

# Bộ ba bất khả thi với việc điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam

■ THS. NGUYỄN THỊ VÂN

**Tóm tắt:** Bộ ba bất khả thi là một trong những lý thuyết rất quan trọng của tài chính quốc tế, được phát triển dựa trên những ý tưởng của Robert Mundell và Marcus Fleming vào thập niên 1960. Cho tới những năm 1980, khi vấn đề kiểm soát vốn bị thất bại ở nhiều quốc gia cùng với mâu thuẫn giữa việc neo giữ tỷ giá và chính sách tiền tệ độc lập ngày càng rõ ràng thì lý thuyết bộ ba bất khả thi đã trở thành nền tảng cho kinh tế học vĩ mô của nền kinh tế mở. Những nghiên cứu lý thuyết này cho thấy hiệu quả của chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá hối đoái và mức độ kiểm soát vốn. Từ đó, Krugman (1979) và Frankel (1999) đã mở rộng mô hình Mundell-Fleming thành "mô hình bất khả thi" với 3 mục tiêu chính đó là: chính sách tiền tệ độc lập, ổn định tỷ giá, và hội nhập tài chính. Bài viết trình bày lý thuyết "Bộ ba bất khả thi" và đề xuất giải pháp cho Việt Nam điều hành chính sách tiền tệ từ góc độ này.

**Từ khoá:** Bộ ba bất khả thi, hội nhập tài chính, chính sách tiền tệ, chính sách tài khoá.

## THE UNFEASIBLE TRINITY WITH THE MONETARY POLICY OPERATION IN VIETNAM

**Abstract:** The Unfeasible Trinity is one of the very important theories of international finance developed based on the ideas of Robert Mundell and Marcus Fleming in the 1960s. Until the 1980s, when the problem of capital control failed in many countries and the conflict between anchoring the exchange rate and the monetary independent policy was becoming clearer, the unfeasible trinity became the basis for macroeconomics of the open economy. These theoretical studies showed that the effectiveness of monetary policy and fiscal policy depended on the exchange rate regime and the level of capital controls. From that, Krugman (1979) and Frankel (1999) expanded the Mundell-Fleming model to a "Model of the Unfeasible Trinity" with three main objectives: monetary independent policy, exchange rate stabilization, and financial integration. The article presents the theory of The Unfeasible Trinity and proposes solution for Vietnam to operate the monetary policy from this perspective.

**Key words:** The Unfeasible Trinity, financial integration, monetary policy, fiscal policy.

### LÝ THUYẾT "BỘ BA BẤT KHẢ THI"

Bộ ba bất khả thi là một trong những lý thuyết quan trọng của tài chính quốc tế, được phát triển dựa trên những ý tưởng của Robert Mundell và Marcus Fleming vào thập niên 1960. Theo lý thuyết này, một quốc gia không thể đồng thời đạt được cả ba mục tiêu: chính sách tiền tệ độc lập, tỷ giá cố định và hội nhập tài chính. Hàm ý của lý thuyết cho rằng do các chính phủ luôn phải đối mặt với sự đánh đổi các mục tiêu này. Chẳng hạn, nếu chọn hội nhập tài chính sâu hơn thì phải ổn định tỷ giá ít hơn hoặc độc lập tiền tệ ít hơn, hoặc giảm mức độ đạt được cả hai mục tiêu

còn lại. Mặc dù chuẩn mực ban đầu của lý thuyết bộ ba bất khả thi không đưa ra bất kỳ công thức hay tiêu chuẩn nào để nói lên một cách chính xác sự kết hợp giữa ba chính sách của bộ ba bất khả thi, nhưng cùng với sự phát triển và những biến động trên thị trường tài chính quốc tế, đã có rất nhiều nghiên cứu đi sâu tìm hiểu, đo lường mức độ đạt được các mục tiêu chính sách và mức độ phù hợp của sự đánh đổi giữa ba mục tiêu, cũng như những khía cạnh khác liên quan mật thiết tới lý thuyết bộ ba bất khả thi. Một trong những hướng nghiên cứu quan trọng và mang ý nghĩa thực tiễn cao là sự lựa chọn kết hợp các mục

tiêu chính sách theo lý thuyết bộ ba bất khả thi ở từng quốc gia/ khu vực như thế nào; sự lựa chọn đó có thể tác động ra sao đến nền kinh tế. Xác định được chiều hướng cũng như mức độ tác động của chính sách sẽ rất quan trọng trong việc giúp chính phủ và các cơ quan quản lý vĩ mô có thể xây dựng và thực thi chính sách hợp lý nhằm đạt được những mục tiêu nhất định.

Trong lý thuyết này, ba mục tiêu không thể đồng thời đạt được bao gồm:

*Chính sách tiền tệ độc lập* giúp cho Chính phủ chủ động sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ để thực hiện

chính sách phản chu kỳ kinh tế. Ví dụ, nếu nền kinh tế có dấu hiệu phát triển nóng, lạm phát tăng cao, chính phủ sẽ tăng lãi suất hoặc (và) thắt chặt cung tiền, tương tự cho trường hợp ngược lại. Nhiều nhà kinh tế tin rằng sự độc lập tiền tệ sẽ giúp nền kinh tế tăng trưởng ổn định và bền vững hơn. Tuy nhiên, vấn đề là trong một thế giới mà giá cả và tiền lương tương đối cứng nhắc, độc lập tiền tệ quá mức có thể là một cái cớ để Chính phủ lạm dụng thực hiện các chiến lược tăng trưởng méo mó trong ngắn hạn. Đó là chưa kể, độc lập tiền tệ quá mức có khả năng khiến cho Chính phủ phát hành tiền trang trải cho thâm hụt ngân sách.

*Ổn định tỷ giá* giúp tạo ra cái neo danh nghĩa để Chính phủ tiến hành các biện pháp ổn định giá cả. Cái neo này làm cho nhận thức của nhà đầu tư đối với rủi ro của nền kinh tế giảm đi, làm tăng thêm niềm tin của công chúng vào đồng nội tệ, nhất là đối với những quốc gia có đồng nội tệ yếu. Tất cả cũng đều vì mục tiêu làm cho môi trường đầu tư tốt lên. Tuy nhiên, tỷ giá cố định quá mức cũng có mặt trái của nó. Tỷ giá quá ổn định làm cho Chính phủ mất đi một công cụ để hấp thụ các cú sốc bên trong và bên ngoài truyền dẫn vào nền kinh tế. Ví dụ, lạm phát cao trong nước mà tỷ giá gần như cố định dễ dẫn đến nguy cơ hàng hoá mất sức cạnh tranh trên thị trường thế giới, hậu quả là xuất khẩu giảm và nhập khẩu tăng lên. Ngoài ra, tính quá cứng nhắc của tỷ giá còn ngăn cản không cho những nhà làm chính sách sử dụng công cụ chính sách phù hợp với thực tế diễn biến của nền kinh tế, nhất là khi đang có dấu hiệu của bong bóng tài sản.

*Hội nhập tài chính* là xu thế khó có thể cưỡng lại được trong bối cảnh toàn cầu hoá. Lợi ích của hội nhập tài chính đến từ hai mặt: hữu hình và vô hình. Về mặt hữu hình, lợi ích của hội nhập tài chính giúp quốc gia tăng trưởng nhanh hơn và phân bổ nguồn lực tốt hơn. Chúng cũng giúp nhà đầu tư đa dạng hoá đầu tư, nhờ vậy mà họ mới mạnh dạn bỏ vốn vào nền kinh tế, thị trường tài chính nội địa nhờ đó mà cũng phát triển theo. Lợi ích lớn



Tỷ giá cố định quá mức cũng có mặt trái của nó

nhất - lợi ích vô hình mang lại từ hội nhập tài chính là tạo ra động lực giúp cho Chính phủ tiến hành nhiều cải cách và đưa ra chính sách tốt hơn để theo kịp những thay đổi từ hội nhập. Mặc dù vậy, hội nhập tài chính cũng được cho là nguyên nhân dẫn đến bất ổn kinh tế những năm gần đây.

Nguyên tắc hoạt động của bộ ba bất khả thi sau:

**HÌNH 1: BỘ BA BẤT KHẢ THI (FRANKEL, 1999)**



Hình 1 là biểu hiện nguyên tắc hoạt động của bộ ba bất khả thi. Mỗi cạnh thể hiện cho các mục tiêu tốt

nhất, lần lượt là: chính sách tiền tệ độc lập, ổn định tỷ giá và hội nhập tài chính hoàn toàn. Đối nghịch với mỗi cạnh (hay mỗi mục tiêu) là các công cụ chính sách tại các đỉnh. Mục tiêu hội nhập tài chính đối ngược với đỉnh kiểm soát vốn, mục tiêu ổn định tỷ giá đối ngược với đỉnh thả nổi hoàn toàn, mục tiêu chính sách tiền tệ độc lập đối ngược với đỉnh liên minh tiền tệ. Bất kỳ cặp mục tiêu nào cũng có thể đạt được bởi một đỉnh nằm giữa và một quốc gia hoàn toàn không khả thi để đạt được đồng thời cả ba mục tiêu. Cụ thể:

- Ổn định tỷ giá và hội nhập tài chính được kết hợp bằng cách lựa chọn chế độ tỷ giá cố định nhưng phải từ bỏ độc lập tiền tệ. Điều này có nghĩa Chính phủ đã mất đi một công cụ để điều chỉnh lãi suất trong nước độc lập với lãi suất nước ngoài.

- Độc lập tiền tệ và hội nhập tài chính được kết hợp bằng cách lựa chọn chế độ tỷ giá thả nổi. Với lựa chọn này, Chính phủ (NHTW) được quyền tự do ấn định lãi suất nhưng đổi lại tỷ giá phải vận hành theo những nguyên tắc của thị trường.

**Ổn định tỷ giá giúp tạo ra cái neo danh nghĩa để Chính phủ tiến hành các biện pháp ổn định giá cả. Cái neo này làm cho nhận thức của nhà đầu tư đối với rủi ro của nền kinh tế giảm đi, làm tăng thêm niềm tin của công chúng vào đồng nội tệ, nhất là đối với những quốc gia có đồng nội tệ yếu.**

- Ổn định tỷ giá và độc lập tiền tệ được kết hợp bằng cách lựa chọn thị trường vốn đóng hay Chính phủ phải thiết lập kiểm soát vốn hoàn toàn. Khi có kiểm soát vốn, mối liên hệ giữa lãi suất và tỷ giá sẽ bị phá vỡ.

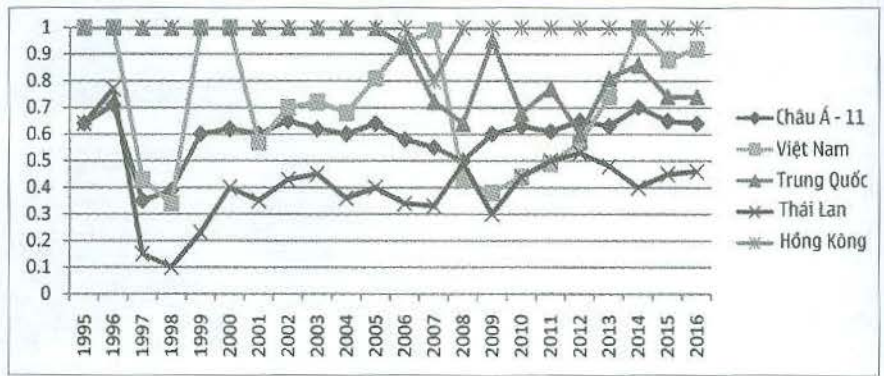
**2. BỘ BA BẤT KHẢ THI Ở VIỆT NAM VÀ KHU VỰC GIAI ĐOẠN 1995 - 2016**

Để quan sát những thay đổi trong lựa chọn chính sách của Việt Nam, bài viết này sử dụng cơ sở dữ liệu Chinn-Ito để phân tích và đồng thời so sánh Việt Nam với một số quốc gia khác trong khu vực châu Á và vùng lãnh thổ (gọi tắt là Châu Á - 11) gồm: Việt Nam, Indonesia, Campuchia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thái Lan, Hồng Kông, Hàn Quốc, Trung Quốc và Ấn Độ. Giai đoạn quan sát từ 1995 - 2016 vì đây là giai đoạn mà cơ sở dữ liệu đầy đủ nhất cho Việt Nam, đồng thời cho phép quan sát được những thay đổi chính sách qua cả 2 cuộc khủng hoảng (khủng hoảng tài chính châu Á năm 1997 và năm 2008).

**2.1. Về mức độ ổn định tỷ giá (ER)**

Dữ liệu cho thấy trước khủng hoảng tài chính châu Á, châu Á - 11 chủ yếu áp dụng chính sách tỷ giá kém linh hoạt. Trong thời kỳ khủng hoảng tài chính, Châu Á - 11 gần như phải thả nổi tỷ giá. Sau khủng hoảng, đồng nội tệ của các nước và vùng lãnh thổ này tiếp tục được neo theo USD, tuy nhiên xu hướng chung là đang dần dần để cho tỷ giá trở

**HÌNH 2: MỨC ĐỘ ỔN ĐỊNH TỶ GIÁ (ER)**



Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả từ nguồn Chinn-Ito (2016)

nên linh hoạt hơn.

Trong đó, Trung Quốc và Hồng Kông kiên trì nhất với mục tiêu ổn định tỷ giá - thể hiện qua chỉ số ER của Hồng Kông liên tục bằng 1 (ngoại trừ năm 2007), trong khi Trung Quốc chỉ mới bắt đầu nới lỏng kiểm soát tỷ giá từ năm 2006. Ở Việt Nam, chỉ số ER cho thấy mức độ ổn định tỷ giá của Việt Nam đã có những thay đổi rõ rệt, được thể hiện ở hình 2.

Hình 2 cho thấy ở Việt Nam, năm 1997 - 1998 chỉ số ER ở dưới mức trung bình khu vực. Giai đoạn 2001 - 2004, mức độ ổn định tỷ giá thấp, chỉ số ER từ 0,57 - 0,72, trong đó chính phủ Việt Nam chủ yếu neo VND theo USD mà không kiểm soát tỷ giá theo các ngoại tệ khác. Mặc dù ở những năm sau, mức độ ổn định tỷ giá gia tăng song đồng Việt Nam vẫn không neo cố định vào đồng USD mà dao động với một biên độ

nhất định. Cụ thể, giai đoạn 2005 - 2007, chỉ số ER của Việt Nam tăng lên rất cao, từ 0,81 lên 0,99. Đây là giai đoạn Việt Nam đang trong quá trình đàm phán nước rút tiến tới gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO) năm 2007, đồng thời là giai đoạn Việt Nam tăng cường thu hút nhiều nhất các hình thức vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp của nước ngoài. Tuy nhiên, từ năm 2008-2012, chỉ số ER đã đột ngột giảm mạnh (trung bình ở mức 0,46) - trở về thấp hơn mức trung bình của khu vực. Sang năm 2013 - 2016, chỉ số ER đã tăng và giữ mức ổn định xấp xỉ bằng 1,0. Điều này phù hợp với thực tế là tỷ giá USD/VND những năm gần đây đã trở nên linh hoạt hơn nhiều với những lần điều chỉnh tỷ giá gần nhau hơn và sát với thực tế thị trường hơn.

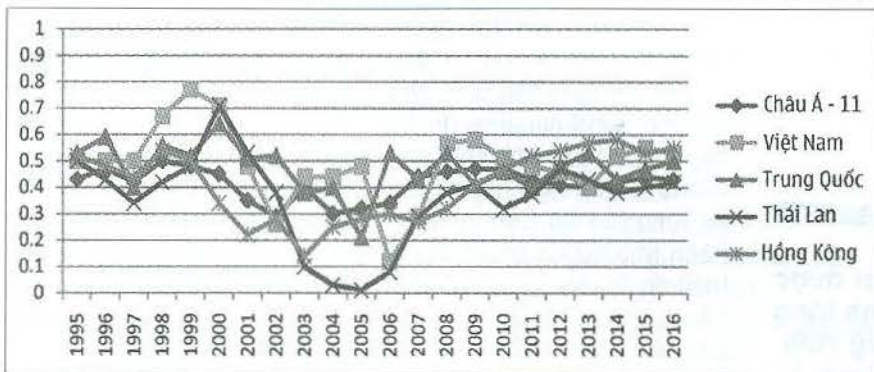
**2.2. Về mức độ độc lập tiền tệ (MI)**

Theo lý thuyết bộ ba bất khả thi, nếu hai trong ba chỉ số đã gia tăng thì chỉ số còn lại chắc chắn sẽ đi theo xu hướng ngược lại như một sự đánh đổi bất buộc. Xu hướng chung cho thấy mức độ độc lập tiền tệ của 11 nền kinh tế có sự sụt giảm rõ rệt từ sau năm 2000, gia tăng trong giai đoạn 2008 - 2010, và giảm lại sau đó. Kết quả tính toán chỉ số MI phù hợp với thực tế dòng vốn đầu tư nước ngoài gia tăng mạnh mẽ vào các quốc gia châu Á trong giai đoạn trước khủng hoảng, gây nên những biến động trong thị trường tài chính tiền tệ của các quốc gia này. Trước



Tỷ giá USD/VND những năm gần đây đã trở nên linh hoạt hơn nhiều với những lần điều chỉnh tỷ giá gần nhau hơn và sát với thực tế thị trường hơn.

HÌNH 3: MỨC ĐỘ ĐỘC LẬP TIỀN TỆ (MI)



Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả từ nguồn Chinn-Ito (2016)

áp lực tăng giá đồng nội tệ, những quốc gia muốn duy trì ổn định tỷ giá đã buộc phải can thiệp vào thị trường và hy sinh phần nào chính sách tiền tệ độc lập. Từ sau năm 2008, để hạn chế những ảnh hưởng bất lợi của khủng hoảng tài chính đến tăng trưởng kinh tế, nhiều quốc gia đã sử dụng các gói kích cầu nhằm kích thích nền kinh tế, đi kèm với việc giảm lãi suất, điều này làm gia tăng phần nào mức độ độc lập tiền tệ qua chỉ số MI.

Hình 3 cho thấy ở Việt Nam chỉ số MI có sự biến động. Chỉ số MI đạt cao nhất là 0,77 vào năm 1999 và giảm rõ rệt từ năm 2000 trong đó đạt thấp nhất giai đoạn 2002 - 2007 với mức thấp nhất là 0,12 vào năm 2006 (dưới mức trung bình của khu vực). Kết quả này phù hợp với thực tế là dòng vốn nước ngoài đổ vào Việt Nam tăng lên liên tục giai đoạn trước năm 2007, đạt đỉnh điểm vào năm 2007, trong khi đó NHTW vẫn giữ ổn định tỷ giá ở mức cao, nên để bảo vệ tỷ giá việc hy sinh chính sách tiền tệ độc lập là điều tất yếu. Năm 2008, đối mặt với tình trạng lạm phát và tăng trưởng nóng, lãi suất cơ bản đã tăng lên 14% nên chỉ số MI đã tăng lên dao động ở mức 0,5 duy trì đến suốt năm 2016 cao hơn mức trung bình của Châu Á - 11 dao động trong khoảng từ 0,4 - 0,5.

**2.3. Mức độ hội nhập tài chính (FO)**

Đối với Châu Á-11, chỉ số FO đo lường mức độ hội nhập tài chính cho thấy hầu hết các quốc gia và vùng

lãnh thổ duy trì mức độ hội nhập tài chính khá cao trong giai đoạn 2005 - 2010, trung bình cho cả giai đoạn là 0,57 trong đó Hong Kong và Singapore có hội nhập tài chính hoàn toàn, trong khi Trung Quốc là nước có tốc độ hội nhập tài chính thấp nhất. Đối với Việt Nam, chỉ số FO có xu hướng gia tăng rõ rệt sau khủng hoảng tài chính 2008 khi Việt Nam trở thành thành viên WTO, cho thấy xu hướng mở cửa và hội nhập ngày càng gia tăng của nền kinh tế. Mức độ hội nhập của Việt Nam luôn thấp hơn khu vực, tuy nhiên khoảng cách dần được thu hẹp, đến năm 2011 thì tốc độ hội nhập đã tăng vượt bậc, cao hơn các nước trong khu vực với mức cao nhất đạt 0,64 vào năm 2013 (Hình 4).

Nhìn lại xu hướng bộ ba bất khả thi ở Châu Á-11 trong đó có Việt Nam giai đoạn 1995-2016 có thể

thấy xu hướng chính sách của Việt Nam trong giai đoạn hiện nay và sắp tới là gia tăng hội nhập tài chính, tỷ giá linh hoạt hơn và độc lập tiền tệ ở mức độ vừa phải.

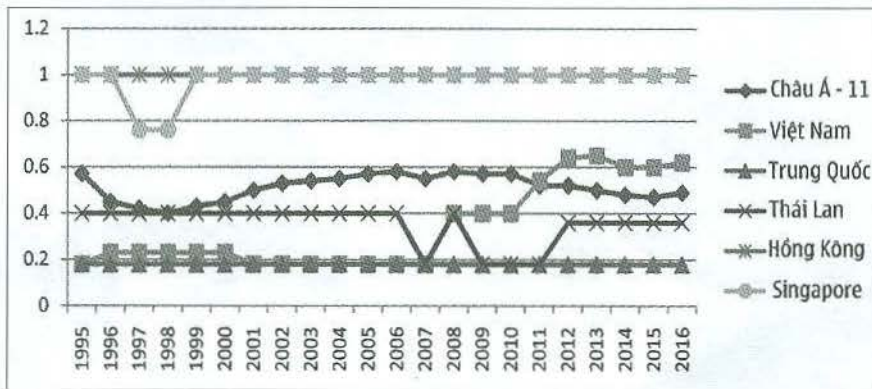
**3. GIẢI PHÁP CHO VIỆT NAM ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TỪ GÓC ĐỘ “BỘ BA BẤT KHẢ THI” ĐẾN NĂM 2020**

Qua các chỉ số mức độ ổn định tỷ giá (ER), độc lập tiền tệ (MI) và độ mở tài chính (FO) đã phân tích ở trên cho thấy Việt Nam có nhiều điểm đặc trưng riêng biệt nhưng vẫn không thoát khỏi nguyên lý đánh đổi của bộ ba bất khả thi. Xét trên góc độ điều hành chính sách tiền tệ thì trong thời gian đến năm 2020 cần phải thực hiện các giải pháp sau:

**3.1. Gia tăng tính linh hoạt của tỷ giá hối đoái**

Nếu cơ chế tỷ giá là cố định, đóng vai trò như một cái neo danh nghĩa cho chính sách tiền tệ, chính sách tiền tệ sẽ mất tính độc lập và không đạt được mục tiêu kiểm soát lạm phát hay đối phó với những xáo trộn khi dòng vốn đổ vào lớn. Do đó, khi hội nhập tài chính ngày càng gia tăng, việc cho phép tỷ giá hối đoái linh hoạt sẽ là lựa chọn thích hợp nhằm tạo điều kiện cho một chính sách tiền tệ độc lập hơn. Ở Việt Nam, mặc dù tỷ giá hối đoái đã được điều hành linh hoạt hơn trong những năm gần đây, nhưng chỉ số ER vẫn cao hơn đáng kể so với mức trung bình của các quốc gia khác trong

HÌNH 4: MỨC ĐỘ HỘI NHẬP TÀI CHÍNH (FO)



Nguồn: Tổng hợp và tính toán của tác giả từ nguồn Chinn-Ito (2016)

khu vực. Để có thể tiếp tục theo đuổi chính sách tỷ giá ổn định mà không làm gia tăng bất ổn tăng trưởng và bất ổn lạm phát, ngưỡng dự trữ ngoại hối cần thiết là khoảng 30% GDP. Nếu tính theo GDP năm 2015, con số này tương đương với khoảng 46 tỷ USD. Tuy nhiên, dự trữ ngoại hối thực tế cùng năm 2015 (theo IMF) của Việt Nam chỉ đạt khoảng 29,5 tỷ USD. Năm 2016, dự trữ ngoại hối dự tính đạt khoảng 36 tỷ USD nhưng cũng chỉ tương đương gần 20% GDP. Việc đạt tới ngưỡng 30% là một yêu cầu khó có thể đáp ứng ngay trong một vài năm tới.

Vi vậy, để hướng về mục tiêu ổn định nền kinh tế hơn là chỉ nhằm tăng thu nhập, việc giảm bớt mức độ kiểm soát đối với tỷ giá hối đoái trong thời gian tới nên được lựa chọn.

Việc gia tăng tính linh hoạt cho tỷ giá hối đoái trong thời gian tới sẽ tạo điều kiện cho Việt Nam tăng cường mức độ độc lập tiền tệ và tự do hóa tài chính. Tuy nhiên, nếu để tỷ giá biến động mạnh theo các lực cung cầu của thị trường lại có thể làm gia tăng rủi ro cho các doanh nghiệp và nhà đầu tư, ảnh hưởng đến niềm tin

của công chúng, nhất là trong bối cảnh nền kinh tế có mức độ đô la hóa như hiện nay và những tín hiệu thị trường đôi khi bị chi phối bởi các lực đầu cơ mà không phản ánh nhu cầu thực sự về ngoại tệ. Do đó, để vẫn đảm bảo tính linh hoạt của tỷ giá và định hướng cho kỳ vọng của thị trường, Ngân hàng Nhà nước nên đề ra các biện pháp ẩn cho tỷ giá hối đoái bằng những tuyên bố hàng năm về mục tiêu tỷ giá, và bằng mọi cách can thiệp vào thị trường khi cần thiết để bảo vệ cho mục tiêu ấy. Điều này lại đòi hỏi NHNN không ngừng củng cố tiềm lực can thiệp, bằng cách tăng cường tích lũy dự trữ ngoại hối cũng như đảm bảo vận hành hiệu quả hoạt động thị trường mở và các công cụ điều tiết cung tiền khác. Việc điều hành tỷ giá theo cách này đảm bảo chỉ mang tính định hướng, nhưng khi đã thiết lập được niềm tin cho thị trường, sẽ giúp hạn chế những xáo trộn trên thị trường ngoại hối và tự động ổn định tỷ giá hối đoái.

### 3.2. Tăng cường tích lũy dự trữ ngoại hối

Sau kỷ nguyên Bretton Wood, dự trữ ngoại hối toàn cầu (so với GDP) đã tăng từ mức dưới 2% (năm 1960) lên

3,5% và đạt 6% vào năm 1999 dù cho tỷ giá hối đoái đã trở nên linh hoạt hơn từ năm 1973. Từ 1999 trở đi, tích lũy dự trữ ngoại hối tiếp tục tăng mạnh. Các thị trường mới nổi châu Á và một số nước Mỹ Latin, Nhật Bản, các nước xuất khẩu dầu và Nga là những nước dẫn đầu về tỷ lệ gia tăng dự trữ. Từ 1990, trung bình tỷ lệ dự trữ của các nước phát triển ổn định ở khoảng 4% GDP, nhưng mức dự trữ trung bình ở các thị trường mới nổi cao gấp năm lần, tức là vào khoảng 20% GDP.

Đối với Việt Nam, thực tế trong những năm qua Việt Nam đã ưu tiên lựa chọn chính sách độc lập tiền tệ kết hợp với ổn định tỷ giá từ 2008-2010; những năm còn lại chúng ta thiên về chính sách ổn định tỷ giá kết hợp với tự do hóa tài chính. Đến cuối năm 2015, dự trữ ngoại hối của chúng ta đạt khoảng 20% GDP. Để đạt được ổn định tăng trưởng kinh tế vĩ mô ở mức độ cao, gia tăng dự trữ ngoại hối vẫn là một yêu cầu cấp thiết đối với Việt Nam.

### 3.3. Kiểm soát rủi ro của hội nhập tài chính

Kết quả nghiên cứu của nhiều học giả cho rằng việc gia tăng hội nhập tài chính đã đẩy lựa chọn của hầu hết các quốc gia xuống phần phía dưới của tam giác minh họa các mục tiêu chính sách bộ ba bất khả thi. Quá trình tự do hóa tài chính thu hút được sự tham gia của hầu hết các quốc gia bởi các chính phủ ngày càng tin tưởng rằng việc nới lỏng các giới hạn chuyển vốn có thể đem lại lợi ích tương tự như tự do hóa thương mại. Điều đó không những mang lại nguồn vốn lớn cho các quốc gia, mà còn khiến cho vốn được phân bổ hiệu quả hơn, tạo ra các cơ hội để đa dạng hóa danh mục đầu

**Để đạt được ổn định tăng trưởng kinh tế vĩ mô ở mức độ cao, gia tăng dự trữ ngoại hối vẫn là một yêu cầu cấp thiết đối với Việt Nam.**



Việc gia tăng tính linh hoạt cho tỷ giá hối đoái trong thời gian tới sẽ tạo điều kiện cho Việt Nam tăng cường mức độ độc lập tiền tệ và tự do hóa tài chính.

tư, thúc đẩy sự phát triển thị trường tài chính đồng thời kích thích tiêu dùng, chia sẻ rủi ro, hỗ trợ thương mại và tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, nhiều bằng chứng cũng cho thấy hội nhập tài chính còn mang theo những rủi ro, bất ổn, đặc biệt là độ nhạy cảm cao hơn đối với các cuộc khủng hoảng, gia tăng khả năng lây nhiễm. Và sau mỗi cuộc khủng hoảng, những lo ngại về tính bất ổn của dòng vốn quốc tế lại gia tăng, làm dấy lên vấn đề có nên kiểm soát vốn hay không, dù biết rằng tự do chu chuyển vốn là xu hướng lâu dài và tất yếu. Với Việt Nam, chỉ số FO đo lường độ mở tài khoản vốn trên thực tế cho thấy mức độ tự do hóa tài chính đã gia tăng trong hơn một thập kỷ qua. Đi kèm với đó là những đóng góp tích cực cho tăng trưởng của nền kinh tế, cũng như những ảnh hưởng mạnh mẽ - gây ra bong bóng chứng khoán, bất động sản và lạm phát khi dòng vốn đầu cơ đổ vào hoặc rút ra. Vì vậy, Chính phủ cần có những định hướng chính sách để có thể tối đa hóa lợi ích mà tự do hóa mang lại, đồng thời tối thiểu hóa rủi ro:

**Duy trì mức độ kiểm soát dòng vốn vào:** Dòng chu chuyển vốn ngày càng gia tăng và cũng ngày càng nhạy cảm với những thay đổi trong điều kiện kinh tế. Bằng chứng là sự lây lan cũng như tầm ảnh hưởng của các cuộc khủng hoảng gần đây ngày càng sâu rộng. Một biến cố kinh tế xảy ra ở một quốc gia không chỉ gây ra sự đảo chiều của dòng vốn ngay tại quốc gia đó mà còn kéo theo hàng loạt các quốc gia khác bị ảnh hưởng theo. Do đó, kiểm soát vốn vẫn là cần thiết, nhất là trong điều kiện hệ thống tài chính còn nhiều điểm yếu như Việt Nam. Tuy nhiên, theo kinh nghiệm từ các quốc gia, Chính phủ cần nhận thức rằng việc kiểm soát vốn là nhằm hạn chế khả năng và mức độ dòng vốn nước ngoài đột ngột đảo chiều. Các giới hạn đối với dòng vốn mà Chính phủ đề ra phải rất thận trọng và được cụ thể hóa trên một số khía cạnh:

(i) Kiểm soát dòng vốn ra chỉ mang tính chất tạm thời, nhằm hạn

chế việc các nhà đầu tư trong nước đầu tư ra nước ngoài trong những giai đoạn nền kinh tế đang có bất ổn hoặc khủng hoảng,

(ii) Kiểm soát tổng dòng vốn vào nhằm khuyến khích, giữ chân dòng vốn ngoại đầu tư lâu dài trong nước, mà không nhằm ngăn cấm việc các nhà đầu tư rút vốn về;

(iii) Kiểm soát dòng vốn vào ngắn hạn bằng cách ưu tiên hơn các dòng vốn dài hạn, tránh làm tăng nợ ngắn hạn và tạo điều kiện gia tăng mức độ độc lập cho chính sách tiền tệ trong những giai đoạn nền kinh tế không có các cú sốc lớn

(iv) Cần nhắc việc áp dụng các khoản thuế ngầm cho dù nhỏ đối với các giao dịch ngoại hối thông qua các quy định về quản lý ngoại hối.

**Phát triển lành mạnh thị trường tài chính nội địa:** Thực tế cho thấy nếu một quốc gia mở cửa dòng vốn quá nhanh trong khi thị trường tài chính nội địa yếu kém sẽ là rủi ro rất lớn, như bài học từ Thái Lan trước năm 1997. Đặc biệt, nếu khu vực tài chính nội địa không quản lý rủi ro đúng cách, không có đủ vốn và dự trữ, không có động cơ đúng đắn, thì khi dòng vốn vào và ra càng lớn, sẽ càng tạo ra nhiều vấn đề nghiêm trọng. Bên cạnh đó, áp lực cạnh tranh với các đối thủ nước ngoài cũng là một thách thức làm suy yếu các trung gian tài chính trong nước. Vì vậy, để hạn chế những ảnh hưởng bất lợi mà hội nhập tài chính mang lại, trước hết Chính phủ cần thúc đẩy và tạo điều kiện cho các định chế tài chính trong nước phát triển. Đồng thời, nên đặt ra các quy định và giám sát một cách hợp lý hệ thống tài chính nội địa, không phân biệt giữa các định chế trong nước và nước ngoài, nhằm gia tăng tính kỷ luật của thị trường, buộc hệ thống tài chính vận hành an toàn và hiệu quả hơn, góp phần lành

mạnh hóa thị trường và giảm thiểu rủi ro. Điều này không có nghĩa là Chính phủ nên tiếp tục can thiệp sâu vào các định chế tài chính, tránh tâm lý ỷ lại về sự bảo đảm an toàn của chính phủ, mà thay vào đó bản thân các định chế phải tự kiểm soát và tự chịu trách nhiệm về rủi ro của mình. Chính phủ chỉ thực hiện vai trò giám sát. Bởi lẽ thực tế đã cho thấy một số hình thức can thiệp của chính phủ có

thể bóp méo các quan hệ thị trường dẫn đến rủi ro đạo đức và thậm chí gây ra khủng hoảng. Các quy định của Chính phủ nên tập trung vào:

(i) Điều tiết và giám sát hệ thống tài chính để đảm bảo rằng khu vực tài chính thực hiện quản lý rủi ro tốt;

(ii) Tránh mất cân đối lớn giữa tài sản và nợ, như các khoản vay ngoại tệ không phòng ngừa để đầu tư vào khu vực phi thương mại, hay vay ngắn hạn để đầu tư dài hạn, khiến cho các ngân hàng nhạy cảm với rủi ro tỷ giá và lãi suất; hạn chế sử dụng nguồn vốn tư nhân ngắn hạn

để tài trợ cho thâm hụt tài khoản vãng lai;

(iii) Điều tiết và giám sát để đảm bảo rằng các ngân hàng tuân thủ các quy định về an toàn vốn, phân loại nợ và trích lập dự phòng hợp lý♦

**TÀI LIỆU THAM KHẢO:**

1. Frankel (1999), J. A. *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*, NBER Working Paper No.7338.
2. Frankel, J., and Rose, A. (2002), "An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Growth", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.117, pp.437-66.
3. Frankel, J. and S.J. Wei. (2007), *Assessing China's Exchange Rate Regime*, Technical Report, NBER Working Paper No.100, Cambridge: NBER.
4. Bộ ba bất khả thi (2013), nghiên cứu khoa học Trường ĐH Kinh tế TP Hồ Chí Minh.
5. Đinh Thị Thu Hồng (2012), "Bộ ba bất khả thi và một số phương pháp đo lường", *Tạp chí Phát triển và Hội nhập*, Số 6 (16), Tháng 9-10/2012.