

Tự do hóa tài khoản vốn - một vài khía cạnh lý thuyết

TRẦN THỊ THÁI HÀ

Qua nhiều thập niên thực thi các chính sách kiểm chế tài chính, cái giá phải trả của nó cùng với những điều kiện mới của bối cảnh quốc tế đã khiến nhiều quốc gia đã chuyển sang tự do hóa tài chính. Quá trình này đồng nghĩa với việc mở rộng cạnh tranh của các định chế tài chính và chấm dứt sự phân biệt đối xử về pháp lý giữa các loại hình hoạt động khác nhau, giảm thiểu sự can thiệp của nhà nước vào các quan hệ và các giao dịch tài chính, hệ thống tài chính được tự do vận hành theo các tín hiệu thị trường. Tự do hóa tài chính thông thường bao gồm xóa bỏ kiểm soát về lãi suất và các dịch vụ tài chính, giảm thiểu tỷ lệ dự trữ bắt buộc, xóa bỏ bao cấp về vốn qua chỉ định tín dụng, tự do hóa hoạt động của các tổ chức tài chính trong nước và quốc tế trên nền tảng của tự do hóa các giao dịch tài khoản vãng lai và các giao dịch tài khoản vốn.

Trong khi khía cạnh đối nội của tự do hóa tài chính được các quốc gia chấp nhận mà không gây nhiều tranh cãi lắm, thì khía cạnh đối ngoại của nó, đặc biệt là việc tự do lưu thông các dòng vốn quốc tế trung chuyển qua hệ thống ngân hàng và các dòng vốn đầu tư gián tiếp, bên cạnh những lợi ích không thể bác bỏ còn rất có thể mang theo những hiệu ứng không mong muốn và những khó khăn cho nước tiếp nhận. Vì thế, không phải là không có lý khi bất kỳ một chính phủ nào cũng đều sử dụng các biện pháp kiểm soát vốn, với những lựa chọn khác nhau giữa các kết hợp của chúng.

1. Vì sao phải kiểm soát vốn?

Lý do thứ nhất của việc áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn là để nâng cao phúc lợi kinh tế bằng cách bù đắp những khía cạnh không hoàn hảo của thị trường tài chính,

trong đó có những khía cạnh có thể quy về bất đối xứng thông tin, một đặc tính phổ biến mà hệ quả của nó là ba vấn đề: lựa chọn nghịch, rủi ro đạo đức và ứng xử bầy đàn.

Lựa chọn nghịch có thể xảy ra trong điều kiện thông tin bất đối xứng, do những người cho vay không có hiểu biết đầy đủ về chất lượng của người vay và những người vay có rủi ro tín dụng cao lại có một khuyến khích mạnh để tìm kiếm các khoản vay. Chỉ có những hãng chất lượng thấp mới muốn bán chứng khoán, vì họ biết rằng giá chứng khoán của họ là cao hơn giá trị của chúng. Vì các hãng chất lượng cao sẽ không phát hành chứng khoán, nên nhiều dự án có giá trị hiện tại ròng dương sẽ không được triển khai, trong khi những dự án khác với giá trị hiện tại ròng thấp hơn chi phí cơ hội của quỹ sẽ được tài trợ trên thực tế. Trong những hoàn cảnh như thế, một thị trường vốn tự do hóa sẽ không đem lại một sự phân bổ nguồn lực hiệu quả.

Rủi ro đạo đức có thể xảy ra trong điều kiện thông tin bất đối xứng. Những người vay sẽ thích đầu tư vào những dự án tương đối rủi ro mà ở đó họ sẽ "ăn đủ" nếu dự án thành công, nhưng nếu dự án thất bại thì người cho vay sẽ gánh chịu hầu hết khoản mất mát. Trái lại, người cho vay sẽ muốn hạn chế rủi ro của dự án. Vì thế, những người vay sẽ cố gắng thay đổi các dự án của họ theo cách làm tăng thêm rủi ro của chúng sau khi giao dịch tài chính đã diễn ra, và tình trạng thông tin bất đối xứng sẽ tạo điều kiện thuận lợi để họ làm được điều đó. Trong những tình huống như thế, nhiều dự án đầu tư thực sự đang được triển khai sẽ là quá rủi ro. Kết quả là người cho vay sẽ ngần ngại thực hiện khoản vay, và mức độ của trung chuyển tài chính và đầu tư

sẽ dưới mức tối ưu.

Cuối cùng, ứng xử kiểu bầy đàn trong môi trường thông tin không đầy đủ là việc những người cho vay cố gắng đi theo sự hướng dẫn của những người mà họ tin rằng có đủ thông tin hơn. Kiểu ứng xử đó sẽ đưa tới những chuyển động thị trường đột ngột và tính biến động. Hành động theo đám đông có thể là hợp lý trong sự hiện hữu của những thác thông tin, khi mà các đại diện suy ra thông tin một cách tối ưu từ hành động của các đại diện khác và do đó hành động giống như thế; và trong sự hiện hữu của các "vấn đề chủ sở hữu - đại diện", theo đó các nhà đầu tư quản trị tiền cho những người khác có thể có một khuyến khích để "trốn vào đám đông" để không bị đánh giá một cách dễ dàng. Ứng xử bầy đàn có thể phát sinh khi các nhà đầu tư có thông tin không đầy đủ suy ra rằng một chứng khoán có chất lượng thấp hơn (hay cao hơn) mức trước đó mà người ta nghĩ, dựa trên quyết định bán (hoặc mua) chứng khoán đó bởi những nhà người khác được coi là có đủ thông tin hơn. Kiểu ứng xử như thế có thể khuyếch đại những chuyển động của giá và đẩy tới những cuộc khủng hoảng đột ngột. Ứng xử bầy đàn cũng có thể phát sinh khi các nhà đầu tư không có đủ thông tin về chất lượng của những người quản trị các quỹ tiền của họ. Khi đó những người quản trị tiền có chất lượng thấp có thể thấy sẽ là hợp lý nếu họ cũng đưa ra các quyết định đầu tư giống như của những nhà quản trị khác, với mục đích để khỏi bị phát hiện. Một lần nữa, điều này có thể khuyếch đại tính biến động của giá tài sản. Cuối cùng, ứng xử bầy đàn có thể là hợp lý khi có những ngoại ứng về tiền thưởng, khi khoản tiền thưởng cho một đại diện mà chấp nhận một hành động tăng lên theo số lượng của những đại diện khác cùng chấp nhận hành động đó. Chẳng hạn, một nhà giao dịch tiền thì quá nhỏ bé để có thể làm cạn dự trữ của ngân hàng trung ương và buộc phải phá giá đồng tiền, song việc nhiều nhà giao dịch đồng thời bán đồng tiền đó lại có thể gây ra hiệu ứng đó.

Khi lựa chọn nghịch hoặc rủi ro đạo đức cản trở những giao dịch đáng mong muốn mà

đương nhiên đã diễn ra nếu thông tin bất đối xứng ít nghiêm trọng hơn, thì kết quả sẽ không tối ưu về mặt kinh tế nhưng ít khả năng gắn với những rủi ro hệ thống quan trọng. Tuy nhiên, trong những hoàn cảnh khác thì lựa chọn nghịch hay đặc biệt là rủi ro đạo đức về tiềm năng là có thể gắn với những vấn đề mang tính hệ thống. Vấn đề quan trọng nhất trong lĩnh vực này chắc chắn là rủi ro đạo đức tạo ra bởi sự bảo lãnh rộng rãi, ngầm hoặc công khai của chính phủ đối với các định chế tài chính (và đôi khi với cả những loại doanh nghiệp khác), mà không có những biện pháp bảo vệ thích đáng trước việc chấp nhận rủi ro thiếu thận trọng của những định chế đó, hoặc không có những khuyến khích thỏa đáng để cho kỷ luật thị trường xử lý một cách hữu hiệu việc chấp nhận rủi ro quá mức.

Như vậy, ở những nơi nào mà các vấn đề về thông tin và rủi ro đạo đức là đặc biệt nghiêm trọng, thì cán cân sẽ nghiêng về phía kiểm chế tài chính ở mức độ đáng kể. Trong những hoàn cảnh nhất định, những chính sách của chính phủ nếu được thiết kế tốt để tác động tới phân bổ tín dụng và chấp nhận rủi ro, có thể rất hữu ích trong sự bù đắp những khiếm khuyết của thị trường.

Lý do thứ hai, liên quan tới thực thi chính sách, là các biện pháp kiểm soát vốn có thể giúp làm cho những mục tiêu chính sách xung đột có thể trở nên phù hợp với nhau, khi tỷ giá là cố định hoặc bị kiểm soát chặt. Những lập luận được đưa ra là các biện pháp kiểm soát vốn sẽ *bảo toàn được sự tự chủ trong điều hành chính sách tiền tệ*, để hướng chính sách tiền tệ vào các mục tiêu trong nước, và *giảm các áp lực lên tỷ giá*. Một động lực nữa có liên quan của các biện pháp kiểm soát vốn là để *bảo vệ sự ổn định tiền tệ và tài chính* trong bối cảnh có những dòng vốn dai dẳng, đặc biệt là khi có những mối lo ngại liên quan tới hậu quả lạm phát của các dòng vốn vào lớn, hoặc sự đánh giá không thỏa đáng các rủi ro bởi các ngân hàng hoặc khu vực công ty trong bối cảnh một tỷ giá được kiểm soát chặt chẽ, bằng cách cung cấp những bảo đảm ngầm cho tỷ giá, đã khuyến

khích một sự tích đọng các vị thế ngoại tệ không được rào chắn rủi ro. Và cuối cùng, các biện pháp kiểm soát vốn còn có thể được sử dụng để hỗ trợ các chính sách kiểm chế tài chính để cung cấp nguồn tài trợ rẻ cho ngân sách chính phủ và các khu vực được ưu tiên.

Khi ngoại tệ trở nên dồi dào và dễ tiếp cận, thì đồng nội tệ có xu hướng lên giá và điều này làm mất tính cạnh tranh của các nhà xuất khẩu, hậu quả này là không thể chấp nhận đối với những nước đang phát triển xác định xuất khẩu là chỗ dựa chủ yếu của tăng trưởng. Trong khi chính sách tỷ giá phải duy trì được mức tỷ giá cố định, bằng cách chính phủ phải hấp thụ những mức gia tăng trong dự trữ ngoại tệ và bơm thêm đồng nội tệ vào lưu thông, thì chính sách tiền tệ phải kiểm chế nguy cơ lạm phát bằng cách giảm tín dụng nội địa. Tín dụng nội địa có thể được hạn chế theo hai cách, hoặc là thông qua việc chính phủ phát hành chứng khoán để thu hút nội tệ; hoặc bằng việc nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc của các tổ chức tín dụng. Kết quả đem lại dù theo cách nào cũng là làm cho lãi suất trong nước tăng lên và điều này đến lượt nó lại kích thích các dòng vốn vào. Như vậy, trong bối cảnh vốn lưu chuyển tự do, các quốc gia sẽ thấy bị mất đi tính chủ động trong việc điều hành chính sách tiền tệ để đạt được các mục tiêu trong nước. Các dòng vốn vào quá mức có thể thúc đẩy những thời kỳ bùng nổ không thể duy trì, mà cuối cùng sẽ đem lại sự giảm sút kinh tế và sụp đổ tỷ giá khi vốn nước ngoài thoái lui. Những dòng vốn khổng lồ của những năm 1990 đã từng đổ vào ào ạt rồi lại rút khỏi các thị trường tài chính đang nổi, đã khiến nhiều quan chức và các nhà kinh tế học hoài nghi về giá trị của giao dịch vốn tự do. Đây chính là lý do để bất kỳ chính phủ nào cũng sử dụng các biện pháp kiểm soát vốn, bằng cách áp đặt một số lượng bất kỳ những khoản thuế rõ ràng hoặc ngấm lên các dòng vốn vào, và chấp nhận chi phí của điều đó với những mức độ khác nhau.

2. Những điều kiện đang thay đổi trong môi trường kinh doanh toàn cầu

Sự tăng trưởng mang tính bùng nổ của các giao dịch tài chính quốc tế và các dòng vốn

quốc tế là một trong số những phát triển kinh tế sâu sắc và có tầm ảnh hưởng rộng lớn nhất vào cuối thế kỷ XX và đầu thế kỷ XXI. Sự tăng trưởng này có nhiều nguồn gốc, mà nổi bật trong số đó là:

- Sự xóa bỏ những hạn chế của pháp luật đối với các giao dịch tài khoản vốn, diễn ra đồng thời với tự do hóa và nới lỏng kiểm soát kinh tế ở cả các nước công nghiệp và các nước đang phát triển;

- Sự ổn định hóa kinh tế vĩ mô và cải cách chính sách trong thế giới đang phát triển - yếu tố đã tạo ra hàng loạt điểm đến hấp dẫn cho vốn nước ngoài;

- Tư nhân hóa các doanh nghiệp nhà nước - yếu tố tạo ra một bề ngang lớn các nhà phát hành những công cụ nợ thương mại;

- Đa phương hóa thương mại - yếu tố đã khuyến khích các giao dịch tài chính quốc tế nhằm rào chắn rủi ro đồng tiền và rủi ro thương mại; và

- Sự tăng trưởng của các công cụ tài chính phái sinh - yếu tố cho phép các nhà đầu tư quốc tế chấp nhận những rủi ro trong khi vẫn cho phép họ hạn chế khả năng phải chịu những rủi ro khác.

Hội nhập tài chính quốc tế với một độ mở lớn hơn hiện nay có thể được giải thích, ít nhất là một phần bằng sự giảm đi trong thông tin bất đối xứng. Những thay đổi gần đây trong công nghệ thông tin có một vai trò quan trọng. Kết nối máy tính cho phép các nhà đầu tư tiếp cận thông tin về giá tài sản với chi phí tối thiểu trên cơ sở thời gian thực, trong khi năng lực tính toán tăng lên khiến họ có thể tính ra được những hệ số tương quan giữa các mức giá tài sản và giữa giá tài sản với các biến số kinh tế khác. Phí điện thoại quốc tế giảm và sự phát minh ra tivi vệ tinh và internet, và những cải thiện khác trong công nghệ truyền thông đã cho phép họ theo dõi được những phát triển của những quốc gia và công ty ở cách xa một cách hiệu quả hơn nhiều so với trước đây. Mặc dù thông tin bất đối xứng vẫn tồn tại ở mức độ lớn, song so với nhiều năm trước thì ngày nay, việc một người cư trú ở nước này có được

thông tin về bảng cân đối kế toán, chiến lược kinh doanh và môi trường quản lý trong đó một công ty ở một nước khác đang hoạt động, đã dễ dàng hơn nhiều. Môi trường này đã khuyến khích các nhà đầu tư cá nhân và định chế nắm giữ một dải ngày càng rộng các chứng khoán nước ngoài, mà không hạn chế việc mua trong những chứng khoán thuộc một phạm vi tương đối hẹp được phát hành bởi các chính phủ hay công ty có tài sản hữu hình và các hoạt động minh bạch nhất.

Đồng thời, các công nghệ mới khiến cho các chính phủ ngày càng khó khăn hơn trong việc kiểm soát các dòng vốn quốc tế. Thực tế giao dịch vi tính hóa khiến việc tạo ra những vị thế tổng hợp trong các thị trường chứng khoán phái sinh chẳng hạn trở nên dễ dàng, đã làm phức tạp nhiệm vụ giám sát hoặc cố gắng kiểm soát hoặc đánh thuế các giao dịch ngoại hối. Công nghệ tạo thuận lợi cho việc chuyển giao các quỹ giữa các trung tâm tài chính, và sự tăng trưởng của hợp đồng kỳ hạn đồng tiền không giao nhận đã khiến cho các nước riêng lẻ ngày càng khó khăn hơn trong việc thực thi một cách hữu hiệu các biện pháp kiểm soát vốn.

3. Lợi ích của tự do hóa tài khoản vốn

Phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả trên phạm vi toàn cầu. Dòng chảy từ những nước có nguồn vốn dồi dào tới những nước khan hiếm vốn làm tăng phúc lợi của cả nước cho vay và nước tiếp nhận, với giả định rằng sản phẩm biên của vốn ở nước tiếp nhận cao hơn ở nước cho vay. Vì thế, sự vận động tự do của vốn cho phép một sự phân bổ tiết kiệm trên toàn cầu hiệu quả hơn và hướng các nguồn lực tới những nơi sử dụng có hiệu quả nhất.

Thúc đẩy tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng kinh tế.

Tính lưu động của vốn tạo ra những cơ hội cho việc đa dạng hóa đầu tư, chia sẻ rủi ro và giao dịch liên kỳ. Các hộ gia đình, các hãng và các quốc gia có thể đi vay khi thu nhập là thấp và hoàn trả khi thu nhập cao, nhờ đó điều hòa được tiêu dùng. Khả năng đi vay nước ngoài nhờ đó có thể ngăn chặn các chu kỳ kinh doanh, bằng cách giúp các gia đình và các hãng giảm nhẹ được sự cần thiết phải

thắt chặt tiêu dùng và chi tiêu đầu tư, do đó kìm hãm cầu trong nước khi sản xuất và thu nhập trong nước suy giảm. Bằng cách nắm giữ các công cụ tài chính nước ngoài, các hộ gia đình và hãng có thể phân tán được rủi ro gắn với những tình huống rối loạn mà chỉ ảnh hưởng trong phạm vi quốc gia. Các công ty có thể tự bảo vệ mình trước những cú sốc chi phí và năng suất, bằng cách đầu tư vào những chi nhánh ở nhiều nước mà trên những đơn vị đó các cú sốc có tương quan không hoàn hảo ($\rho < 1$). Từ đó tính lưu động của vốn có thể cho phép các nhà đầu tư đạt được các mức sinh lời cao hơn, đã điều chỉnh theo rủi ro. Mức thu nhập ở những nước tiếp nhận cũng sẽ tăng lên như là kết quả của các dòng vốn vào. Lợi suất cao hơn có thể khuyến khích tiết kiệm và đầu tư để đem lại những tốc độ tăng trưởng kinh tế nhanh hơn.

Thêm vào đó, cũng giống như đối với thương mại tự do các hàng hóa, các dòng vốn tự do cho phép nền kinh tế toàn cầu thu được những lợi ích về hiệu quả tạo ra bởi chuyên môn hóa trong sản xuất các dịch vụ tài chính. Một số nước sẽ thấy nhập khẩu các dịch vụ tài chính thì hiệu quả hơn là sản xuất chúng, đổi lại họ sẽ xuất khẩu các dịch vụ và hàng hóa khác. Thực tế là có nhiều dịch vụ tài chính, đặc biệt là các dịch vụ tài chính bán buôn, mà việc sản xuất ra chúng được đặc trưng bởi tính kinh tế nhờ quy mô và phạm vi, hàm nghĩa rằng việc sản xuất ra chúng cần được tập trung trong một số nước nhất định vì lý do liên quan tới hiệu quả. Tự do hóa tài khoản vốn cũng có thể thúc đẩy hiệu quả năng động của khu vực tài chính. Cạnh tranh quốc tế tăng lên trong việc cung cấp các dịch vụ tài chính có thể buộc các nhà sản xuất nội địa phải trở nên hiệu quả hơn, kích thích đổi mới và cải thiện năng suất.

Thúc đẩy cải cách ở các thị trường đang nổi, cải thiện chất lượng tăng trưởng.

Đối với những thị trường đang nổi (EFM) thì lợi thế do việc tiếp cận nguồn vốn quốc tế đem lại càng rõ ràng. Các nước thị trường đang nổi gần như luôn luôn là địa chỉ của những cơ hội đầu tư cao. Sự tiếp cận tới các thị trường tài chính toàn cầu đã giảm chi phí

tài trợ và cho phép các hãng ở EFM tận dụng các cơ hội. Chi phí tài trợ của một hãng có thể được chia thành hai cấu phần: lãi suất cơ bản (phi rủi ro) trong nền kinh tế, và mức bù rủi ro mà nó trả trên lãi suất đó, phản ánh cái mà thị trường đòi cho sự mang lấy rủi ro mà hãng tạo ra. Các dòng vốn nước ngoài đổ vào làm giảm cả hai cấu phần này trong chi phí tài trợ của hãng. *Thứ nhất*, hội nhập thị trường vốn dẫn tới một sự hội tụ các mức lãi suất trên tài sản phi rủi ro, do tiết kiệm chảy từ những thị trường có các cơ hội cao hơn so với tiết kiệm trong nước. *Thứ hai*, hội nhập thị trường vốn cho phép các nhà đầu tư có thể đa dạng hóa mạnh hơn, giảm được cấu phần mức bù rủi ro của chi phí vốn. Các hãng ở EFM mà từng dựa vào các nhà đầu tư trong nước với các cơ hội danh mục đầu tư tương đối kém đa dạng hóa có thể huy động tiền từ các nhà đầu tư nước ngoài đa dạng hóa, những người đòi hỏi một mức bù rủi ro thấp hơn để tài trợ cho rủi ro của các hãng ở EFM. Những nghiên cứu về tác động của tự do hóa lên chi phí tài trợ của các hãng EFM thường nhận thấy những hiệu ứng đáng kể từ cả hai nguồn này.

Quan điểm ủng hộ tự do hóa EFM cho rằng các dòng vốn đổ vào có thể nâng đỡ tăng trưởng, và làm tăng khuyến khích cho những cải cách nhanh chóng (để giành quyền tiếp cận tới vốn). Hơn nữa, những người ủng hộ thị trường vốn mở cửa cho rằng thuế đánh vào các dòng vốn ngắn hạn là không cần thiết khi có sự hiện diện của kỷ luật thị trường - tức là trong chừng mực mà những người vay không được bảo vệ trước chi phí tạo ra bởi rủi ro mà họ gánh chịu, thì người vay và người cho vay sản xuất không theo đuổi những dòng vốn không thể duy trì.

Tránh được những chi phí của kiểm soát vốn.

Ngoài những hậu quả gây ra cho nền kinh tế nói chung, bản thân việc sử dụng các biện pháp kiểm soát vốn, dù có hiệu lực hay không, cũng đều kéo theo những khoản chi phí. *Thứ nhất*, những quy định hạn chế đối với các dòng vốn, đặc biệt là khi chúng có một dải rộng, trong khi ngăn chặn được những

giao dịch không mong muốn trên tài khoản vốn và tài khoản vãng lai thì cũng đồng thời ngăn luôn cả những giao dịch đáng mong muốn. *Thứ hai*, các biện pháp kiểm soát có thể làm phát sinh những chi phí hành chính đáng kể, nhất là khi các biện pháp phải được mở rộng để lấp đi những khe hở pháp luật tiềm năng cho sự trốn tránh. *Thứ ba*, có rủi ro là việc che chắn các thị trường tài chính nội địa bằng các biện pháp kiểm soát có thể làm chậm lại những điều chỉnh chính sách cần thiết hoặc cản trở sự thích ứng của khu vực tư nhân trước những hoàn cảnh quốc tế đang thay đổi. *Cuối cùng*, các biện pháp kiểm soát có thể làm tăng độ rủi ro quốc gia trong sự đánh giá của thị trường, điều này đến lượt nó có thể làm cho đất nước sẽ tốn kém hơn và khó khăn hơn khi tiếp cận nguồn vốn nước ngoài. Có thể thấy rõ hơn điều này khi nghiên cứu những hình thức cụ thể của các biện pháp kiểm soát vốn.

4. Tự do hóa tài khoản vốn và các cuộc khủng hoảng ngân hàng

Do các thị trường vốn thế giới đã trở nên ngày càng hội nhập hơn trong hai thập niên vừa qua, nhiều khu vực ngân hàng đã kinh qua những thời kỳ bất ổn định, hay thậm chí là khủng hoảng. Liệu tính lưu động vốn quốc tế tăng lên có chịu phần nào trách nhiệm trong tính phổ biến của khủng hoảng ngân hàng không?

Tự do hóa tài chính nội địa, bằng cách gia tăng sự cạnh tranh trong khu vực tài chính, đã xóa bỏ cái đệm bảo vệ các trung gian trước những hệ quả của các thông lệ xấu về quản trị và khoản vay. Nó có thể cho phép các ngân hàng mở rộng những hoạt động rủi ro với những tỷ lệ vượt xa năng lực quản trị của họ. Nó có thể cho phép các ngân hàng đánh bạc hồng ăn may để theo đuổi những dự án đầu tư rủi ro và sử dụng việc tài trợ liên ngân hàng với chi phí cao. Bằng cách trao cho các ngân hàng quyền tiếp cận tới các công cụ tài chính phái sinh, nó có thể làm tăng khó khăn của việc đánh giá các bảng cân đối kế toán của ngân hàng và thách thức năng lực của các nhà quản lý trong việc giám sát, đánh giá và hạn chế rủi ro.

Tự do hóa tài chính đối ngoại thực hiện qua những kênh song song, có khuynh hướng, thậm chí còn rõ rệt hơn nhiều, khuếch đại những hiệu ứng của những méo mó chính sách và các vấn đề đại diện. Bằng cách cho phép sự gia nhập của các ngân hàng nước ngoài, tự do hóa bên ngoài, cũng giống như quá trình đó trong nội địa, có thể thu hẹp biên lãi ròng và loại bỏ cái đệm của các ngân hàng trong nước trước việc mất các khoản vay. Cũng giống như tự do hóa tài chính nội địa, nó có thể trao quyền tiếp cận tới nguồn vốn bên ngoài được cung cấp một cách cơ giãn bằng cách cho phép tiếp cận tới những khoản đầu tư nước ngoài rủi ro.

Đây là tất cả những kênh dẫn mà thông qua đó bất đối xứng thông tin và những méo mó chính sách có thể dẫn tới những cuộc khủng hoảng. Song có hai điểm phải đặc biệt nhấn mạnh.

a) Các cơ chế thông qua đó tự do hóa tài chính trong nước và tự do hóa tài chính bên ngoài có thể đem lại những mối đe dọa đối với ổn định tài chính về cơ bản là giống nhau. Cả tự do hóa tài chính trong nước và bên ngoài đều thu hẹp biên lợi nhuận. Cả hai đều cho các ngân hàng và những trung gian tài chính khác quyền tiếp cận nhiều hơn tới các khoản đầu tư rủi ro, và cho các ngân hàng đang đánh bạc với hy vọng thu hồi được quyền tiếp cận tới những nguồn tài trợ bổ sung có chi phí cao. Như vậy, không có bất kỳ hậu quả nào là riêng có hay khác biệt của tự do hóa bên ngoài.

b) Tự do hóa tài chính không phải là gốc rễ của vấn đề, mà chính là sự giám sát và quản lý phòng ngừa không đủ mức cần thiết, mà tự do hóa chỉ đơn giản là khuếch đại hậu quả của nó lên. Mục tiêu của quy chế phòng ngừa là để cho các ngân hàng (và những bên tham gia khác trên các thị trường tài chính) nhận ra rủi ro mà họ đang mang lấy. Chính sự không thỏa đáng trong quy chế phòng ngừa đã cho phép các định chế tài chính mở rộng các hoạt động rủi ro nhanh hơn là mức độ mà họ có thể quản trị chúng; cho phép các ngân hàng và khách hàng của họ tích lũy những vị thế rủi ro rất nguy hiểm không

được rào chắn (unhedged); cùng với sự thiếu vắng một chính sách rút lui mạch lạc đã khuyến khích những ngân hàng đang gặp khó khăn có hành vi đánh bạc. Quy chế phòng ngừa không đầy đủ đã cho phép các ngân hàng sao lãng việc dành ra một phần dự trữ để đối phó với những sự kiện bất ngờ làm gián đoạn sự tiếp cận của họ tới nguồn tài trợ bên ngoài, bao gồm cả những sự kiện ở nước ngoài, như một sự thay đổi trong mức lãi suất thế giới, hay một cuộc khủng hoảng ở nước láng giềng. Những vấn đề tạo ra bởi những khoảng trống trong khuôn khổ giám sát và quản lý phòng ngừa tự chúng là chỉ báo của những méo mó căn bản hơn. Tự do hóa tài chính nói chung và tự do hóa tài chính quốc tế nói riêng có thể làm tăng phạm vi cho việc thực hiện những hoạt động phi hiệu quả về mặt xã hội này và làm tăng chi phí của chúng, song chính sự không thỏa đáng của quản lý và giám sát phòng ngừa đã cho phép những hoạt động này được tiến hành từ đầu.

Vấn đề đặc biệt về nợ ngắn hạn

Những kinh nghiệm gần đây gợi ý rằng nợ ngắn hạn áp đặt những vấn đề đặc biệt cho việc duy trì ổn định tài chính. Những vấn đề nghiêm trọng nhất với những chuyển vận vốn quốc tế xảy ra khi vốn đột nhiên chảy ra khỏi một nước, báo trước một cuộc khủng hoảng. Mặc dầu những dòng vốn ra bất ngờ mà gắn với một cuộc khủng hoảng về nguyên tắc có thể tác động tới tất cả các hình thái của vốn - nợ, vốn chủ sở hữu qua danh mục, và ngay cả đầu tư trực tiếp và đầu tư bất động sản - nhưng hệ quả kinh tế vĩ mô là tàn khốc nhất khi chúng liên quan tới nợ, đặc biệt là nợ của chính phủ và của hệ thống ngân hàng và tài chính. Dòng vốn đổ ra từ các thị trường nợ chính phủ mà báo trước một sự vỡ nợ của chính phủ sẽ phá vỡ những mối liên hệ tài chính quốc tế của toàn bộ nền kinh tế. Vỡ nợ của phần lớn hệ thống ngân hàng cũng gây đổ vỡ, khi hệ thống ngân hàng là trung tâm của hệ thống tài chính và thanh toán của đất nước. Mối đe dọa về các vụ đổ vỡ như thế đến lượt nó thúc dục chính phủ ra tay và bảo lãnh nợ ngân hàng, do đó làm

tăng rủi ro vỡ nợ chính phủ. Mặc dù những vụ vỡ nợ các món vay ngoại tệ bởi các doanh nghiệp riêng lẻ nói chung không thành vấn đề, song những vụ vỡ nợ quy mô lớn trong phần lớn khu vực công ty - có khuynh hướng bị kích hoạt bởi một sự phá giá lớn - có thể đặc biệt mang tính phá hoại, nhất là trong chừng mực chúng đe dọa tính ổn định của hệ thống ngân hàng. Trái lại, những dòng ra của vốn chủ sở hữu có tác động trực tiếp nhất lên giá tài sản và chỉ có những hiệu ứng gián tiếp lên các bảng cân đối kế toán của ngân hàng, lên ngân sách chính phủ và vị thế tài chính của khu vực công ty.

Những rủi ro từ nợ ngắn hạn có thể được kiểm soát tốt nhất là ngay từ nguồn của chúng. Chính phủ có thể, và cần phải kiểm soát việc vay mượn của chính mình. Hệ thống tài chính phải được quản trị và điều tiết một cách lành mạnh. Những người vay là công ty cần phải nhận biết và quản trị được các rủi ro một cách phù hợp, và một hệ thống quản trị công ty mạnh sẽ tăng cường được những khuyến khích để những nhà quản trị làm được điều đó. Mặc dù có thể cũng có những lập luận ủng hộ các chính sách được thiết kế để tránh việc dựa quá mức vào nợ ngắn hạn ghi bằng ngoại tệ, vấn đề cốt lõi của một chiến lược hữu hiệu để giải quyết vấn đề này phải là quản trị tài chính và quản lý phòng ngừa lành mạnh.

Tính linh hoạt của tỷ giá cũng có thể làm giảm được việc dựa quá mức vào vay nước ngoài ngắn hạn. Kinh nghiệm gần đây chỉ ra một chuỗi thời kỳ mà cả những người cho vay và những người đi vay đều coi một cái neo tỷ giá là một mắt khâu trong dây chuyên những bảo đảm ngầm. Trong những tình huống như thế, đặc trưng tỷ giá danh nghĩa cao của các thị trường đang nổi có thể dẫn tới những dòng vốn vào ngắn hạn vô cùng lớn. Rủi ro tỷ giá gắn với tính linh hoạt cao hơn của tỷ giá danh nghĩa có thể đóng một vai trò hữu ích, nếu được hạn chế, trong

việc giữ bình ổn cho những dòng vốn ngắn hạn này. Nó có thể khuyến khích các ngân hàng và các hãng rào chắn những vị thế ngoại tệ ngắn hạn của mình, che chắn cho chúng trước những hiệu ứng gây bất ổn định của những biến động lớn không dự tính của tỷ giá. Tuy nhiên, tính linh hoạt cao hơn của tỷ giá không phải là vô điều kiện: nếu được áp dụng mà không có kế hoạch trước, và trong một bối cảnh các ngân hàng và công ty có nợ nước ngoài lớn bằng ngoại tệ, thì nó có thể có những hiệu ứng gây bất ổn định. Nhưng nếu các nhà chức trách tranh thủ một giai đoạn các dòng vốn vào để áp dụng tính linh hoạt cao hơn, sao cho tỷ giá bắt đầu đời sống linh hoạt hơn của nó bằng sự mạnh lên, thì những tác động có lợi chắc chắn sẽ chiếm ưu thế./

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Akira Ariyoshi, Karll Habermeier, Bernarrd Laurens, Inci Otker-Robe, Jorge Ivasn Canales-Kriljenko, and Andr ei Kirilenko: Country experiences with the use and liberalization of capital controls
2. Barry Eichengreen and Michael Mussa (et al): Capital Account Liberalization - Theoretical and Practical Aspects - IMFF 1998.
3. Gerard Caprio, Patrick Honohan, and Joseph E. Stiglitz: Financial Liberalization - How far, how fast.
4. Jeffrey A. Frankel; Chudozie Okongwu; University of California, Berkeley; Liberalized portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations, and the Incompleteness off Interest Rate Convergence.
5. R. Barry Johnston: Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform. 7-1998
6. Rudiger Dornbusch and Yung Chul Park (edited): Financial Opening - Policy Lessons for Korea; Korea Institute of Finance; International Center for Economic Growth.
7. Soyoung Kim; Sunghyun H. Kim; Yunjong Wang: Capital Account Liberalization and Macroeconomic performance: The Case of Korea.