còn có các quan ngại là việc thực hiện quá trình này về phương diện kỹ thuật có quá phức tạp và vượt quá khả năng của nhiều chính phủ các nước đang phát triển như VN hay không? Đa số các hạn chế về kỹ thuật này có thể giải quyết được. Ví dụ, thực ra là trong một nền kinh tế đóng cửa tài khoản vốn, số lượng các chuyên gia để quản trị đầu tư quốc tế thường bị hạn chế. Hạn chế này có thể được giải quyết bằng cách trước tiên cho phép các nhà quản lý quỹ người nước ngoài (một vài quốc gia đã thực hiện điều này) và xây dựng một cơ chế cho họ để dần dần chuyển

kinh nghiệm và chuyên môn của họ cho các quỹ nội địa.

Một vấn đề khác là nhu cầu quá mức đối với các khoản đầu tư này về nguyên tắc có thể tạo ra một sự bùng nổ các quỹ, và do đó gây hoang phí cho thu nhập tiềm tàng của chính phủ. Vấn đề này có thể giải quyết bằng cách bán đấu giá giấy phép hoạt động của quỹ và tạo sự cạnh tranh giữa các quỹ. Mặc dù vậy, cũng cần lưu ý rằng bất kỳ cuộc đấu giá giấy phép nào cũng cần phải được tách biệt khỏi doanh số cung đồng ngoại tệ đối với một quỹ (như chúng tôi đã lưu ý trước đây, sẽ xảy ra ở mức tỷ giá thị trường thịnh hành) để tránh tạo ra thực hành tỷ giá hối đoái phức tạp.

Kết luận

Chúng tôi đã trình bày chi tiết các đề xuất làm cho tiến trình tự do hóa tài khoản vốn được dễ dàng hơn, với rủi ro có thể kiểm soát được. Một trong những ưu điểm chính của đề xuất này là có thể thỏa mãn bất kỳ nhu cầu dòng vốn ra nào (do các nhà đầu tư muốn đa dạng hóa danh mục), trong khi chính phủ vẫn dễ dàng kiểm soát các dòng vốn ra trong ngắn hạn.

Ngoài ra các đề xuất còn có những ưu điểm khác, chẳng hạn như chúng ta cho phép các nhà đầu tư nào đạt tiêu chuẩn được quyền (và phép) đầu tư ra nước ngoài, trong khi chính phủ vẫn có khả năng kiểm soát số lượng và thời hạn dòng vốn ra dễ dàng. Hơn nữa, đề xuất này còn tạo điều kiện cho các nhà đầu tư có được cơ hội đầu tư quốc tế để học tập các kinh nghiệm thông qua đầu tư quốc tế. Đặc biệt ở những nước có hệ thống tài chính yếu kém như VN, chính phủ càng phải nên cho phép các NHTM trong nước một không gian thông thoáng cần thiết để điều chỉnh các khoản ký quỹ cho phù hợp với các cơ hội đầu tư khác nhau. Đây sẽ là bước chuẩn bị tốt nhất cho tiến trình tự do hóa tài khoản vốn mạnh mẽ hơn nữa trong tương lai ■

Chú thích

[1] Những kinh nghiệm gần đây của một vài nền kinh tế mới nổi cho thấy rằng dòng vốn vào mang tính chất đầu cơ có thể rò rỉ thông qua cả kênh chính thức và phi chính thức, bất chấp sự tồn tại của các biện pháp kiểm soát dòng vốn vào.