

Tự do hóa tài khoản vốn: nhìn từ góc độ lý luận và kinh nghiệm các nước

NGUYỄN TRỌNG TÀI

Tự do hóa tài khoản vốn là xu hướng chung đối với các nước có nền kinh tế thị trường mở cửa hội nhập kinh tế quốc tế và Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng chung ấy - nhất là khi đã trở thành thành viên chính thức của Tổ chức Thương mại thế giới. Tuy nhiên Việt Nam là nước đi sau, còn thiếu kinh nghiệm, do đó việc nghiên cứu những vấn đề lý thuyết và kinh nghiệm của các nước đi trước nhằm cung cấp luận cứ cho việc hoạch định chính sách, bước đi phù hợp trong việc tự do hóa tài khoản vốn của Việt Nam trở thành nhu cầu cấp thiết và là chủ đề cần nghiên cứu.

1. Lý luận chung về tài khoản vốn và tự do hóa tài khoản vốn

1.1. Khái niệm

• **Tài khoản vốn.** Tài khoản vốn (TKV), hay còn gọi là cán cân vốn, là một bộ phận trong cán cân thanh toán của một quốc gia, nó ghi lại tất cả những giao dịch về vốn và tài sản (gồm tài sản thực hay tài sản tài chính) giữa người cư trú với người không cư trú.

TKV bao gồm:

- **Chuyển giao vốn:** gồm các khoản cho, tặng (bằng tiền hoặc bằng hiện vật) giữa người cư trú và người không cư trú cho mục đích đầu tư. **Chuyển giao vốn bằng hiện vật** bao gồm: chuyển giao quyền sở hữu một tài sản cố định hoặc xóa một khoản nợ. **Chuyển giao vốn bằng tiền** thường gắn với việc mua tài sản cố định (thí dụ viện trợ để xây dựng cơ sở hạ tầng).

- **Mua và bán các tài sản phi tài chính, phi sản xuất:** đây là những tài sản không do quá trình sản xuất tạo ra (cả tài sản hữu hình và tài sản vô hình).

- **Đầu tư trực tiếp:** là hình thức đầu tư mà một đơn vị là người cư trú của một nền kinh tế (nhà đầu tư trực tiếp) đầu tư vào một đơn vị là người cư trú của một nền kinh tế khác (doanh nghiệp đầu tư trực

tiếp) với mục đích thu được lợi ích lâu dài từ hoạt động đầu tư này.

- **Đầu tư vào giấy tờ có giá:** là hình thức đầu tư vào các chứng khoán cổ phần, chứng khoán nợ dưới dạng trái phiếu dài hạn, trái phiếu ngắn hạn, các công cụ của thị trường tiền tệ, các công cụ tài chính phái sinh.

- **Đầu tư khác:** là hạng mục ghi chép tất cả các giao dịch không được coi là đầu tư trực tiếp, đầu tư vào các giấy tờ có giá hoặc tài sản dự trữ. Bao gồm: các giao dịch về tín dụng thương mại, sử dụng tín dụng của IMF và các khoản vay từ IMF, các khoản tín dụng khác, tiền và tiền gửi, các tài sản có và tài sản nợ khác (thường là các khoản phải thu, phải trả).

- **Tài sản dự trữ:** là các công cụ tài chính do Ngân hàng Trung ương kiểm soát và có thể sử dụng bất cứ lúc nào để tài trợ trực tiếp cho những mất cân đối trong cán cân thanh toán của một nước, hoặc can thiệp vào thị trường ngoại hối nhằm tác động đến tỷ giá hối đoái và cho một số mục đích khác (như để gây dựng lòng tin vào đồng bản tệ và nền kinh tế, dùng làm vật thế chấp để vay nước ngoài ...).

Nguyễn Trọng Tài, TS, Học viện Ngân hàng.

• Tự do hóa TKV

Tự do hóa TKV là việc cho tự do tiến hành chuyển đổi các tài sản tài chính trong nước thành tài sản tài chính ở nước ngoài và ngược lại, theo tỷ giá hối đoái do thị trường quy định.

Ở nhiều nước đang phát triển, những chuyển đổi về các tài sản tài chính giữa người cư trú và người không cư trú thường bị hạn chế nghiêm ngặt bởi hàng loạt các quy chế. Mục đích của sự hạn chế này là để giữ lại tiết kiệm phục vụ cho đầu tư trong nước, tránh để nền kinh tế của đất nước bị ảnh hưởng bởi những cú sốc từ bên ngoài. Tuy nhiên, từ thập niên 1970s, ngày càng nhiều quốc gia nhận ra rằng, chỉ tiết kiệm trong nước không đủ để đáp ứng nhu cầu tài chính cho đầu tư trong nước. Vì thế, họ đã huy động cả tiết kiệm ngoài nước dưới hình thức cho phép đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp. Khi chiều chuyển đổi tài sản tài chính ở nước ngoài thành tài sản tài chính trong nước được chấp nhận, tự nhiên các nước này bị đòi hỏi phải chấp nhận cả chiều ngược lại với lý do là để bảo vệ lợi ích của các nhà đầu tư nước ngoài. *Đây chính là tự do hóa TKV.*

Tự do hóa TKV làm cho vốn tự do luân chuyển qua biên giới các quốc gia, giúp cho nền kinh tế trong nước trở nên linh hoạt hơn, hội nhập sâu hơn vào kinh tế khu vực và thế giới. Song, quá trình tự do hóa TKV cũng làm cho nền kinh tế các nước này trở nên dễ bị tổn thương hơn trước các cú sốc kinh tế khu vực và toàn cầu.

1.2. Sự cần thiết khách quan phải tự do hóa tài khoản vốn

- Tự do hóa TKV giúp các luồng giao dịch vốn và tài chính được lưu thông tự do giữa các nước, từ đó giúp các nhà đầu tư đa dạng hóa các danh mục nắm giữ tài sản, giảm thiểu rủi ro. Một nhà đầu tư chỉ nắm giữ danh mục đầu tư trong nước thì sẽ có rủi ro hơn những người có thể đa dạng hóa các rủi ro trên toàn cầu. Độ rủi ro là hoàn toàn khác nhau giữa các nước, tương quan độ rủi ro

vào các nước là khác nhau và có sự khác nhau trong lựa chọn danh mục đầu tư của các nhà đầu tư. Sự đa dạng hóa danh mục đầu tư vượt biên giới đem lại lợi ích trong cả tài sản có và tài sản nợ. Hơn nữa, việc tự do hóa TKV còn góp phần nâng cao hiệu quả phân bổ nguồn lực trên phạm vi toàn cầu.

- Việc tự do chuyển đổi các tài sản tài chính sẽ làm giảm sức ép về khả năng thanh khoản của tài sản. Ở nhiều nước đang phát triển, nhiều loại tài sản tài chính có tính lỏng tương đối thấp, khiến cho việc nắm giữ các tài sản dự trữ thanh khoản của nhiều tổ chức kinh tế, nhất là các ngân hàng, gặp nhiều khó khăn. Với việc tự do hóa TKV, cho phép các tài sản tài chính được lưu thông tự do giữa người cư trú và không cư trú sẽ giúp giảm sức ép về khả năng thanh khoản, quản lý thanh khoản của các tổ chức kinh tế đem lại hiệu quả tích cực.

- Tự do hóa TKV góp phần tiết giảm chi phí dịch chuyển vốn quốc tế. Quá trình tự do hóa TKV sẽ làm tăng tính đa dạng của các luồng chu chuyển vốn, điều này sẽ dẫn đến sự phá vỡ cấu trúc hệ thống tài chính nội địa thông qua sự cạnh tranh quyết liệt của các thể chế tài chính, chất lượng các tài sản tài chính sẽ ngày càng được cải thiện tích cực, chi phí giao dịch tất yếu sẽ giảm xuống.

- Quá trình tự do hóa TKV sẽ làm tăng lợi ích dưới hình thức di chuyển công nghệ và tài sản tri thức. Điều này có ý nghĩa đặc biệt đối với các nước đang phát triển.

- Sự di chuyển tự do của luồng vốn sẽ góp phần tạo ra sự hợp nhất của lãi suất và hệ thống thuế giữa trong nước và quốc tế.

- Tự do hóa TKV sẽ gây áp lực buộc các cơ chế chính sách trong nước phải từng bước được củng cố và hoàn thiện.

1.3. Nội dung của tự do hóa tài khoản vốn

Các nội dung tự do hóa TKV được xem xét trên 6 lĩnh vực bao gồm:

- Khả năng chuyển đổi tiền tệ đối với các giao dịch qua tài khoản vãng lai.

- Các luồng vốn vào các khoản đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), bao gồm vấn đề chuyển tiền và rút vốn của quỹ đầu tư, trả cổ tức, thanh toán hoàn trả các khoản vay trực tiếp với nước ngoài của các dự án FDI.

- Các luồng vốn vào được đầu tư theo danh mục qua thị trường chứng khoán, bao gồm vấn đề chuyển tiền vào và rút vốn ra, về vay nợ, cổ phần, cho vay ngoại tệ đối với công dân nước sở tại.

- Luồng vốn FDI ra nước ngoài, bao gồm cả việc mua sắm của các công dân nước sở tại.

- Luồng vốn ra được đầu tư theo danh mục qua thị trường chứng khoán, vấn đề sở hữu trái phiếu bằng đồng nội tệ của người nước ngoài và luồng vốn ra của các khoản vay bằng ngoại tệ.

- Tất cả các hạn chế còn duy trì đối với các giao dịch qua biên giới của công dân nước sở tại.

2. Điều kiện để thực hiện tự do hóa tài khoản vốn

Mở cửa TKV, hội nhập tài chính là xu hướng tất yếu của các quốc gia trong quá trình phát triển. Tuy nhiên, việc mở cửa hay hội nhập cần có quá trình chuẩn bị, thích ứng lâu dài và sự lớn mạnh của hệ thống tài chính trong nước. Tự do hóa TKV cần phải theo lộ trình, với những điều kiện ngặt nghèo.

• Về chính sách tài khóa

Củng cố tình hình tài khóa quốc gia luôn là một nhân tố quan trọng và cần thiết cho sự thành công của những nỗ lực nhằm tiến tới tự do hóa TKV. Nó không chỉ giúp đảm bảo ổn định kinh tế vĩ mô, mà còn khiến các chính sách có mức độ tin cậy cao hơn (thông qua việc nối lỏng các quy định về việc trả nợ). Những thâm hụt tài khóa nhỏ nên được bù đắp chủ yếu bằng trái phiếu thay vì tăng thuế. Các thâm hụt tài khóa lớn có thể làm lãi suất tăng cao và do đó, góp phần tạo nên sự chênh lệch về lãi suất và điều này lại dẫn đến việc thu hút được dòng vốn ngắn hạn và

có tính thanh khoản cao hơn. Bản thân việc củng cố và cân bằng tình hình tài khóa chưa đủ để ngăn chặn các khủng hoảng, nhưng nó lại là nhân tố cần thiết cho quá trình tự do hóa. Bài học kinh nghiệm từ Aentina, Chilê, Uganda đã chỉ ra rằng, một chính sách tài khóa không hiệu quả có thể dẫn đến sự bất ổn lớn cho nền kinh tế.

• Kiểm soát lạm phát

Tỷ lệ lạm phát cao sẽ gây bất ổn cho nền kinh tế và kéo theo sự tăng lên của lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa, điều này đến lượt nó sẽ gây ra các tác động tiêu cực và làm cho dòng vốn nước ngoài ồ ạt chảy vào (Braxin là minh chứng cho tình trạng này). Ngược lại, lãi suất được giữ ở mức thấp giả tạo có thể sẽ khiến cho một lượng vốn lớn chảy ra nước ngoài. Các Ngân hàng Trung ương ngày nay thường có chung lập trường rằng tỷ lệ lạm phát thấp (ở mức một con số) là mục tiêu hướng tới của chính sách kinh tế. Để đạt được mục tiêu này, đòi hỏi phải tăng tính độc lập của Ngân hàng Trung ương. Trong bối cảnh nền kinh tế thế giới ngày càng hội nhập sâu rộng và lãi suất tại các nước công nghiệp luôn ở mức thấp như hiện nay, các quốc gia đang phát triển cần dập tắt lạm phát kỳ vọng và giữ cho tỷ lệ lạm phát không được chênh lệch quá lớn so với các nước công nghiệp.

• Cải cách khu vực tài chính

Trong bất cứ chính sách hướng tới tự do hóa TKV nào, đều có một nhân tố rất quan trọng là việc đổi mới và tái cơ cấu khu vực tài chính, nhằm tránh phân bổ không hiệu quả nguồn vốn. Trong môi trường tự do hóa TKV như hiện nay, sự yếu kém của hệ thống tài chính có thể gây ra sự bất ổn định kinh tế vĩ mô (Thái Lan, Indônêxia là các minh chứng). Vấn đề đặt ra là tại các nước đang phát triển, một sự cải cách thận trọng trước và trong quá trình tự do hóa có thực sự cần thiết không? Tại các nước đang phát triển, hệ thống ngân hàng vẫn còn nhiều yếu kém và vẫn bị ràng buộc bởi các quy định kiểm soát về lãi suất hoặc bởi nhiệm vụ cho vay

đối với các công ty hoặc tập đoàn đang được hưởng ưu đãi. Bên cạnh đó, nhiều Ngân hàng Trung ương đưa ra quy định về tỷ lệ dự trữ rất cao so với mặt bằng chung quốc tế. Dỡ bỏ những quy định này sẽ tước đi những công cụ trực tiếp của chính sách tiền tệ và làm giảm hiệu quả của chính sách này. Vì vậy, nên có chính sách hướng tới phát triển các công cụ gián tiếp, như thiết lập thị trường mở, hoặc lãi suất. Chiến lược cải cách cũng phải lưu tâm đến việc cải thiện các chuẩn mực kế toán, tăng cường việc theo dõi, giám sát các nguy cơ xảy ra rủi ro của hệ thống ngân hàng, cũng như các chuẩn mực thận trọng phù hợp với chuẩn mực quốc tế. Việc hoàn thiện các công cụ trên không thể diễn ra trong ngắn hạn, thậm chí sẽ là quá trình lâu dài nếu không đề ra các giải pháp phù hợp để thúc đẩy nhanh lộ trình mở rộng và hoàn thiện chúng.

• *Đổi mới chính sách tiền tệ*

Sự phát triển của thị trường tài chính sau khi cải cách sẽ làm thay đổi bối cảnh vận dụng chính sách tiền tệ. Việc chuyển đổi từ chính sách tiền tệ kiểm soát trực tiếp sang gián tiếp là tất yếu, vì: (i) giúp thích ứng tốt hơn với các mục tiêu chính sách; (ii) giúp tránh được các méo mó xảy ra ở các trung gian tài chính; (iii) giúp Ngân hàng Trung ương có thể tiến hành hiệu quả việc sàng lọc nguồn vốn chảy vào ở từng giai đoạn. *Nguồn vốn chảy vào có thể gây ra những thay đổi trong tỷ giá hối đoái và nếu kéo dài sẽ khiến đầu tư chuyển hướng khỏi lĩnh vực thương mại.* Do đó, sàng lọc là cần thiết và có thể được sử dụng kết hợp với các công cụ khác như quy định về tỷ lệ dự trữ, thuế hoặc tự do hóa một phần dòng vốn chảy ra. Trong những nền kinh tế nhỏ, thị trường tài chính còn thiếu sự chuyên sâu, nên có thể bị lệ thuộc nhiều vào các công cụ quản lý trực tiếp của chính sách tiền tệ.

Trong chính sách tiền tệ, chính sách tỷ giá giữ vai trò quan trọng và đang ngày càng được quan tâm trong quá trình hoạch định các chính sách nhằm hướng tới tự do

hóa TKV. Quan điểm chung đều cho rằng, *chế độ tỷ giá cần phải linh hoạt hơn nữa khi thực hiện tự do hóa TKV*, chính vì thế, Ngân hàng Trung ương phải đưa ra các quyết định tối ưu với chính sách tỷ giá nhằm ngăn chặn tình trạng không thể chống đỡ được nếu thả nổi tỷ giá, bởi điều này có thể làm giảm khả năng cạnh tranh của nền kinh tế hoặc phải nâng lãi suất lên cao để giữ vững tỷ giá. Hệ quả là môi trường kinh tế vĩ mô có thể bị tác động xấu.

• *Cân bằng cán cân vãng lai*

Thâm hụt cán cân vãng lai là tình trạng thường thấy ở các nước đang phát triển, phản ánh việc sử dụng vốn tiết kiệm toàn cầu để đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế ở các quốc gia này. Kinh nghiệm chỉ ra rằng, *cần phải đặt ra những giới hạn thận trọng trong các quyết định kiểm soát thâm hụt cán cân vãng lai*, bởi chúng sẽ làm tăng các khoản nợ với nước ngoài, và khi thâm hụt càng cao thì một phần lớn thu nhập từ nước ngoài sẽ phải dùng cho việc trả nợ thay vì đáp ứng nhu cầu nhập khẩu. Như vậy, thâm hụt cán cân vãng lai có thể làm hạn chế nhập khẩu cũng như tạo ra các mối lo ngại về tình trạng sản xuất thu hẹp hoặc khủng hoảng kinh tế.

• *Dự trữ ngoại hối*

Khi thực hiện tự do hóa TKV, mức dự trữ ngoại tệ đã trở thành một trong những mối quan tâm hàng đầu đối với các nhà hoạch định chính sách. Dự trữ ngoại hối có tác dụng giảm nhẹ tác động của các thay đổi chu kỳ diễn ra trong cán cân thanh toán, cũng như giảm nhẹ tác động của những cú sốc bất ngờ khiến dòng vốn có thể bị đảo chiều. Dự trữ ngoại hối cũng có tác dụng tạo ra sự hậu thuẫn chắc chắn cho việc thực thi các chính sách trong nước, đặc biệt là chính sách tỷ giá. Mức độ dự trữ tối ưu phụ thuộc vào hoàn cảnh đặc thù của mỗi quốc gia, trong đó, bao gồm cả tình trạng cán cân thanh toán, chế độ tỷ giá cũng như khả năng tiếp cận thị trường tài chính quốc tế của quốc gia đó. Các chỉ số về mức dự trữ an

toàn được tính toán dựa trên nhu cầu nhập khẩu và nghĩa vụ trả nợ. Trong đó, đặc biệt chú ý cần kiểm soát tương quan giữa nợ ngắn hạn và danh mục vốn đầu tư trên tổng dự trữ dự phòng cho trường hợp sụt giá nội tệ đột ngột.

• Hoàn thiện các qui định chuẩn mực

Việc áp dụng các quy chuẩn thận trọng trong lĩnh vực tài chính là yêu cầu tối cần thiết để thực hiện tự do hóa TKV. Với một sự non yếu của hệ thống tài chính, các nước đang phát triển cần phải đưa ra những quy định nghiêm ngặt hơn so với chuẩn mực của ủy ban Basel với mục đích *đảm bảo sự ổn định, khả năng trả nợ và tính thanh khoản của hệ thống tài chính, chứ không phải để đảm bảo cho sự tồn tại của các định chế yếu kém hơn*. Kinh nghiệm cho thấy, các quy chuẩn nên được áp dụng nghiêm túc trước khi tiến hành tự do hóa TKV.

• Nâng cao hiệu quả công tác giám sát

Một điều tiên quyết để thực hiện tự do hóa TKV là thiết lập một cơ chế giám sát hiệu quả, có đủ năng lực quản lý sự phát triển của hệ thống tài chính, cũng như thực hiện triệt để các quy định của chính nó. Cần phải nhận dạng sớm các tổ chức tài chính yếu kém, từ đó có những chuẩn bị tốt nhằm ứng phó với trường hợp tổn thất. So với trạng thái thông thường của nền kinh tế, thì hậu quả của việc giám sát lỏng lẻo khi tiến hành tự do hóa TKV sẽ lớn hơn rất nhiều, bởi vì khi thực hiện tự do hóa TKV, thị trường tài chính trong nước và quốc tế được gắn kết chặt chẽ hơn, sự bất ổn định trong thị trường nào cũng có thể nhanh chóng dẫn đến một cuộc khủng hoảng tài chính.

Thiết lập một cơ chế giám sát hiệu quả là một quá trình lâu dài và muồn như vậy, không được nóng vội đẩy nhanh quá trình thực hiện tự do hóa TKV. Khi thị trường tài chính được cải cách, khả năng giám sát sẽ ngày càng được tăng cao, tạo ra một nền tảng vững chắc cho sự phát triển xa hơn. Một yếu tố quan trọng trong cải cách là cơ quan giám sát không nên bị lệ thuộc vào các

tổ chức chính trị đặc thù, bởi điều này có thể buộc cơ quan giám sát phải thỏa hiệp nhằm phục vụ cho các mục đích chính trị.

• Giảm hàng rào thuế quan

Cải cách hệ thống thương mại để nền kinh tế trong nước hội nhập sâu rộng hơn với kinh tế khu vực và toàn cầu là một bộ phận quan trọng trong chiến lược cải cách cấu trúc diễn ra trước khi thực hiện tự do hóa TKV. Việc đánh thuế cao, bên cạnh việc dẫn đến phân bổ nguồn lực không hiệu quả, còn có thể khiến vốn đầu tư trực tiếp đổ vào những lĩnh vực có "lợi thế giả tạo" do thuế tạo ra, thay vì đổ vào lĩnh vực sản xuất hàng hóa phục vụ thị trường xuất khẩu. Do đó, giảm thuế quan, có tác dụng tới việc tạo lập một danh mục hàng xuất khẩu đa dạng.

• Đa dạng hóa danh mục hàng xuất khẩu

Một danh mục hàng xuất khẩu đa dạng sẽ giúp giảm nhẹ các thiệt hại khi gặp phải các cú sốc kinh tế hoặc các điều khoản thương mại bất lợi. Những cú sốc này ngay lập tức tác động đến cán cân vãng lai và làm suy giảm lòng tin về khả năng trả nợ hay duy trì tốc độ thu hút nguồn vốn nước ngoài, do đó có thể dẫn đến một cuộc khủng hoảng tiếp theo trong cán cân vốn. Đây là vấn đề thường thấy ở các nước đang phát triển, khi mà lĩnh vực xuất khẩu thường phụ thuộc vào một số ít mặt hàng chủ lực. Có thể mở rộng danh mục mặt hàng xuất khẩu truyền thống bằng cách khuyến khích thành lập các doanh nghiệp sản xuất các mặt hàng mới, với những chính sách ưu đãi về ngành hàng, hoặc ưu đãi đầu tư trực tiếp nước ngoài. Trong trường hợp vận dụng chính sách khuyến khích đầu tư trực tiếp nước ngoài, thì cần đảm bảo rằng nguồn vốn được đầu tư vào những mặt hàng xuất khẩu.

3. Lộ trình thực hiện tự do hóa tài khoản vốn

Kinh nghiệm các nước cho thấy, việc tự do hóa các giao dịch vãng lai diễn ra trước khi tiến hành tự do hóa TKV. Điều này xuất phát từ các nguyên nhân sau:

Thứ nhất, cải cách trong chính sách tiền tệ, giá cả, hệ thống tiếp thị, ngoại thương, kiểm soát hối đoái... đặc biệt là cải cách trong bộ máy quản lý điều hành nền kinh tế (nhất là trong khu vực tài chính) là rất quan trọng và phải được thực hiện trước tiên. Với những bước cải cách này giúp từng bước điều chỉnh các mất cân đối bên trong vì một khi các mất cân đối bên trong đã được khắc phục thì nguồn ngoại tệ đổ vào mới được sử dụng hiệu quả. Những cải cách mạnh mẽ trong khu vực ngoại thương, chính sách giá cả và đặc biệt là sự cải tổ mạnh mẽ trong lĩnh vực tài chính sẽ làm cho các giao dịch vãng lai từng bước được tự do hóa.

Thứ hai, nếu TKV được mở cửa sớm trong khi đang tiến hành từng bước mở cửa tài khoản vãng lai và ổn định kinh tế vĩ mô, thì có thể làm cho đồng nội tệ lên giá, gây cản trở cho tiến trình tự do hóa thương mại và làm giảm khả năng cạnh tranh của khu vực xuất khẩu. Đây thực sự là vấn đề đáng lo ngại cho các nền kinh tế kém phát triển đang trong quá trình cải cách cơ cấu kinh tế như Việt Nam.

Thực tế cho thấy, trong quá trình thực hiện tự do hóa TKV, nếu không hội đủ các điều kiện cần thiết, thì đất nước sẽ phải đối mặt với một số rủi ro nào đó trong quá trình tiến đến một hệ thống hối đoái hoàn toàn mở cửa. Hơn nữa, thực tiễn các nước cũng cho thấy, một khi tự do hóa hoàn toàn chính sách hối đoái, thì sẽ có luồng vốn ngoại tệ khổng lồ đổ vào trong nước. Đây lại là điều gây nên những bất cập đối với nền kinh tế bên trong các nước và gây khó khăn trong lựa chọn chính sách. Bởi vì, khi một luồng ngoại tệ lớn đổ vào trong nước, thì tất yếu sẽ gây tác động lên giá đồng nội tệ, đồng nội tệ bị lên giá lại gây áp lực đối với khu vực xuất khẩu. Điều này lại đòi hỏi phải có sự điều chỉnh các chính sách tài chính, nhưng điều chỉnh chính sách tài chính không thể thực hiện "một sớm một chiều" được. Chính vì vậy, bất kỳ một quốc gia nào mà muốn thực hiện thành công tự

do hóa TKV thì cần phải tuân theo đúng lộ trình của nó, nếu không thì không những không đem lại những lợi ích kinh tế mà còn có những tác động tiêu cực và nguy cơ khủng hoảng rất cao cho nền kinh tế.

• Các nguyên tắc trong lộ trình tự do hóa tài khoản vốn

Có nhiều cách tiếp cận vấn đề tự do hóa tài chính. Trong đó, các nước OECD tập trung vào tự do hóa các luồng vốn, mà đầu tiên là tự do hóa đầu tư trực tiếp nước ngoài và cuối cùng là tự do hóa TKV; Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) dựa vào rủi ro để đánh giá và xây dựng lộ trình tự do hóa tài chính với mục tiêu cuối cùng là tự do hóa TKV; cách tiếp cận của IMF cũng khá phức tạp, đó là xem xét đầy đủ mọi vấn đề từ cải cách vĩ mô, cơ cấu, xây dựng thể chế, các chính sách kinh tế vĩ mô và cơ chế tỷ giá để xây dựng lộ trình tự do hóa TKV.

Các nước phát triển thường áp dụng cơ chế "mở" và Nhà nước không kiểm soát hoạt động liên quan đến các giao dịch tài chính quốc tế, nhưng cũng rất thận trọng trong việc quản lý các luồng vốn vào ngắn hạn. Trong khi đó, phần lớn các nước đang phát triển xây dựng lộ trình tự do hóa trên cách tiếp cận của ADB, bắt đầu bằng việc tự do hóa FDI, tiếp theo là tự do hóa ngoại thương, sau đó là cải cách ngân hàng và hệ thống tài chính.

Về cơ bản, dù áp dụng cách tiếp cận nào cũng chỉ nên thực hiện tự do hóa TKV sau khi đã tạo lập đầy đủ và đồng bộ những điều kiện cần thiết về cơ sở kinh tế, tài chính, pháp lý. *Nguyên tắc cơ bản trong lộ trình thực hiện tự do hóa TKV là:*

(1). Thực hiện mở cửa nhưng có giới hạn các giao dịch vốn, thẩm định kỹ lưỡng các dự án sử dụng vốn nước ngoài, giám sát chặt chẽ sự chu chuyển của các dòng vốn ngắn hạn và các giao dịch vốn trên thị trường chứng khoán, đồng thời duy trì một số hạn chế đối với việc chuyển vốn ra nước ngoài. Các khoản vay nước ngoài ngắn hạn được quản lý theo hạn mức số dư, chịu sự

giám sát chặt chẽ của cơ quan quản lý và thực hiện chế độ thông tin báo cáo.

(2). Tự do hóa giao dịch vốn dài hạn trước khi tự do hóa giao dịch vốn ngắn hạn, trong đó tự do hóa FDI được thực hiện trước tiên (do nguồn vốn FDI là nguồn vốn dài hạn và ít bị tác động trước những biến động về tài chính hơn tín dụng ngân hàng và những nguồn vốn khác, và trong trường hợp có hiện tượng đào thoát vốn ra nước ngoài thì nguồn vốn FDI cũng không gây ra khủng hoảng tài chính như đầu tư tài chính hoặc vay nợ).

(3). Thực hiện chính sách ưu đãi đối với FDI thông qua việc nới lỏng các quy định về chuyển vốn, mua ngoại tệ chuyển về nước, cơ cấu vốn góp.

(4). Tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đầu tư ra nước ngoài.

(5). Lãnh mạnh hóa hệ thống tài chính - ngân hàng trước khi tự do hóa giao dịch vốn, nhằm tránh nguy cơ mất khả năng thanh toán.

(6). Tự do hóa giao dịch vốn phải gắn liền với việc tăng cường kỷ luật tài chính, trong đó hệ thống ngân hàng là trung tâm, tránh tình trạng bảo lãnh ngầm của Chính phủ đối với các nguồn vốn chảy vào.

(7). Tạo lập hạ tầng cơ sở vững chắc cho các hoạt động đầu tư quốc tế, nhất là đầu tư gián tiếp vào cổ phiếu, trái phiếu và những công cụ nợ khác.

(8). Kiểm soát luồng vốn được coi là vấn đề cần được quan tâm đặc biệt, mục tiêu là đảm bảo tính tự chủ của chính sách tiền tệ và giảm áp lực đối với tỷ giá. Kiểm soát luồng vốn cũng nhằm bảo vệ sự ổn định tài chính - tiền tệ khi phải đối mặt với nguy cơ lạm phát do những luồng vốn vào liên tục, nhất là nguồn vốn ngắn hạn..

Kinh nghiệm các nước cho thấy, việc kiểm soát luồng vốn ra thường được quan tâm nhiều hơn so với kiểm soát luồng vốn vào. Sau khủng hoảng tài chính, một số nước như Tây Ban Nha, Malaixia, Thái Lan tái thực hiện kiểm soát luồng vốn ra trước áp lực lớn về tỷ giá, mục tiêu là ngăn chặn

đầu cơ và ổn định thị trường ngoại hối trong bối cảnh dự trữ ngoại hối giảm mạnh, các cơ quan tiền tệ trong nước có khoảng thời gian nhất định để khắc phục những mất cân bằng về kinh tế vĩ mô và thực hiện cải cách hệ thống ngân hàng. Trong đó, Thái Lan áp dụng cơ chế “neo” tỷ giá tại thời điểm áp đặt kiểm soát, Malaixia thực hiện cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý của Nhà nước. Nhằm hạn chế luồng vốn ra, Malaixia thực hiện đánh thuế vào lợi nhuận từ đầu tư gián tiếp không kể cổ tức và lãi thu được, thu nhập liên quan đến các giao dịch vãng lai và các luồng đầu tư trực tiếp nước ngoài. Thái Lan yêu cầu các tổ chức tài chính hạn chế và đình chỉ các giao dịch với người không cư trú (bao gồm cho vay đồng baht qua giao dịch hoán đổi, giao dịch kỳ hạn về đồng baht và bán đồng baht lấy ngoại tệ), phải thanh toán bằng đôla Mỹ đối với giao dịch mua hối phiếu bằng đồng baht trước kỳ hạn và những công cụ nợ khác, cấm các nhà đầu tư cổ phiếu nước ngoài chuyển vốn về bằng đồng baht (nhưng được tự do chuyển vốn về nước bằng đồng ngoại tệ), người không cư trú phải áp dụng tỷ giá nước ngoài khi chuyển đổi lợi nhuận bằng đồng baht thu được từ việc mua bán chứng khoán.

4. Kinh nghiệm các nước thực hiện lộ trình tự do hóa tài khoản vốn

4.1. Ấn Độ

Ấn Độ đã bắt đầu thực hiện tự do hóa TKV từ đầu những năm 1990 đã làm thay đổi hoàn toàn cơ chế kế hoạch hóa tập trung trong 40 năm trước đó. Điểm nổi bật của quá trình cải cách ở Ấn Độ là cách tiếp cận thận trọng dần dần, thực hiện từng bước một cách kỹ lưỡng và theo một lộ trình cụ thể trong toàn bộ nền kinh tế. Nước này đã từ bỏ cơ chế kiểm soát tỷ giá rất nghiêm ngặt từng tồn tại trước năm 1991. Cùng với sự tự do hóa từng bước cả FDI và FII, đồng Rupee (tiền Ấn Độ) đã trở thành đồng tiền chuyển đổi với các nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, đây chưa phải là đồng tiền được chuyển đổi hoàn toàn, một vài cơ chế kiểm

soát vẫn được duy trì ở các mức độ khác nhau đối với cả công ty trong nước, nước ngoài và các thể nhân, đồng thời, những người cư trú là các công ty có một cơ chế cởi mở hơn so với người cư trú là các thể nhân.

Lộ trình thực hiện tự do hóa TKV của Ấn Độ được hoạch định từng bước một. Mỗi giai đoạn được đánh giá sơ bộ bởi nhiều ủy ban. Khuôn khổ chính sách tổng quát được trình bày vào năm 1991, trong báo cáo của Ủy ban cao cấp về cân cân thanh toán, do T.S.C.Rangrajan, cựu Chủ tịch Ngân hàng Trung ương Ấn Độ (hiện nay là Chủ tịch Hội đồng tư vấn kinh tế của Thủ tướng) làm chủ tịch. Ủy ban đã kiến nghị: (i) tự do hóa các giao dịch vãng lai để nâng tính chuyển đổi của tài khoản vãng lai; (ii) chuyển đổi cơ cấu các dòng vốn từ các dòng vốn tạo ra nợ sang các dòng vốn không tạo ra nợ; (iii) quản lý chặt vay nợ thương mại nước ngoài, đặc biệt là nợ ngắn hạn; (iv) ngăn cản những thành phần dễ biến động của các dòng vốn từ những người không cư trú; (v) tự do hóa dần dần các dòng vốn ra; (vi) tự do hóa hoàn toàn các dòng vốn gắn với dòng vốn vào (tức là vốn gốc, lãi, cổ tức, lợi nhuận...); (vii) giảm vai trò trung gian của Chính phủ đối với các dòng viện trợ nước ngoài. Ủy ban cũng đã kiến nghị thực hiện cơ chế tỷ giá do thị trường quyết định, đồng thời nhấn mạnh đến yêu cầu kiểm chế thâm hụt cán cân vãng lai.

Khuôn khổ chính sách đối với khu vực có vốn nước ngoài dựa trên báo cáo của Ủy ban Rangrajan được thực hiện cùng với những thay đổi trong các chính sách về thương mại, công nghiệp và khu vực tài chính.

Trong chính sách thương mại, đã hủy bỏ triệt để cơ chế cấp giấy phép, chuyển đổi mạnh mẽ từ qui định các điều khoản hạn chế nhập khẩu sang cơ chế cấp giấy phép phổ cập mở, giảm dần hàng rào thuế quan.

Trong chính sách công nghiệp, hướng đến việc hủy bỏ cơ chế cấp giấy phép, xóa bỏ các hình thức độc quyền, xóa bỏ những đặc quyền của các doanh nghiệp khu vực công. Các cuộc cải cách trong khu vực tài chính

được thực hiện theo các khuyến nghị của Ủy ban Narasimman (1991). Cùng với quá trình phi điều tiết ngành ngân hàng, bao gồm việc cho thành lập mới các ngân hàng tư nhân, chính sách tiền tệ hướng đến việc sử dụng các công cụ gián tiếp, đặc biệt là nghiệp vụ thị trường mở, tự do hóa lãi suất và tăng "chiều rộng và chiều sâu" của các thị trường tài chính. Đồng thời, thực hiện các giải pháp tăng cường khuôn khổ, thể chế trong các ngân hàng, công ty tài chính phi ngân hàng, tổ chức tài chính và các thị trường chứng khoán thông qua các chuẩn mực an toàn, các qui định về đủ vốn (tỷ lệ an toàn vốn) hoàn thiện cơ chế thanh toán, tăng cường hệ thống giám sát.

Khuôn khổ kiểm soát được phân tích từ nhiều góc độ khác nhau để nắm rõ thực tế cơ chế vận hành:

Thứ nhất, có sự phân biệt giữa các giao dịch vãng lai (đã có tính chuyển đổi) với các giao dịch vốn (vẫn còn áp dụng một số biện pháp kiểm soát).

Thứ hai, có sự khác biệt và đối xử không cân xứng giữa các dòng vốn vào (ít hạn chế hơn), dòng vốn ra có liên quan đến dòng đến dòng vốn vào (tự do) và các dòng vốn ra khác (hạn chế hơn) giữa người cư trú so với người không cư trú.

Thứ tư, có sự khác biệt trong đối xử với cá nhân (hạn chế cao hơn), các doanh nghiệp (có hạn chế) và các trung gian tài chính như các nhà đầu tư, tổ chức (ít hạn chế) và các ngân hàng (hạn chế nhiều hơn).

Các công cụ kiểm soát cũng được thay đổi và áp dụng riêng lẻ hay có sự phối hợp, vì vậy, có một số giao dịch được tự do hóa toàn bộ trong khi một số giao dịch lại tuyệt đối cấm. Các loại hình giao dịch trung gian (giữa cấp cao và cấp thấp) có thể được thực hiện trên cơ sở phê chuẩn từng lần hoặc trên cơ sở tự động. Việc áp dụng cơ chế tự động cho phép hay các qui định khác được thực hiện trên cơ sở quy mô giao dịch, mục đích hay tính chất hoạt động của các bên có liên quan. *Những hạn chế* được áp dụng tùy theo

các công cụ tài chính có liên quan. Trong một số trường hợp, các biện pháp kiểm soát hành chính (trần lãi suất) hay các biện pháp kiểm soát dựa trên cơ sở giá cả (thuế hay dự trữ bắt buộc) cũng được áp dụng. Tiến trình tự do hóa được vận hành trên cơ sở hoàn thiện thay đổi hệ thống kiểm soát, do đó, các động thái vận động từ các biện pháp kiểm soát chặt chẽ hơn sang các biện pháp nới lỏng hơn diễn ra trong cả một quá trình là dựa trên cơ sở cả kinh nghiệm vĩ mô và môi trường chính sách vĩ mô. Chẳng hạn, trong trường hợp làn sóng vốn dâng cao, thì tốc độ tự do hóa dòng vốn ra được đẩy mạnh và ngược lại. Trong khi đó, IMF cũng ủng hộ chiến lược tiếp cận dần dần từng bước của Ấn Độ ngay từ lúc ban đầu. Đầu những năm 1990, IMF còn bỏ qua những hạn chế tạm thời đối với tài khoản vãng lai, nhưng vào tháng 2-1994, tổ chức này đã chỉ ra rằng, việc chấp nhận điều VIII trong giai đoạn trước đây, có nghĩa là đồng ý không áp đặt những hạn chế đối với các khoản thanh toán và chuyển tiền đối với các giao dịch vãng lai, đây là tín hiệu quan trọng về quá trình chuyển đổi sang một nền kinh tế mở cửa hơn. Ấn Độ đã quyết định đi theo con đường này và thực hiện chuyển đổi đối với các giao dịch trên tài khoản vãng lai vào cuối năm 1994. Theo Ủy ban Rangrajan khuyến cáo, có thể các dòng vốn ra của người cư trú được "đội lốt" trong các giao dịch vãng lai cùng với tiến trình tự do hóa tài khoản vãng lai. Do đó, nước này đã xây dựng một số quy chế che chắn liên quan đến các giao dịch vãng lai.

Từ năm 1997, quá trình tự do hóa TKV được thực hiện theo các khuyến nghị của ủy ban Tarapore về chuyển đổi TKV. Ủy ban này đã đưa ra một số tiền đề cần thiết để thực hiện quá trình tự do hóa TKV, trong đó, cốt lõi là: (1) củng cố ngân sách; (2) thực hiện chính sách lạm phát mục tiêu; (3) củng cố hệ thống tài chính. Ủy ban này đã khuyến nghị giảm tỷ lệ thâm hụt ngân sách từ mức 4,5%/GDP xuống 3,5%/GDP trong năm 1999-2000 và tỷ lệ lạm phát mục tiêu đối với

giai đoạn 1997 - 1998 và 1999 - 2000 bình quân ở mức khoảng từ 3 - 5%. Trong khu vực tài chính, Ủy ban này khuyến nghị giảm tỷ lệ tài sản không sinh lời (NPA) của các ngân hàng từ 13,7% năm 1996-1997 xuống 9% năm 1998-1999 và 5% năm 1999-2000; tỷ lệ dự trữ tiền mặt bình quân từ 9,3% vào tháng 4-1997 xuống 3% năm 1999-2000.

Quá trình tự do hóa TKV ở Ấn Độ diễn ra theo một lộ trình trật tự nhất định. Có sự phân biệt giữa dòng vào và dòng ra, trong các dòng vốn đó, lại có sự phân biệt giữa các công ty, cá nhân, ngân hàng. Hiện nay, ưu tiên tự do hóa các dòng vào, đặc biệt là dòng huy động vốn của các công ty Ấn Độ thông qua việc phát hành chứng khoán trên thị trường tài chính nước ngoài. Toàn bộ dòng ra có liên quan đến dòng vào đều được tự do hóa. Đối với quá trình tự do hóa các dòng ra, thì trật tự ưu tiên là công ty, trung gian tài chính và cá nhân. Tốc độ tự do hóa TKV phụ thuộc vào các nhân tố trong nước, đặc biệt là kết quả cuộc cải cách khu vực tài chính và cấu trúc tài chính quốc tế.

Từ nghiên cứu *kinh nghiệm của Ấn Độ* cho thấy:

Thứ nhất, tự do hóa TKV giúp thu hút dòng vốn nước ngoài tài trợ thâm hụt tài khoản vãng lai, nhờ đó duy trì được sự phát triển bền vững dài hạn, nhưng nếu thâm hụt tài khoản vãng lai lớn kéo dài cũng đồng nghĩa với việc phụ thuộc vào các dòng vốn nước ngoài, và một sự phụ thuộc lớn như vậy dễ có nguy cơ dẫn đến mất ổn định. Với quan điểm như vậy, nước này luôn kiểm chế dòng vốn vào để giúp bù đắp thâm hụt tài khoản vãng lai trong khoảng 2% so với GDP. Tuy nhiên, quy mô các dòng vốn được coi là bình thường (hay thâm hụt tài khoản vãng lai bền vững) còn phụ thuộc vào điều kiện cụ thể của mỗi quốc gia về trình độ phát triển, quy mô của khu vực kinh tế có vốn nước ngoài và thậm chí cả những cân nhắc về vị thế địa chính trị.

Thứ hai, có sự đánh đổi trong ngắn hạn giữa ổn định tài chính và tính hiệu quả. Các

quy định an toàn càng nghiêm ngặt thì chi phí trung gian càng lớn, nhưng về dài hạn, tính ổn định thường đi kèm với tính hiệu quả. Nhằm đạt được hiệu quả cao hơn trong một giai đoạn phát triển, một quốc gia có thể chấp nhận rủi ro biến động lớn hơn. Song, mối quan hệ đánh đổi cần được xem xét cụ thể trong mỗi tương quan với quan điểm chính sách trong nước cũng như bối cảnh quốc tế.

Thứ ba, tự do hóa TKV chưa nên thực hiện nếu chưa có một khu vực tài chính lành mạnh. Khi mở cửa TKV cần lưu ý đến những điều kiện đặc thù của mỗi nước, đồng thời chú trọng xây dựng một khuôn khổ thể chế, pháp lý và điều tiết hiệu lực và hiệu quả.

Thứ tư, tự do hóa TKV phải được đối xử như một quá trình chứ không phải là một sự kiện.

Thứ năm, tự do hóa TKV cần được thực hiện phối hợp với các cuộc cải cách khác. Quy mô và thời điểm tự do hóa TKV được sắp xếp theo một trình tự chặt chẽ cùng với các cuộc cải cách khác, như củng cố hệ thống ngân hàng, ngân sách lành mạnh, hội nhập và phát triển thị trường, tự do hóa thương mại, và theo diễn biến môi trường kinh tế trong và ngoài nước.

Thứ sáu, thiết lập một hệ thống thứ bậc đối với các nguồn và loại hình của các dòng vốn. Ưu tiên tự do hóa các dòng vào so với các dòng ra, nhưng tất cả các dòng vốn ra liên quan đến dòng vốn vào nên được tự do hóa. Trong số các loại hình của dòng vào, FDI cần được khuyến khích (vì tính ổn định của nó), trong khi đó nên tránh các khoản nợ nước ngoài ngắn hạn. Cần có sự phân biệt giữa nguồn vốn của công ty, cá nhân và ngân hàng. Đối với các dòng ra, thứ tự tự do hóa, trước tiên phải là các dòng ra của công ty, tiếp đó là các trung gian tài chính và cuối cùng là các cá nhân. Những hạn chế nên được nới lỏng đối với các công ty đang tìm kiếm cơ hội đầu tư và mua lại ở nước ngoài mà có thể tăng cường vị thế quốc tế của họ.

Nhưng ngân hàng và các trung gian tài chính là nơi dễ biến động. Chúng ta đều hiểu rằng vị thế của các ngân hàng và các trung gian tài chính là khá mỏng manh, bởi vì tài sản có tương đối kém thanh khoản, còn tài sản nợ có thể rút ra bất cứ lúc nào, chúng dễ chịu tác động bởi các hiệu ứng dây chuyền và khủng hoảng niềm tin. Do đó, tự do hóa trong khu vực ngân hàng phải gắn với các cuộc cải cách khu vực tài chính. Đối với cá nhân, người cư trú cần có sự đối xử khác với người không cư trú và người không cư trú là người Ấn Độ có một vị thế trung gian được xác định rõ ràng giữa người cư trú và người không cư trú.

Thứ bảy, tốc độ và trình tự tự do hóa tùy thuộc vào các diễn biến trong nước, đặc biệt là khu vực tiền tệ và tài chính, cũng như phụ thuộc vào cấu trúc tài chính quốc tế. Cùng với việc đẩy mạnh tự do hóa, các biện pháp mang tính hành chính sẽ giảm đi và các biện pháp dựa trên cơ sở giá cả sẽ được mở rộng, nhưng quyền tự do thay đổi các biện pháp kiểm soát và tái thiết lập các biện pháp kiểm soát vẫn còn hiện hữu một cách minh bạch. Đối với các nước đang phát triển, sẽ khôn ngoan nếu có một khung pháp lý để có thể tái thiết lập các biện pháp kiểm soát khi cần thiết và để ngỏ khả năng lựa chọn chính sách đối với các biện pháp kiểm soát đặc biệt và kiểm soát an toàn.

Thứ tám, tự do hóa đầy đủ các dòng vốn ra vì lợi ích của các cá nhân, công ty và các quỹ tương hỗ phụ thuộc vào mức độ dự trữ ngoại hối đủ cao và sự thay đổi linh hoạt hơn của tỷ giá. Điều này được biểu hiện ở việc mở rộng các nghiệp vụ toàn cầu của các công ty Ấn Độ nhằm tìm kiếm các cơ hội hợp tác toàn cầu và khai thác tri thức, công nghệ và kỹ năng quản lý phục vụ cho hoạt động của họ.

Trong tương lai, Ấn Độ vẫn tiếp tục thực hiện chiến lược tự do hóa từng bước, bởi nó cho phép đảm bảo sự phối hợp hài hòa với các cuộc cải cách khác. Gần đây, một ủy ban khác đã xây dựng kế hoạch 5 năm nhằm

nâng cao hơn nữa tính chuyển đổi của TKV trong một khuôn khổ chính sách minh bạch hơn. Tuy nhiên, kế hoạch tự do hóa hơn nữa sẽ phụ thuộc vào một số nhân tố trong nước và ngoài nước như: đẩy mạnh cải cách khu vực kinh tế thực, tăng cường ngân sách, củng cố hệ thống tài chính trong nước và đạt được các thông số kinh tế vĩ mô đi kèm gắn với tính lành mạnh và ổn định của nền kinh tế.

4.2. Thái Lan

Thái Lan được xem là nơi châm ngòi cho cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ tại Châu Á năm 1997. Tuy nhiên, có thể thấy rằng khủng hoảng tiền tệ khu vực là điều tất yếu và một trong những nguyên nhân chính là do các nước trong khu vực đã quá vội vã trong việc tự do hóa TKV và áp dụng cơ chế tỷ giá cố định, khi mà nền kinh tế chưa thực sự ổn định, khu vực tài chính ngân hàng còn bộc lộ nhiều yếu kém cộng với những cải cách khác chưa được thực hiện theo tiến trình tự do hóa tài chính.

• Về trình tự do hóa TKV

Thái Lan đã chấp nhận Điều khoản VII thực hiện nghĩa vụ vào năm 1990. Nước này luôn duy trì một TKV hoàn toàn mở, đặc biệt là đối với luồng vốn vào. Tự do hóa các giao dịch trên tài khoản vãng lai của Thái Lan kết thúc vào năm 1990, trong khi đó, TKV của nước này đã được nới lỏng tương đối ngay từ giữa những năm 1980 và cho đến năm 1996, phần lớn các hạn chế về TKV được dỡ bỏ. Khi TKV được tự do cộng với kỳ vọng quá lớn của các nhà đầu tư và sự lỏng lẻo trong việc kiểm soát các khoản nợ vay nên vào cuối những năm 1980 và đầu những năm 1990, một dòng vốn ngoại tệ tràn vào nước này. Với việc thành lập Ngân hàng Quốc gia Băng Cốc (BIBF) vào năm 1993 và sự khuyến khích vay mượn của nó, càng làm cho luồng vốn ngắn hạn ồ ạt chảy vào. Chỉ trong 10 năm, từ năm 1987 đến năm 1996, đã có đến 100 tỷ USD được đổ vào Thái Lan, trên 70% số tiền này là vốn vay (với hơn nửa là vay ngắn hạn) do các tổ chức tài chính

(chủ yếu là các công ty tài chính trong nước) vay để đầu tư dài hạn (phần lớn đầu tư vào lĩnh vực bất động sản). Thêm vào đó, với tỷ giá được giữ gần như cố định ở mức 25 baht ăn 1 USD quá lâu, khi mà thâm hụt thương mại kéo dài, đã tạo ra áp lực giảm giá đồng baht ngày càng gia tăng, thâm hụt tài khoản vãng lai và gặp khó khăn trong phát triển khu vực tài chính do hoạt động đầu cơ diễn biến rất phức tạp. Xu thế này dẫn đến sự gia tăng các nghi vấn về khả năng chống chịu của một chế độ tỷ giá cố định. Để đối phó với sức ép đầu cơ, các nhà chức trách đã áp đặt kiểm soát vốn vào tháng 5 năm 1997. Nhưng do áp lực của những khoản nợ đến hạn, áp lực của thâm hụt thương mại ngày càng gia tăng, vượt quá sức chịu đựng của nền kinh tế, dẫn đến nhu cầu ngoại tệ gia tăng đột biến. Mặc dù đã bán ra gần 15 tỷ USD (trong gần 40 tỷ USD dự trữ ngoại hối), nhưng nước này vẫn không đủ sức giữ được tỷ giá. Đồng baht bị phá giá và khủng hoảng tiền tệ xảy ra là một hệ quả tất yếu.

• Về chính sách tỷ giá

Thái Lan đã cố định đồng baht với rổ tiền tệ (chủ yếu gắn với USD) kể từ năm 1984. Tỷ giá hối đoái được giữ gần như cố định một thời gian khá dài (trên 10 năm) giúp giảm bớt các rủi ro cho những người đi vay. Với việc gắn tỷ giá cố định với USD đã khiến đồng baht lên giá thực. Theo IMF thì tỷ giá thực của đồng baht tăng khoảng 10% trong những năm 1990, dẫn đến xuất hiện một sự "xê dịch" lớn giữa giá của các hàng hóa mậu dịch và các hàng hóa phi mậu dịch. Hệ quả tất yếu là một sự thâm hụt cán cân thương mại ngày càng nghiêm trọng của Thái Lan. Một câu hỏi được đặt ra là liệu một tỷ giá mềm dẻo hơn, cho phép một mức tăng danh nghĩa, có thể cản trở được một phần nguồn vốn chảy vào và làm cho việc khắc phục hậu quả trở nên đỡ tốn kém hơn hay không?

• Hoạt động kiểm soát

Cùng với sự tăng lên của lãi suất, khiến công tác kiểm soát luồng vốn vào gặp nhiều khó khăn, các ngân hàng thương mại cho

vay và huy động thiếu thận trọng, khó kiểm soát. Vào năm 1996, đứng trước sự gia tăng mạnh mẽ của luồng vốn chảy vào, các nhà chức trách tiền tệ nước này đã đi đến quyết định tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc thêm 7% (cả dự trữ đối với khoản cho vay đồng baht với người không cư trú, với thời hạn dưới 1 năm và những khoản cho vay nước ngoài mới cũng với thời hạn dưới 1 năm) đối với các ngân hàng thương mại và BIBF. Yêu cầu mức tối thiểu về vốn chủ sở hữu đối với các ngân hàng thương mại cũng tăng lên. Vào năm 1997, đối mặt với sự suy giảm dự trữ và để bảo vệ giá trị đồng baht, các nhà chức trách tiền tệ Thái Lan đã tìm cách ngăn chặn sự đầu cơ đối với đồng baht thông qua thiết lập kiểm soát vốn. Bao gồm: (i) yêu cầu các tổ chức tài chính tạm hoãn các giao dịch với người không cư trú; (ii) ngăn cấm việc mua bán trước khi những hối phiếu được định giá bằng đồng baht và yêu cầu các công cụ nợ khác phải được thanh toán bằng đôla Mỹ; (iii) các nhà đầu tư vốn nước ngoài bị ngăn cấm từ đầu tư vào các quỹ trong nước bằng đồng baht (nhưng lại được tự do đầu tư vào các quỹ trong nước bằng ngoại tệ khác); (iv) yêu cầu người không cư trú sử dụng tỷ giá trong nước để đổi tiền thu được bằng đồng baht từ việc bán các cổ phiếu.

Việc kiểm soát được đặt ra để loại trừ những người không cư trú không có những giao dịch đầu tư hay thương mại thực sự, mà truy cập vào tín dụng nội địa để tạo ra một dòng tiền ngắn hạn trong nước, đồng thời miễn thuế cho các doanh nghiệp thực sự liên quan đến các giao dịch tài khoản vãng lai, luồng vốn FDI và danh mục vốn đầu tư.

Các biện pháp kiểm soát được áp đặt phần nào tác động đến các hoạt động kinh tế và làm giảm nhịp độ vay nợ nước ngoài và có sự chuyển dịch mạnh trong kết cấu nguồn vốn: (i) luồng vốn vào ròng giảm; (ii) luồng vốn ròng ngắn hạn sụt giảm giống như một phần trăm của tổng luồng vốn vào giữa năm 1995 và 1996; (iii) kỳ hạn các khoản cho vay của ngân hàng BIBF đã tăng; (iv) tỷ lệ các khoản nợ ngắn hạn trong tổng nợ đã giảm;

(v) sự giảm đi rõ rệt của sự tăng trưởng các tài khoản bằng đồng baht của người không cư trú.

Tuy nhiên, có 2 vấn đề được đặt ra: *thứ nhất*, rất khó để tách rời hiệu quả của hệ thống kiểm soát, vì nó còn chịu tác động của các nhân tố khác (ví dụ như sự suy giảm niềm tin của các nhà đầu tư); *thứ hai*, kỳ hạn danh nghĩa và kỳ hạn thực tế của dòng vốn vào thường có độ lệch lớn, bởi vì có các biện pháp trên các tài khoản của cán cân thanh toán quốc tế. Việc kiểm soát này đã không ngăn chặn Thái Lan khỏi sự tàn phá do sự đảo chiều luồng vốn một năm sau đó, và vì vậy, khủng hoảng đã xảy ra, họ không ngăn chặn được các quỹ nước ngoài tràn từ khu vực phi thương mại. Các biện pháp kiểm soát năm 1997 đã làm suy giảm các giao dịch trên thị trường phái sinh ngoại tệ Thái Lan, nơi mà các nhà đầu tư thực hiện các nghiệp vụ phòng ngừa rủi ro. Tuy nhiên, việc kiểm soát đã không ngăn chặn được luồng vốn ra, hơn nữa, nó còn tạo ra sự chênh lệch lớn giữa lãi suất trong và ngoài nước, tạo nên tảng cho các hoạt động đầu cơ. Việc kiểm soát không những không ngăn chặn được sự giảm giá của đồng baht vào tháng 7-1997, mà nó còn châm "ngòi nổ" cho cuộc khủng hoảng Châu Á. Do phạm vi kiểm soát hạn chế, đã gây ra nhiều cản trở, thậm chí đặt đồng baht trước nguy cơ bị "tẩy chay" ở thị trường nước ngoài.

Có thể nói, các biện pháp kiểm soát thị trường vốn của Thái Lan sau khủng hoảng đã làm mất đi lòng tin của các nhà đầu tư và làm thoái lui các dòng vốn vào. Sau khủng hoảng, tuy Thái Lan đã có một số biện pháp xiết chặt, nhưng nhìn chung, TKV vẫn được coi như tự do với tỷ giá được thả nổi. Điểm đáng chú ý nhất của Thái Lan là sau khi phá giá đồng baht, thặng dư thương mại ngày càng gia tăng. Hơn thế nữa, dòng vốn nước ngoài đang quay trở lại ngày một nhiều hơn.

Từ kinh nghiệm của Thái Lan cho thấy không nên mở cửa TKV quá sớm, mà phải xử lý ngay từ đầu những vấn đề liên quan

đến sự lành mạnh của hệ thống tài chính-ngân hàng, góp phần nâng cao hiệu quả phân bổ các nguồn lực và ngăn ngừa nguy cơ khủng hoảng, vì nguyên nhân cơ bản của các cuộc khủng hoảng thường bắt nguồn từ các biện pháp tự do hóa tài chính mà cuối cùng của quá trình này là tự do hóa TKV.

4.3. Trung Quốc

Cũng giống như một số nước khác, vào năm 1994, Trung Quốc đã cố định tỷ giá 8,28 CNY (Nhân dân tệ) đổi 1 USD. Nhưng khác với nhiều nước Đông Á, với tỷ giá này, đồng Nhân dân tệ bị định giá thấp, tạo được lợi thế xuất khẩu cho Trung Quốc. Cùng với những yếu tố thuận lợi khác, kể từ đó thặng dư mậu dịch và dự trữ ngoại hối liên tục gia tăng. Tính đến cuối năm 2007, dự trữ ngoại hối của nước này đạt tới 1.530 tỷ USD. Tuy nhiên, không phải ngẫu nhiên mà Trung Quốc có được vị thế như hiện nay, song song với quá trình cải cách kinh tế, nước này đã thực hiện một lộ trình cải cách và tự do hóa tài chính một cách hợp lý. Trung Quốc đã thực hiện cải cách tài chính bắt đầu từ việc tự do hóa FDI, ngoại thương và những cải cách hệ thống ngân hàng cùng với các định chế tài chính. Ngày 01-12-1996, Nhân dân tệ chính thức được IMF công nhận là đồng tiền chuyển đổi tự do ở các tài khoản vãng lai.

Như nhiều nước bắt đầu chuyển đổi mô hình kinh tế, các định chế tài chính của Trung Quốc có khá nhiều hạn chế: hệ thống ngân hàng chịu rất ít áp lực cạnh tranh. Bốn ngân hàng thương mại quốc doanh lớn gồm: Ngân hàng Nông nghiệp Trung Quốc (ABC), Ngân hàng Trung Quốc (BOC), Ngân hàng Xây dựng Trung Quốc (CCB), Ngân hàng Thương mại và Công nghiệp Trung Quốc (ICB) cung cấp tới trên 60% vốn cho tất cả các doanh nghiệp (hầu hết đều dành cho doanh nghiệp nhà nước), trong khi đó, các doanh nghiệp nhà nước này đều hoạt động kém hiệu quả. Bên cạnh đó, nợ xấu trong hệ thống ngân hàng luôn trong tình trạng báo động, hình thức kinh doanh chủ yếu chỉ có nhận tiền gửi và cho vay, 90% thu nhập từ

ngân hàng là từ lãi suất, thu nhập từ phí rất ít... Ở một bình diện khác trên thị trường vốn, mặc dù Trung Quốc cho phép thành lập các quỹ đầu tư từ năm 1998, nhưng vai trò của chúng rất mờ nhạt, nắm giữ chưa đến 10% vốn thị trường chứng khoán và ít nhiều bị mất tín nhiệm với công chúng. Trong khi đó, Quỹ bảo hiểm và Quỹ hưu trí tuy đã được thành lập, nhưng chưa được phép đầu tư vào cổ phiếu, bị hạn chế trong việc mua trái phiếu công ty. Các định chế tài chính nước ngoài, bao gồm các công ty chứng khoán, ngân hàng và công ty quỹ nước ngoài, chỉ được tham gia vào thị trường vốn ở mức độ hạn chế (chỉ được đầu tư vào cổ phiếu loại B với tỷ lệ không quá 10% cổ phiếu trên thị trường, không được đầu tư vào trái phiếu chính phủ) với tỷ trọng ở mức khoảng 0,3% giá trị thị trường cho vay bằng đồng nội tệ và gần 13% giá trị thị trường cho vay bằng đồng ngoại tệ.

Trước thực trạng này, Trung Quốc đã lựa chọn các biện pháp cải cách thị trường tài chính rất thận trọng, theo một lộ trình với thời gian lâu dài. Bao gồm:

- (i). Tiến hành xử lý nợ xấu để giảm rủi ro cho các ngân hàng;
- (ii). Xây dựng và hoàn thiện thể chế để có được một hệ thống luật pháp công khai và minh bạch;
- (iii). Từng bước tự do hóa tài chính nội địa;
- (iv). Từng bước tự do hóa lãi suất;
- (v). Tổ chức lại ngân hàng nội địa và ngân hàng nước ngoài để tăng khả năng cạnh tranh;
- (vi). Thực hiện một cơ chế tỷ giá theo hướng linh hoạt hơn;
- (vii). Giải quyết các khó khăn về tài khóa để giảm bớt tình trạng thất nghiệp song vẫn đảm bảo khả năng cạnh tranh quốc tế.

Tiếp đó, Trung Quốc thực hiện tự do hóa TKV và coi đó là mục tiêu cuối cùng của mở cửa thị trường tài chính.

Sau cuộc khủng hoảng năm 1997, để giảm bớt sức ép phá giá đồng Nhân dân tệ, Chính phủ nước này đã thực hiện một sự phối hợp khá linh hoạt và mềm dẻo giữa chính sách

công cụ, chính sách tiền tệ và tài khóa. Sau khi có nhiều biện pháp quản lý chặt ngoại hối vào đầu những năm 1990, từ năm 1994, Trung Quốc đã có những điều chỉnh quản lý ngoại hối thông thoáng hơn, như: (i) cho phép các công ty xuất khẩu tăng tỷ lệ nắm giữ ngoại tệ; (ii) các công ty nước ngoài từng bước được giao dịch, mua bán các loại ngoại tệ mạnh, tạo điều kiện để đồng Nhân dân tệ xâm nhập nhanh hơn vào thị trường tiền tệ quốc tế. Năm 1998, để bảo vệ đồng Nhân dân tệ trước tác động của khủng hoảng tài chính - tiền tệ khu vực, một lần nữa Trung Quốc quay lại kiểm soát chặt chẽ thị trường ngoại hối, giảm nguy cơ đầu cơ và găm giữ ngoại tệ, tăng dự trữ hối đoái, tạo lá chắn giảm những dự kiến về phá giá đồng Nhân dân tệ. Song song với việc quản lý chặt trên thị trường ngoại hối, để giảm bớt sức ép đối với xuất khẩu và sự tăng trưởng nền kinh tế, Chính phủ Trung Quốc đã thực thi chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm kích cầu. Trong năm 1998, Trung Quốc ba lần hạ lãi suất cho vay và tiền gửi bằng Nhân dân tệ, lãi suất tái chiết khấu cũng giảm 1,91%, đồng thời với việc giảm cả lãi suất với các tiền gửi bằng ngoại tệ; đồng thời, hạ thấp tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tăng cường nghiệp vụ thị trường mở của PBC (Ngân hàng Trung ương Trung Quốc), chính sách hỗ trợ vốn cho các doanh nghiệp, kích thích tiêu dùng của các tầng lớp dân cư. Một loạt chính sách điều chỉnh này là cách gián tiếp giảm sức ép phá giá đồng Nhân dân tệ đang ngày càng đè nặng lên chính sách tỷ giá của Trung Quốc và duy trì tốc độ tăng trưởng xuất khẩu và tăng trưởng kinh tế cao.

Cho đến nay, Trung Quốc vẫn cho rằng, chưa có đủ điều kiện cần thiết để thực hiện tự do hóa TKV, nhất là đối với dòng vốn ngắn hạn vào thị trường chứng khoán và dòng vốn ra.

Về quản lý nợ vay nước ngoài, Chính phủ quyết định hạn mức vay nợ trung dài hạn hàng năm, quy định thời hạn trả nợ và các loại tiền vay và phân bổ cho các ngành nghề, khu vực. Tuy nhiên, thực tế phát triển kinh tế hướng về xuất khẩu đặt nước này trước sự lựa chọn: một khi TKV được tự do hóa, thì đồng Nhân dân tệ sẽ được tự do chuyển đổi,

vị thế của nó được nâng cao và kéo theo là chế độ tỷ giá thả nổi, giảm thiểu các chi phí, đồng thời, khẳng định vị thế quốc gia. Nhưng một khi đồng Nhân dân tệ bị nâng giá, thì nguy cơ nước này sẽ bị suy giảm vị thế cạnh tranh trong thương mại quốc tế, điều mà Trung Quốc không mong muốn trong giai đoạn hiện nay. Điều này giúp lý giải tại sao Trung Quốc chưa muốn tự do hóa TKV. Vì vậy, đối với TKV, nguyên tắc cơ bản của Trung Quốc là mở cửa có giới hạn, các dự án sử dụng vốn nước ngoài và đầu tư bằng vốn nước ngoài đều được giám sát chặt chẽ, đặc biệt chú ý giám sát chu chuyển của dòng vốn ngắn hạn, bao gồm các giao dịch trên thị trường chứng khoán và hạn chế việc chuyển vốn ngoại hối ra nước ngoài./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Benu Schneider: "Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries", Overseas Development Institute Portland House Stag Place London(2000).
2. Surjit S. Bhalla: "Chinese mercantilism: Currency wars and How the east was lost" (1998).
3. Eichengreen: "Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspect", Occasional Paper, no 172, Washington, DC: International Monetary Fund, (1998).
4. Zahler. "Moneyary policy and an open capital account", CEPAL Review,(1993).
5. John Williamson, "Why capital account convertibility in India is premature" (2006).
6. Các quan điểm về chính sách tỷ giá hối đoái, Viện IMF, Quỹ Tiền tệ quốc tế. Nxb Thống kê, 1995.
7. Ngân hàng Thế giới: "Đông Á phục hồi và phát triển", Nxb Chính trị quốc gia, Hà Nội, 2000. Người dịch: Vũ Cương, Hoàng Thanh Dương.
8. Quang An: "Can thiệp vô hiệu ảnh hưởng luồng vốn vào, kinh nghiệm của Hàn Quốc và Thái Lan", Tạp chí Khoa học và đào tạo ngân hàng, số 66, tháng 11-2007.
9. Hoàng Xuân Hòa : "Xu hướng gia tăng dòng vốn đầu tư ra nước ngoài của các nền kinh tế phát triển", Tạp chí Nghiên cứu kinh tế số 349, tháng 6-2007.
10. Nhật Trung: "Quản lý dòng vốn nước ngoài kinh nghiệm các nước thị trường mới nổi và một số gợi ý đối với Việt Nam", Tạp chí Ngân hàng, số 9, tháng 5-2008.
11. Trịnh Thị Hoa Mai: "Cải cách hệ thống ngân hàng ở Việt Nam và Trung Quốc: nghiên cứu so sánh và bài học kinh nghiệm cho Việt Nam". Đề tài Nghiên cứu khoa học, Trường Đại học Quốc gia Hà Nội, 2008.