

Tự do hóa tài khoản vốn và ổn định tài chính trong bối cảnh hội nhập

Tô Trung Thành, Trần Thọ Đạt*

Trường Đại học Kinh tế Quốc dân

Ngày nhận bài 5.1.2015, ngày chuyển phản biện 12.1.2015, ngày nhận phản biện 2.3.2015, ngày chấp nhận đăng 24.3.2015

Tự do hóa tài khoản vốn là một quá trình tất yếu trong bối cảnh Việt Nam hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng. Tuy nhiên, tự do hóa như thế nào là một vấn đề cấp thiết cần giải quyết cả trong ngắn hạn và dài hạn khi quá trình này có thể ảnh hưởng tiêu cực đến ổn định tài chính. Từ thực trạng kiểm soát tài khoản vốn trong nước hiện nay, dựa trên những nghiên cứu về tự do hóa tài khoản vốn cho mục tiêu ổn định tài chính, nhóm tác giả đánh giá các điều kiện để quá trình tự do hóa tài khoản vốn không gây bất ổn cho khu vực tài chính, qua đó cho thấy cần thiết phải điều chỉnh các chính sách có liên quan trong giai đoạn hội nhập kinh tế quốc tế sắp tới.

Từ khóa: điều chỉnh các chính sách, hội nhập kinh tế quốc tế, ổn định tài chính, tự do hóa tài khoản vốn.

Chỉ số phân loại 5.2

CAPITAL ACCOUNT LIBERALISATION AND FINANCIAL STABILITY IN THE CONTEXT OF INTEGRATION

Summary

Capital account liberalisation is an inevitable process when Vietnam has integrated into the global economy more deeply and widely. However, how to liberalise is an urgent problem to be solved in both the short term and the long term because this process can result in negative impacts on the financial stability. From the current situation of capital account control in Vietnam, based on the studies of capital account liberalisation for financial stability, the authors have evaluated the necessary conditions for capital account liberalisation in order not to affect negatively the financial sector and then recommend relevant policy implications in the next phase of integration.

Keywords: adjustment of policies, capital account liberalization, financial stability, international economic integration.

Classification number 5.2

Thực trạng kiểm soát tài khoản vốn tại Việt Nam

Việt Nam hiện nay đang trong quá trình hội nhập kinh tế sâu rộng, trong đó có hội nhập về tài chính. Xu hướng mở cửa tài khoản vốn không chỉ là yêu cầu cho các cam kết hội nhập mà còn là điều kiện cần thiết để Việt Nam có thể tăng cường hiệu quả quá trình phân bổ các nguồn lực và cải thiện tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, tự do hóa tài khoản vốn cũng có thể có tác động tiêu cực đến sự ổn định của hệ thống tài chính thông qua các kênh khác nhau. Các nghiên cứu về chính sách thường tranh luận về lộ trình tự do hóa tài khoản vốn khác nhau, nhưng đều thống nhất là các lợi ích của quá trình này sẽ được hiện thực hóa và giảm thiểu tác động tiêu cực nếu được thực hiện với một trình tự hợp lý và được hỗ trợ bởi một môi trường kinh tế vĩ mô bền vững, khung chính sách hiệu quả và hệ thống tài chính lành mạnh cùng mô hình giám sát tài chính có hiệu lực.

Kiểm soát tài khoản vốn thực ra là các biện pháp can thiệp tác động đến các dòng vốn ra vào nền kinh tế thông qua các hình thức khác nhau là kiểm soát vốn trực tiếp (mang tính hành chính) và kiểm soát trên cơ sở thị trường. Kiểm soát vốn trực tiếp là kiểm soát giao dịch vốn và những khoản thanh toán/chuyển tiền liên quan đến giao dịch vốn thông qua các quy định về thủ tục và các điều kiện phải đáp ứng. Kiểm soát vốn trên cơ sở thị trường chủ yếu là làm cho các giao dịch vốn trở nên tốn kém hơn thông qua các biện pháp kinh tế (như đánh thuế trên một số dòng vốn nhất định). Ở nước ta, Chính phủ chủ yếu sử dụng các biện pháp hành chính (kiểm soát trực tiếp) đối với

*Tác giả chính: email: tranthodat@neu.edu.vn

tài khoản vốn mà chưa đưa ra các mục tiêu và hệ thống chính sách thực sự nhất quán. Nhìn chung, các biện pháp kiểm soát dòng vốn của Việt Nam vẫn tương đối thận trọng, mặc dù độ mở về hội nhập tài chính đang có xu hướng gia tăng.

Đối với vốn đầu tư trực tiếp

Luật Đầu tư nước ngoài được thông qua vào tháng 12.1987 là một bước đi đầu tiên trong chính sách thu hút vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. Kể từ đó cho đến nay, FDI luôn được tạo điều kiện ưu đãi tốt nhất và được coi là một nguồn lực rất quan trọng bên cạnh nguồn vốn trong nước để tăng trưởng kinh tế. FDI đã gia tăng nhanh chóng, đạt mức cao vào năm 1996, suy giảm trong giai đoạn khủng hoảng tài chính châu Á, nhưng đã lấy lại được đà tăng và đạt mức kỷ lục vào năm 2007-2008 cùng với thời điểm Việt Nam chính thức gia nhập WTO và tạo nhiều kỳ vọng về tăng trưởng kinh tế trung và dài hạn. Dòng vốn này vẫn tiếp tục được giải ngân ở mức 10-11 tỷ USD mỗi năm trong giai đoạn 2008-2014, mặc dù lượng vốn đăng ký có xu hướng giảm do tác động từ biến động vĩ mô trong nước và quốc tế.

Gần đây, Chính phủ đã dần tạo lập môi trường bình đẳng giữa các doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp đầu tư nước ngoài thông qua các quy định pháp lý. Luật Doanh nghiệp 2005 (thay thế Luật Doanh nghiệp 1999) đã có bước tiến quan trọng khi không phân biệt đối xử (về mặt pháp lý) đối với doanh nghiệp thuộc mọi thành phần kinh tế. Luật Đầu tư năm 2005 [thay thế cho Luật Đầu tư nước ngoài (2000) và Luật Khuyến khích đầu tư trong nước (1998)], đã bao gồm cả các quy định về quyền lợi, nghĩa vụ, trách nhiệm và lợi ích của nhà đầu tư nước ngoài khi đầu tư vào Việt Nam thể hiện những ưu đãi cho khu vực này, đặc biệt cho vốn đầu tư vào một số lĩnh vực/ngành nghề kinh doanh/hình thức đầu tư. Các nhà đầu tư được chuyển vốn và tài sản về nước sau khi đã thực hiện đầy đủ nghĩa vụ tài chính theo luật và tài sản được chuyển đổi theo mức tỷ giá tại ngân hàng do nhà đầu tư lựa chọn. Tuy nhiên, thủ tục chuyển vốn phải theo quy định về quản lý ngoại hối của Ngân hàng nhà nước (NHNN) lại là một rào cản nhất định đối với nhà đầu tư. Bên cạnh đó, từ năm 2005, các dòng vốn FDI ra nước ngoài cũng đã được khơi thông và khuyến khích, và đã đạt trên 1 tỷ USD từ năm 2011.

Đối với vốn đầu tư gián tiếp

Chiếm tỷ trọng lớn trong đầu tư danh mục tại Việt Nam là các dòng vốn đầu tư vào thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam (TTCK chính thức đi vào hoạt động từ năm 2000 với sự hình thành của

sàn giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh ngày 20.7.2000 và sau đó là Hà Nội ngày 8.3.2005). Trong giai đoạn 2000-2005, thị trường có quy mô nhỏ, tổng số các công ty niêm yết chỉ là 44 công ty cho tới cuối năm 2005 với tổng giá trị niêm yết là 4,94 nghìn tỷ đồng, vốn hóa thị trường chỉ đạt khoảng 1% GDP, sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài là vô cùng hạn chế. Tuy nhiên, quy mô thị trường đã tăng nhanh, đạt 22,7% GDP vào năm 2006 và 43% vào năm 2007 (tháng 3.2007, các chỉ số chứng khoán đạt mức kỷ lục: VN-Index đạt 1170,67 điểm và HASTC-Index đạt 459,36 điểm). Năm 2008, do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế thế giới và khó khăn kinh tế trong nước đã khiến cho chỉ số chứng khoán giảm mạnh. Gói kích cầu của Chính phủ năm 2009 đã đưa TTCK tăng trở lại, giá trị vốn hóa thị trường đạt 37,71% GDP ở thời điểm cuối năm 2009 và 36,5% cuối năm 2010 với 642 công ty niêm yết, 5 loại chứng chỉ quỹ đầu tư và 500 loại trái phiếu. Tuy nhiên, từ năm 2011-2013, diễn biến kinh tế vĩ mô bất ổn, tăng trưởng trong vùng trung suy giảm, các doanh nghiệp hoạt động sản xuất kinh doanh rất khó khăn khiến TTCK suy giảm và đối diện nhiều rủi ro trong giai đoạn này.

Đối với vay nợ nước ngoài

Từ tháng 8.1998 trở về trước, việc vay nợ nước ngoài của các tổ chức và cá nhân bị kiểm soát khá chặt chẽ và bắt buộc phải có sự cho phép của NHNN và yêu cầu phải báo cáo cho NHNN theo định kỳ về chi tiêu bằng ngoại tệ từ tài khoản gửi tại nước ngoài, nhưng sau thời điểm này, một số điều kiện vay nợ nước ngoài của các doanh nghiệp được nới lỏng, những khoản vay nợ ngắn hạn có thể không cần phải đăng ký với NHNN (mặc dù trần vay nợ nước ngoài và trần cho vay nợ ngắn hạn vẫn được quy định). Cách quản lý dòng vốn này được NHNN sử dụng với nhiều mục đích, ngoài mục đích liên quan đến rủi ro dịch chuyển vốn ngắn hạn. Kiểm soát vay nợ không những nhằm hạn chế nhập khẩu những hàng hóa không cần thiết, cải thiện cán cân thanh toán, hạn chế dòng vốn ra, mà còn để “trợ cấp” cho các doanh nghiệp nhà nước quan trọng và bảo vệ thị trường trong nước khỏi cạnh tranh. Ví dụ, một số doanh nghiệp đầu tư vào ngành thay thế nhập khẩu hoặc những dự án quan trọng mới được phép chuyển đổi ngoại tệ. Ngoài ra, các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn dựa trên số lượng này làm méo mó thị trường và “đắt đỏ” hơn những công cụ kiểm soát vốn dựa trên giá cả thị trường. Các biện pháp kiểm soát của NHNN trong giai đoạn này còn thiếu sự minh bạch, không nhất quán và khó đoán trước.

Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005 đã cho phép cá nhân và tổ chức có thể nhận các khoản vay từ nước ngoài và các tổ chức có thể cho vay ra nước ngoài nếu đáp ứng được các điều kiện cần thiết, và báo cáo thực hiện khoản vay theo quy định của NHNN. Nghị định số 160/2006/NĐ-CP cho phép các tổ chức kinh tế, tổ chức tín dụng được trực tiếp vay và trả nợ nước ngoài theo nguyên tắc tự vay, tự chịu trách nhiệm trả nợ và sử dụng vốn vay đúng mục đích, sau khi đã được NHNN xác nhận khoản vay trong phạm vi tổng hạn mức vay vốn nước ngoài do Thủ tướng Chính phủ phê duyệt hàng năm.

Đối với quản lý ngoại hối

Kiểm soát các dòng vốn chu chuyển ra vào nền kinh tế không những chỉ gồm khung pháp lý và thể chế quản lý các dòng vốn cụ thể trong tài khoản vốn và thuộc trách nhiệm của các bộ, ngành liên quan, mà còn bao gồm nội dung quản lý ngoại hối thuộc trách nhiệm của NHNN. Giao dịch ngoại hối được NHNN quản lý chặt chẽ để giảm áp lực đến tỷ giá. Sau khủng hoảng tài chính khu vực châu Á, các tổ chức được yêu cầu phải gửi toàn bộ ngoại tệ có được vào tài khoản ở trong nước. Hơn nữa, NHNN còn yêu cầu kết hối đến 80% ngoại tệ thu được. Quy định này dần được nới lỏng hơn, cuối năm 1999, tỷ lệ kết hối còn 50%, giảm xuống tiếp còn 40% vào tháng 4.2011 và 30% vào tháng 5.2012. Ngoài ra, các biện pháp kiểm soát thanh toán cho các giao dịch vãng lai vẫn được áp dụng như yêu cầu phải có cân bằng ngoại hối, đánh thuế trên chuyển giao thu nhập về nước, hoặc những biện pháp hạn chế ngoại tệ cho nhập khẩu một số hàng hóa nhất định... Mặc dù tháng 11.2000, yêu cầu cân bằng ngoại tệ cho các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài đã được bãi bỏ nhưng các doanh nghiệp này lại được yêu cầu phải theo quy định về kết hối.

Tới nay, Pháp lệnh Ngoại hối năm 2005 được coi là văn bản pháp lý cao nhất trong việc quản lý các hoạt động ngoại hối tại Việt Nam. Cùng với quá trình hội nhập sâu vào nền kinh tế thế giới, chúng ta đã chấp thuận điều khoản VIII của IMF (IMF Article VIII) kể từ 18.10.2005, theo đó, chấp nhận tự do hóa đối với giao dịch vãng lai, không áp đặt các hạn chế hay ràng buộc đối với các khoản thanh toán hay chuyển nhượng từ các giao dịch quốc tế vãng lai và không phân biệt đối xử liên quan đến các loại đồng tiền khác nhau, ngoại trừ sự cho phép của IMF. Đối với các giao dịch vốn ra vào nền kinh tế của các nhà đầu tư nước ngoài vào và các nhà đầu tư trong nước ra nước ngoài đều phải được thực hiện thông qua tài khoản ngoại tệ của một tổ chức tín dụng được phép. Tuy nhiên, việc chuyển vốn đầu tư ra nước

ngoài của nhà đầu tư trong nước bắt buộc phải đăng ký với NHNN. Bên cạnh đó, mặc dù các tổ chức kinh tế, tổ chức tín dụng được phép vay và trả nợ vay theo nguyên tắc tự vay, tự chịu trách nhiệm trả nợ phù hợp với quy định của pháp luật, nhưng vẫn được yêu cầu phải thực hiện đăng ký khoản vay, mở và sử dụng tài khoản, rút vốn và chuyển tiền trả nợ, báo cáo tình hình thực hiện khoản vay theo quy định và NHNN xác nhận đăng ký khoản vay trong phạm vi tổng hạn mức vay vốn nước ngoài được phê duyệt hàng năm.

Tóm lại, quá trình mở cửa và tự do hóa tài khoản vốn của Việt Nam tương đối thận trọng, từng bước với lộ trình tuần tự là mở cửa thương mại quốc tế và thu hút vốn FDI, sau đó nới lỏng kiểm soát lợi nhuận ra nước ngoài, nới lỏng dần quy định giới hạn sở hữu tối đa để thu hút đầu tư gián tiếp nước ngoài. Bên cạnh đó, chúng ta vẫn duy trì một số kiểm soát nhất định đối với các dòng vốn như: i) Các giao dịch chuyển vốn ra nước ngoài để đầu tư của các doanh nghiệp trong nước vẫn phải được các cơ quan có thẩm quyền cho phép và trong phạm vi số ngoại tệ thuộc sở hữu của doanh nghiệp; ii) Các giao dịch thanh toán và hoàn trả các khoản vay nước ngoài của các tổ chức trong nước vẫn phải đăng ký với NHNN; iii) Các hoạt động vay nợ nước ngoài của khu vực tư nhân vẫn bị kiểm soát chặt (đăng ký khoản vay, báo cáo tình hình thực hiện khoản vay...); iv) Trong cam kết với WTO, chúng ta có thể xem xét áp dụng các biện pháp hạn chế khi gặp phải những khó khăn về cán cân thanh toán.

Những điều kiện cơ bản của quá trình tự do hóa tài khoản vốn cho mục tiêu ổn định tài chính

Mối quan hệ giữa tự do hóa tài khoản vốn và ổn định tài chính có thể được thể hiện thông qua các kênh chủ yếu sau:

Thứ nhất, dòng vốn vào lớn có thể gây kích cầu nội địa và góp phần làm cho thâm hụt tài khoản vãng lai rộng ra, thông thường kèm theo đó là tăng trưởng đột ngột trong tín dụng của các ngân hàng nội địa. Khi những kỳ vọng lợi nhuận không thể được thỏa mãn, dòng vốn vào sẽ đảo ngược, tạo nên hiệu ứng lấn át những thay đổi trong tiết kiệm của chính phủ cũng như của cá nhân. Khi đi kèm với sự suy giảm của nền kinh tế, sự thay đổi bất thường trong dòng vốn có thể làm yếu đi nghiêm trọng vị thế tài chính của các ngân hàng và tổ chức tài chính khác.

Thứ hai, một yếu tố khác liên quan cũng góp phần tạo nên rủi ro vĩ mô chính là việc định giá sai các tài sản cũng như những biến động bất thường của giá thường tăng lên sau khi tự do hóa tài khoản

vốn. Sự biến động của giá tài sản sẽ làm giảm đi tính thanh khoản của các ngân hàng cũng như khách hàng của họ. Ví dụ, việc thay đổi tỷ giá bất ngờ có thể gây tác động lên bảng cân đối kế toán của các ngân hàng cũng như tổ chức phi ngân hàng, dẫn tới sự mất niềm tin vào thị trường và kích hoạt quá trình đảo ngược dòng chảy vốn. Trong những trường hợp như vậy, những khiếm khuyết của hệ thống ngân hàng có thể sẽ ảnh hưởng tới mức độ sẵn sàng của các cơ quan nhà nước trong việc sử dụng công cụ lãi suất để bảo vệ tỷ giá, hay nói rộng hơn là hạn chế các chính sách mà nhà nước sẽ thực hiện. Điều này có thể làm cho việc định giá sai tài sản trở nên trầm trọng hơn, tăng cơ hội cho những cuộc tấn công bằng đầu cơ và tạo nên mầm mống của khủng hoảng.

Thứ ba, các tổ chức tài chính tham gia vào các giao dịch đa quốc gia sẽ phải đối mặt với một số rủi ro mới, khác với các rủi ro trong các giao dịch nội địa. Những rủi ro này có tác động tới cả các ngân hàng và tổ chức phi ngân hàng và có thể trở nên nghiêm trọng hơn nếu quyết định tham gia vào các giao dịch xuyên quốc gia bị ảnh hưởng bởi các thất bại thị trường hay các chính sách nhà nước. Những hoạt động này, không chỉ có các khoản cho vay rủi ro cao mà còn gồm việc sử dụng các công cụ phái sinh và các giao dịch tài chính phức tạp, có thể gây khó khăn cho các cơ quan quản lý trong việc giám sát và điều hành. Những rủi ro trong các giao dịch đa quốc gia còn đến từ việc sử dụng các loại tiền tệ khác nhau, theo đó làm gia tăng các loại rủi ro truyền thống thường gắn với giao dịch tài chính như rủi ro tín dụng, rủi ro thị trường, rủi ro thanh khoản.

Thứ tư, nếu hệ thống tài chính bị làm cho yếu đi do sự can thiệp bất hợp lý của nhà nước cũng phải chịu thêm những rủi ro khác khi tham gia vào thị trường tài chính quốc tế. Các tổ chức tài chính trong nước với số lượng lớn các tài sản không sinh lời, không được ghi nhận đầy đủ trong sổ sách, hay phải tuân thủ các quy định khác của nhà nước, sẽ phải chịu những thiệt hại lớn khi cạnh tranh với các tổ chức nước ngoài. Những người gửi tiền vì những ràng buộc này sẽ không thể đầu tư vào những tài sản đem lại lợi tức cao hơn ở nước ngoài (đặc biệt là khi có rủi ro tỷ giá), trong khi những người đi vay có uy tín cao ở trong nước lại không thể có được nguồn vốn với chi phí thấp hơn ở thị trường nước ngoài. Mặc dù các tổ chức trong nước có thể được khuyến khích nhờ sự hỗ trợ về vốn đến từ nhà nước, hay qua sự cung cấp các khoản bảo đảm tiền gửi chính thức. Tuy nhiên, nếu vị thế tài chính của nhà nước là không bền vững thì những biện pháp hỗ trợ này cũng có thể sẽ bất lực trong việc ổn định hệ thống

tài chính.

Với những rủi ro có thể xảy ra từ quá trình tự do hóa tài khoản vốn ở trên và từ kinh nghiệm các cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ trên thế giới, nước ta cần đáp ứng ba điều kiện cơ bản sau để giúp giảm nhẹ tác động bất ổn tài chính trong quá trình tự do hóa tài khoản vốn:

- *Nền tảng môi trường kinh tế vĩ mô ổn định*: trong đó, quan trọng là phải kiểm soát được thâm hụt ngân sách, thâm hụt cán cân tài khoản vãng lai và dự trữ ngoại hối phải được duy trì ở mức độ chấp nhận được (McKinnon, 1992; Schneider, 2000).

- *Khung chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh*: bất ổn kinh tế vĩ mô có thể làm trầm trọng thêm những khiếm khuyết của khu vực tài chính; và tự do hóa tài khoản vốn trong bối cảnh như vậy có thể làm tăng thêm sự bất ổn này, vì vậy cần thiết phải có những chính sách kinh tế vĩ mô hợp lý để hóa giải sự liên kết hai chiều này. Theo đó, điểm nhấn quan trọng là cải cách ngân hàng trung ương để thúc đẩy tự do hóa tài chính rộng hơn và phát triển thị trường; chính sách tiền tệ cần độc lập và dựa trên các công cụ chính sách gián tiếp và linh hoạt trong quản lý tỷ giá hối đoái (Schneider, 2000; Singh, 2002).

- *Hệ thống ngân hàng tài chính trong nước lành mạnh*: cần cải cách thị trường tài chính và làm lành mạnh hóa khu vực ngân hàng. Trong đó, giám sát hệ thống tài chính cần được nâng cao, bổ sung cho những cải cách tài chính khác nhằm nâng cao hiệu quả cạnh tranh và phát triển thị trường, giúp quản trị rủi ro và thúc đẩy sự ổn định trong khu vực tài chính. Giám sát chặt chẽ cùng những quy định không khoan về an toàn vốn, những tiêu chuẩn cho vay tốt và định giá tài sản, cơ chế thu hồi nợ vay hiệu quả, những tiêu chuẩn về tính minh bạch, công khai và trách nhiệm cũng như các điều khoản đảm bảo rằng các tổ chức không có khả năng trả nợ được xử lý ngay khi có sự sụp đổ tài chính... là những vấn đề cần xem xét để có được một hệ thống lành mạnh, chuẩn bị cho quá trình tự do hóa tài khoản vốn (Fisher, 1997).

Đánh giá những điều kiện cơ bản của quá trình tự do hóa tài khoản vốn tại Việt Nam

Nền tảng kinh tế vĩ mô vẫn chưa thực sự ổn định

Nền kinh tế chưa có chuyển biến đáng kể về nền tảng tăng trưởng. Trong giai đoạn 2007-2011, mô hình tăng trưởng của Việt Nam là theo chiều rộng (chủ yếu dựa vào vốn đầu tư) trong khi hiệu quả sử dụng nguồn lực suy giảm, đi kèm với các chính sách

mang nặng đối phó tình huống và bị hạn chế hiệu lực bởi chính mô hình tăng trưởng. Mô hình này dẫn đến sự đánh đổi giữa tăng trưởng và lạm phát, khiến cho những nỗ lực tăng trưởng phải đi kèm với các chính sách nới lỏng và cái giá phải trả là lạm phát và bất ổn vĩ mô ngày càng trở nên nghiêm trọng. Nhập siêu gia tăng và khó kiểm soát cũng là một hệ lụy, theo đó, đồng VND luôn có sức ép phá giá, xoáy sâu vào vòng xoáy tỷ giá - lạm phát, cán cân thanh toán bị ảnh hưởng và dự trữ ngoại hối giảm sút khiến lòng tin của thị trường suy giảm, kéo theo tình trạng đô la hóa. Bên cạnh đó, mô hình tăng trưởng trong điều kiện thị trường tài chính phát triển thiếu hiệu quả và thiếu giám sát cũng dẫn đến những rủi ro hệ thống ngân hàng tích lũy như rủi ro thanh khoản và nợ xấu khiến hiệu lực chính sách tiền tệ chỉ mang tính ngắn hạn.

Từ 2011-2013, mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô được đặt ra và ưu tiên hàng đầu cùng với quyết tâm tái cơ cấu nền kinh tế. Hệ quả là nền kinh tế vẫn chưa ra khỏi vùng trũng suy giảm kéo dài từ năm 2011 mặc dù các chính sách đã có chiều hướng nới lỏng hơn kể từ cuối năm 2012 do khu vực sản xuất gặp rất nhiều khó khăn với số lượng các doanh nghiệp giải thể và đóng cửa sản xuất gia tăng nhanh chóng.

Bên cạnh đó, lạm phát có xu hướng giảm thấp từ năm 2011-2014, cho thấy tổng cầu nền kinh tế quá yếu và phản ứng yếu ớt đối với động thái nới lỏng chính sách, nguyên nhân chủ yếu là do chi tiêu tư nhân giảm sút mạnh, trong khi cộng đồng doanh nghiệp không còn động lực đầu tư. Trong khi những nỗ lực tăng tổng cầu chưa mang lại kết quả như mong muốn thì tổng cung của nền kinh tế cũng chưa có dấu hiệu cải thiện bởi các chính sách trọng cung chưa được coi trọng hoặc không đạt hiệu quả (tái cơ cấu, cải cách thể chế, tạo dựng môi trường kinh doanh bình đẳng và giảm thiểu chi phí cho doanh nghiệp, hỗ trợ phát triển công nghệ...). Cái giá của sự đánh đổi giữa lạm phát và tăng trưởng đã thể hiện rõ trong giai đoạn này. Như vậy, nền kinh tế vẫn chưa thực sự ổn định, nguyên nhân quan trọng là những nền tảng cho tăng trưởng và ổn định nền kinh tế chưa được cải thiện đáng kể, quá trình tái cơ cấu và chuyển đổi mô hình tăng trưởng còn chậm chạp và đặc biệt, đổi mới về thể chế vẫn chưa được tháo gỡ quyết liệt.

Cán cân thương mại có thặng dư nhưng chưa bền vững

Trong những năm gần đây, cán cân thương mại đã được cải thiện, theo đó cán cân vãng lai đã có thặng dư, căng thẳng về cán cân thanh toán đã được

giải quyết, dự trữ ngoại hối đã gia tăng đáng kể và ở mức kỷ lục 35 tỷ USD trong tháng 9.2014. Theo Tổng cục Hải quan, riêng cán cân thương mại hàng hóa 10 tháng đầu năm 2014 đạt mức thặng dư hơn 2,36 tỷ USD. Trong năm 2013, kim ngạch xuất khẩu đạt 132,2 tỷ USD, tăng 15,4% so với năm 2012; kim ngạch nhập khẩu đạt 131,3 tỷ USD, tăng 15,4% so với năm 2012; theo đó cán cân thương mại thặng dư khoảng 10 triệu USD và là năm thứ hai liên tiếp nền kinh tế có xuất siêu (năm 2012 xuất siêu 747 triệu USD, trong khi năm 2011, nhập siêu vẫn ở mức 9,8 tỷ USD - gần 8% GDP).

Xét theo khu vực, khu vực kinh tế trong nước tiếp tục nhập siêu ở quy mô lớn (13,75 tỷ USD năm 2013, 11,68 tỷ USD năm 2012) liên tục trong nhiều năm, cho thấy khu vực này nhập khẩu chủ yếu để sản xuất cho thị trường nội địa, năng lực cạnh tranh xuất khẩu còn hạn chế và đặc biệt là ít có cơ hội tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu. Chỉ có một số ít doanh nghiệp nhà nước có hoạt động xuất khẩu quy mô lớn như dầu khí, than, cao su và dệt may nhưng lại là khoáng sản, sản phẩm thô và hàng gia công cho nước ngoài; số còn lại chủ yếu là nhập khẩu và trong quá trình phát triển chưa xây dựng năng lực sản xuất theo hướng giảm dần sự lệ thuộc vào nhập khẩu, chưa thoát khỏi tình trạng các dự án tổng thầu lớn và quan trọng rơi vào tay các công ty nước ngoài, góp phần làm trầm trọng hơn tình trạng nhập siêu, đặc biệt là từ Trung Quốc. Ngay cả các doanh nghiệp nhà nước có xuất khẩu phần lớn cũng là khai thác tài nguyên thô và lao động giá rẻ mà chưa có chiến lược và tầm nhìn phát triển công nghiệp hỗ trợ cho sản phẩm xuất khẩu của đơn vị và nâng cao giá trị gia tăng.

Mặc dù xuất khẩu của khu vực FDI gia tăng nhưng đi cùng với đó là nhập khẩu các yếu tố sản xuất cũng tăng nhanh vừa tạo giá trị gia tăng thấp cho nền kinh tế nước ta, vừa thể hiện tính phụ thuộc cao vào nước ngoài. Hầu hết xuất khẩu của nhóm ngành công nghiệp chế biến chế tạo (nhóm ngành các doanh nghiệp FDI xuất khẩu và đầu tư lớn để tận dụng lao động rẻ) đều kích thích nhập khẩu mạnh mẽ. Năm 2013, nhập khẩu của khu vực này chiếm tới 56,7% tổng kim ngạch nhập khẩu (tăng 24,3%), so với 52,7% (tăng 22,7%) trong năm 2012. Ngoài ra, mặc dù khu vực FDI đóng góp khá lớn trong GDP nhưng đang dần có tác động thiếu tích cực đến tổng thu nhập quốc dân (GNI) bởi sự gia tăng nhanh chóng về quy mô phần lợi nhuận chuyển về nước của các doanh nghiệp FDI.

Về cơ cấu hàng hóa, hầu như cơ cấu xuất nhập khẩu không thay đổi trong nhiều năm qua: nhập khẩu

chủ yếu là nhóm hàng máy móc, nguyên nhiên vật liệu phục vụ sản xuất trong nước, giá trị nhập khẩu các mặt hàng phục vụ hoạt động gia công lắp ráp chiếm tỷ trọng khá cao trong kim ngạch xuất khẩu hàng hóa. Kim ngạch nhập khẩu điện thoại các loại và linh kiện (trừ điện thoại di động) chiếm 33,3% kim ngạch xuất khẩu điện thoại các loại và linh kiện; kim ngạch nhập khẩu vải chiếm 48,3% giá trị xuất khẩu hàng dệt may... Xuất khẩu chiếm tỷ trọng 90% tổng kim ngạch nhập khẩu. Với cơ cấu này, gia tăng xuất khẩu đồng nghĩa với gia tăng nhập khẩu.

Như vậy, có thể nhận định, cán cân thương mại trong những năm gần đây đã được cải thiện có nguyên nhân chủ yếu do nhu cầu nhập khẩu tăng không đáng kể (tổng cầu trong nước suy yếu), cán cân thương mại thặng dư không bền vững vì cấu trúc sản xuất và xuất khẩu của nền kinh tế vẫn chưa có sự chuyển dịch tích cực. Theo đó, vẫn còn những rủi ro đến cán cân vãng lai và dự trữ ngoại hối trong giai đoạn sắp tới.

Thâm hụt ngân sách và nợ công gia tăng

Về thu ngân sách, theo Bộ Tài chính, tổng thu NSNN năm 2013 ước đạt 822 nghìn tỷ đồng, vượt 0,7% so với dự toán. Chỉ tiêu thu ngân sách vượt mục tiêu một phần từ việc thu từ cổ tức doanh nghiệp nhà nước và phần lợi nhuận còn lại sau khi trích nộp các quỹ của các tập đoàn, tổng công ty nhà nước sở hữu 100% vốn điều lệ (khoảng 29,1 nghìn tỷ đồng). Một số nguồn thu quan trọng như: thu từ doanh nghiệp nhà nước đạt 91,43% dự toán, từ khu vực ngoài quốc doanh đạt 91,58% và từ hoạt động xuất nhập khẩu đạt 93,2%. Có 3 nguyên nhân: tình trạng khó khăn chung của nền kinh tế nên khả năng thu ngân sách suy giảm; trong nhiều năm Việt Nam đã có quy mô ngân sách thu cao hơn mức hợp lý và không còn không gian dự phòng cho thu ngân sách, theo đó, ngân sách sẽ dễ gặp khó khăn dưới tác động của các biến động kinh tế. Ngoài ra, lạm phát thấp cũng tác động làm giảm phần NSNN có được do tăng giá. Về chi ngân sách, theo ước tính ban đầu, tổng chi NSNN ở mức 1017,5 nghìn tỷ đồng, đạt khoảng 104% dự toán năm. Như vậy, so với các năm trước, tỷ lệ vượt dự toán là thấp, cho thấy chi ngân sách cũng đã có chuyển biến tích cực. Tuy nhiên, cơ cấu chi ngân sách có một số vấn đề đáng quan tâm sau: Thứ nhất, chi trả nợ (cả lãi và gốc) trong tổng chi ngân sách đang gia tăng do quy mô vay nợ trong các năm qua tăng cao và nhiều khoản vay đến hạn. Theo Bộ Tài chính, hiện nay, nghĩa vụ nợ công/thu ngân sách đã ở mức khoảng 18% và dự báo số nợ phải trả sẽ vượt qua mức 25% tổng thu ngân sách nhà nước trong 2 năm 2015, 2016 (là

mức an toàn theo Quyết định số 689/QĐ-TTg ngày 4.5.2013 của Thủ tướng Chính phủ và khuyến nghị của World Bank). Bên cạnh đó, nợ công trong nước thường ở kỳ hạn ngắn đang gây rủi ro lớn đến ngân sách. Thứ hai, chi thường xuyên vẫn tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn (năm 2013 đã tăng lên 68,23%), theo đó, chi thường xuyên đã lớn hơn mức thu từ thuế và phí. Thứ ba, do chi thường xuyên tăng cao nên tỷ trọng chi đầu tư từ NSNN giảm dần, chỉ còn 21,4% năm 2013. Trên thực tế, đầu tư nhà nước trong tổng đầu tư xã hội vẫn tăng (để bù đắp phần thiếu hụt của đầu tư tư nhân), tuy nhiên, tỷ trọng chi đầu tư trong ngân sách suy giảm mạnh cho thấy một cơ cấu chi thiếu tích cực khi phần lớn các khoản chi ngân sách không phục vụ cho mục tiêu đầu tư hỗ trợ tăng trưởng mà tập trung cho chi thường xuyên. Do nguồn thu không bền vững và có xu hướng giảm, chi ngân sách tăng cao và cơ cấu không hợp lý nên thâm hụt ngân sách tiếp tục gia tăng (bảng 1).

Bảng 1: thâm hụt ngân sách của Việt Nam qua các năm (% GDP)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
BTC ^a	-4,9	-4,9	-4,9	-5,0	-5,7	-4,6	-6,9	-5,6	-4,9	-4,8	-5,3
BTC ^b	-1,8	-1,1	-0,9	-0,9	-1,8	-1,8	-3,7	-2,4	-2,1	-2,8	-3,8
IMF	-4,8	-1,2	-3,0	0	-2,4	-1,1	-6,6	-2,9	-2,9		
ADB	-2,2	0,2	-1,0	1,2	-0,9	0,6	-3,6	-2,1	-3,0	-4,0	

Ghi chú: BTC^a: thâm hụt gồm cả chi trả nợ gốc, BTC^b: thâm hụt không gồm chi trả nợ gốc

Nguồn: tổng hợp từ Bộ Tài chính, World Economic Outlook (IMF, 2013), Key Economic Indicators (ADB, 2013)

Theo Bộ Tài chính, năm 2013 tổng mức nợ công là 53,5% GDP, dư nợ Chính phủ 41,7% GDP, dư nợ nước ngoài 37,2% GDP. So với ngưỡng khống chế mà Quốc hội khóa 13 đưa ra, nợ công không vượt quá 65% GDP nên vẫn nằm trong ngưỡng. Tuy nhiên, rủi ro nợ công của nước ta nằm ở 2 yếu tố: (i) Nợ công trên chưa tính đến nợ của khu vực doanh nghiệp + nhà nước trong khi khu vực này vẫn luôn nhận được ngân sách “mềm” từ Chính phủ và là nguồn tiềm ẩn đối với nợ công; (ii) Tốc độ gia tăng nợ công nhanh trong khi triển vọng tăng trưởng kinh tế phía trước còn nhiều khó khăn, ngân sách trung hạn thiếu bền vững, tỷ trọng trả nợ vay trong tổng chi ngân sách sắp vượt ngưỡng cho phép đang là nguy cơ rất lớn đến nền kinh tế.

Khung chính sách kinh tế vĩ mô vẫn chưa lành mạnh

NHNN Việt Nam vẫn chưa hoàn toàn là ngân hàng độc lập. Hiện nay, theo Nghị định 156/2013/NĐ-CP, NHNN Việt Nam là cơ quan ngang bộ, thực hiện chức năng quản lý nhà nước về tiền tệ, hoạt

động ngân hàng và ngoại hối; thực hiện chức năng của Ngân hàng Trung ương về phát hành tiền, ngân hàng của các tổ chức tín dụng và cung ứng dịch vụ tiền tệ cho Chính phủ; quản lý nhà nước các dịch vụ công thuộc phạm vi quản lý của NHNN. Mặc dù Chính phủ không thể sử dụng chính sách tiền tệ để bù đắp thâm hụt ngân sách một cách trực tiếp nhưng thông qua (ví dụ) chỉ đạo NHNN tái cấp vốn cho các NHTM có nợ xấu xuất phát từ chương trình cho vay chính sách nên vẫn có khả năng tác động đến chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó, theo Luật NHNN 2010, điều 3, khoản 4: “Chính phủ trình Quốc hội quyết định chỉ tiêu lạm phát hằng năm. Thủ tướng Chính phủ, Thống đốc NHNN quyết định việc sử dụng các công cụ và biện pháp điều hành để thực hiện mục tiêu chính sách tiền tệ quốc gia theo quy định của Chính phủ”, như vậy, mục tiêu chính sách cũng không được quyết định hoàn toàn bởi NHNN.

Do tính độc lập của NHNN không cao, nên mục tiêu chính sách tiền tệ là đa mục tiêu. Với tư cách là cơ quan ngang bộ, trực thuộc Chính phủ, trên thực tế NHNN khó có thể độc lập mục tiêu chính sách tiền tệ với các mục tiêu vĩ mô khác của Chính phủ như tăng trưởng kinh tế, tạo việc làm. Trong ngắn hạn, mục tiêu kiểm soát lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng, tạo việc làm thường có xung đột với nhau, điều này có thể là yếu tố cản trở NHNN đưa ra chính sách tiền tệ nhất quán và minh bạch. Việc theo đuổi chính sách tiền tệ với nhiều mục tiêu cuối cùng mang tính xung đột có thể đem lại nhiều rủi ro cho NHNN, gây ảnh hưởng tiêu cực tới độ tín nhiệm của NHNN khi một hay nhiều các mục tiêu nêu trên không đạt được.

Bên cạnh đó, tại Việt Nam, thị trường trái phiếu chính phủ thứ cấp còn chưa phát triển nên đã hạn chế lớn tính thanh khoản trong việc thực hiện các nghiệp vụ thị trường mở. Tại một số giai đoạn, do quy mô thị trường mỏng, NHNN đã phải phát hành tín phiếu NHNN để hấp thụ thanh khoản (giai đoạn 2008 và 2012-2013). Vì vậy, NHNN thường sử dụng công cụ tái cấp vốn và chiết khấu, thậm chí là “lạm dụng” các biện pháp hành chính phi thị trường như trần lãi suất, quy định tỷ lệ tăng trưởng tín dụng của các NHTM, hạn chế (khuyến khích) tín dụng đối với một số khu vực của nền kinh tế. Từ năm 2011, hạn mức tín dụng lại được áp dụng sau 13 năm đã được dỡ bỏ. NHNN cũng khống chế tín dụng đi vào khu vực phi sản xuất (dưới 16% tổng dư nợ).

Ngoài ra, tính độc lập của chính sách tiền tệ không cao đi kèm với chính sách tỷ giá chưa linh hoạt. Về bản chất, chế độ tỷ giá hối đoái của Việt Nam xoay quanh chế độ neo tỷ giá theo USD. Trên

nền tảng chính sách neo tỷ giá này, tỷ giá chính thức và biên độ dao động có sự thay đổi trong từng giai đoạn để phản ứng với những cú sốc. Nghiên cứu của Tô Trung Thành (2013) về sự đánh đổi giữa các mục tiêu chính sách trong ràng buộc bộ ba bất khả thi và khả năng giảm nhẹ sự đánh đổi nhờ sử dụng hiệu quả dự trữ ngoại hối của Việt Nam cho thấy, giai đoạn 1993-2000, độ mở về tài chính còn thấp, các biện pháp kiểm soát tài khoản vốn vẫn còn chặt chẽ nên một mặt tỷ giá được giữ ổn định ở mức cao, mặt khác, Việt Nam vẫn giữ được tính độc lập nhất định về chính sách tiền tệ. Trong giai đoạn 2001-2007, Việt Nam đã có lựa chọn mở cửa hơn về tài chính với việc gỡ bỏ nhiều quy định pháp lý về chuyển các dòng vốn quốc tế, nhưng vẫn tiếp tục theo đuổi mục tiêu tỷ giá ổn định đi kèm với dự trữ ngoại hối gia tăng mạnh. Điều này chỉ ra rằng, nới lỏng kiểm soát tài khoản vốn đã thu hút được rất nhiều các dòng vốn vào, NHNN đã kiểm soát tỷ giá bằng cách mở rộng quy mô dự trữ ngoại hối. Tuy nhiên, mức độ độc lập của chính sách tiền tệ không bị suy giảm do NHNN đã trung hòa dòng vốn ngoại tương đối hiệu quả và chưa gánh chịu nhiều hệ lụy và chi phí (do quy mô các dòng vốn vào ra chưa lớn và dễ kiểm soát). Tuy nhiên, kể từ năm 2008 đến nay, Việt Nam đã chứng kiến những thay đổi lớn trong xử lý bộ ba bất khả thi. Trong khi tỷ lệ dự trữ ngoại hối/GDP không có thay đổi lớn, gia tăng độ mở tài chính và nới lỏng kiểm soát các dòng vốn chuyển đã khiến NHNN phải hy sinh sự ổn định về tỷ giá ở một mức độ nhất định. Theo nguyên tắc bộ ba bất khả thi, do hai chỉ số mục tiêu chính sách trên có biến động ngược chiều thì chỉ số còn lại (mức độ độc lập của chính sách tiền tệ) có thể giữ được ổn định. Tuy nhiên, mức độ độc lập về chính sách tiền tệ đã suy giảm, phản ánh các biện pháp trung hòa dòng vốn của NHNN chưa thực sự có hiệu quả.

Hệ thống giám sát thị trường tài chính còn hạn chế

Trong quá trình phát triển của thị trường tài chính, hệ thống giám sát cũng đã được hình thành và phát triển. Khung pháp lý và các văn bản pháp luật cho hoạt động giám sát đã được cải thiện đáng kể, các hoạt động thanh tra và giám sát đang hướng tới các chuẩn mực của thế giới. Tuy nhiên, hệ thống giám sát tài chính của chúng ta còn một số bất cập: (i) Các cơ quan giám sát vừa thực hiện chức năng cấp phép, ban hành cơ chế chính sách, vừa thực hiện chức năng hướng dẫn, triển khai thực hiện cơ chế chính sách và thực hiện cả chức năng kiểm tra, thanh tra, giám sát hoạt động của các định chế tài chính. Điều này dẫn tới xung đột về lợi ích, khiến

hiệu quả và hiệu lực giám sát không cao; (ii) Giám sát trên cơ sở rủi ro, giám sát an toàn vĩ mô vẫn còn yếu kém; chủ yếu thiên về giám sát tuân thủ. Đến nay vẫn chưa có một quy định chung về cách thức giám sát cho cả hệ thống tài chính; việc giám sát vẫn chưa bao quát được tất cả các lĩnh vực hoạt động của các tập đoàn kinh tế, nhất là tập đoàn tài chính. Các công cụ phái sinh tài chính (nhằm giảm rủi ro) vẫn chậm được áp dụng và ban hành; (iii) Do thiếu sự phối kết hợp trong giám sát toàn bộ thị trường tài chính (do các cơ quan giám sát hoạt động tương đối độc lập) nên khó giám sát một cách hữu hiệu các rủi ro chéo giữa các thị trường. Hiện vẫn chưa có một cơ quan giám sát tài chính vĩ mô có đủ thẩm quyền và năng lực để có thể cảnh báo, ngăn ngừa và xử lý hữu hiệu các rủi ro khác nhau của hệ thống tài chính; (iv) Vẫn còn thiếu các công cụ cho chức năng giám sát an toàn vĩ mô và giám sát an toàn vi mô, nhất là đối với giám sát dựa trên rủi ro. Các mô hình phân tích định lượng, dự báo, kiểm định EWS, Stress Test, VAR cho của cả hệ thống tài chính và cho từng định chế tài chính hầu như chưa được phát triển. Trong khi đó, vẫn còn có những khác biệt giữa các tiêu chuẩn an toàn hoạt động, kế toán và kiểm toán trong nước với tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế.

Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, quá trình tự do hóa tài khoản vốn của Việt Nam tương đối thận trọng, tuy nhiên trong những năm tới khi thực hiện các cam kết mở cửa tài chính thì lộ trình tiếp theo sẽ nhanh và mạnh hơn, dẫn đến có thêm nhiều nguy cơ đối với ổn định thị trường tài chính. Chiếu theo các điều kiện cần có để giảm thiểu tác động tiêu cực của tự do hóa tài khoản vốn đến thị trường tài chính như nền tảng kinh tế vĩ mô ổn định, khung chính sách lành mạnh và giám sát hệ thống tài chính có hiệu quả đều cho thấy, dường như chúng ta chưa sẵn sàng cho những bước tự do hóa tài khoản vốn sắp tới. Rủi ro bất ổn tài chính sẽ gia tăng khi thực hiện các cam kết tiếp theo về mở cửa thị trường tài chính, vì vậy, trong giai đoạn hội nhập sắp tới, Việt Nam cần quyết tâm tái cơ cấu nền kinh tế một cách quyết liệt nhằm tạo nền tảng tăng trưởng và ổn định bền vững, đồng thời đảm bảo các cân bằng vĩ mô cơ bản của nền kinh tế (kiểm soát thâm hụt ngân sách và duy trì thặng dư cán cân vãng lai bền vững). Khung chính sách kinh tế vĩ mô cần được lành mạnh hóa, tăng cường hơn nữa tính độc lập của NHNN cho quá

trình cải cách tài chính, gia tăng các công cụ gián tiếp và thị trường, cơ chế điều hành tỷ giá cần linh hoạt hơn để gia tăng tính độc lập của chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó, tái cơ cấu hệ thống tài chính ngân hàng cần được đẩy mạnh hơn nữa nhằm lành mạnh hóa hệ thống, đặc biệt chú trọng đến xây dựng một mô hình giám sát tài chính hợp nhất có hiệu lực để đảm bảo khả năng chống đỡ của hệ thống trong bối cảnh hội nhập toàn cầu. Những cải cách này là rất cần thiết để quá trình tự do hóa tài khoản vốn đóng góp vào tăng trưởng kinh tế mà không gây bất ổn cho thị trường tài chính.

Tài liệu tham khảo

1. Aizenman J, Chinn M.D, Ito H (2008), "Assessing the emerging global financial architecture: Measuring the trilemma's configurations over time", *NBER Working paper series*.
2. Aizenman J, Chinn M.D, and Ito H (2008a), "The impossible Trinity Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing", *Quarterly Journal of Economics*, **119** (February), 301-352.
3. Aizenman J, Chinn M.D and Ito H (2010), "The Financial Crisis, Rethinking of the Global Financial Architecture, and the Trilemma", *ADB Working Paper*, No.213.
4. McKinnon R.I (1993), *The Order of Economic Liberalization*, New York.
5. McKinnon R.I, Huw Pill (1997), "Credible Economic Liberalizations and Overborrowing", *American Economic Review*, **87**(2), 189-193.
6. McKinnon R.I, Pill H (1999), "Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing", *Oxford Review of Economic Policy*, **15**(3), 19-38.
7. Schaefer A (2000), *Conference on Capital Account Liberalisation: A Developing Country Perspective*, Conference Report [online], <http://www.odi.org.uk/events/calfinalreport.pdf> (September 10, 2005).
8. Singh A (2002), "Capital Account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development", *ESRC Centre for Business Research - Working Paper*, **245**, ESRC Centre for Business Research.
9. Sulimierska (2008), "The Theoretical Link between Capital Account Liberalization and Currency Crisis Episodes", *International Journal of Business and Management*.
10. Tô Trung Thành (2013), "Các biện pháp vô hiệu hóa trong ràng buộc bộ ba bất khả thi tại Việt Nam - Đánh giá và những khuyến nghị chính sách", *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*.
11. Tô Trung Thành và Nguyễn Trí Dũng (2012), *Từ bất ổn vĩ mô đến con đường tái cơ cấu kinh tế (chủ biên)*, Nhà xuất bản Trí thức.