

Mặc dù hội nhập tài chính mang lại cho các nước lợi ích tiềm tàng rất to lớn như đã phân tích ở số báo trước, các chuyên gia hoạch định chính sách của các nước luôn quan tâm đến vấn đề là sự gia tăng hội nhập tài chính và quá trình chảy vào dòng vốn tư nhân có thể làm cho những thị trường mới nổi dễ mất ổn định do có sự đảo ngược lớn của dòng vốn. Sự giảm sút trong dòng vốn đầu tư gián tiếp cùng với việc gia tăng lãi suất đầu năm 1994 và cuộc khủng hoảng đồng Peso Mexico cũng như cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997 được xem là một hồi chuông cảnh tỉnh về tính bất ổn định như thế.

Sự sợ hãi như vậy không phải là không có căn cứ, đặc biệt là đối với các quốc gia có chính sách tài khóa yếu, hệ thống ngân hàng được bảo vệ quá mức cần thiết hoặc quản lý tồi và thị trường vốn nội địa lại bị bóp méo cao độ. Dòng vốn quốc tế có thể ứng xử như một tấm gương phóng đại của nền kinh tế trong nước, khuếch đại lợi ích của những chương trình cải tổ được kết cấu tốt nhưng nó lại làm tăng thêm thiệt hại do những chính sách và cơ chế kinh tế yếu kém.

NHỮNG RỦI RO TRONG QUÁ TRÌNH HỘI NHẬP TÀI CHÍNH Ở CÁC NƯỚC ĐANG PHÁT TRIỂN

TS. TRẦN NGỌC THO

Ở mức độ trung bình, dòng vốn tư nhân vào các nước đang phát triển ít có khả năng chịu đựng nổi một sự đảo lộn lớn trong dòng vốn, số liệu thực tế từ dòng vốn tư nhân vào các nước đang phát triển có độ co giãn đáng kể (vào nhanh, ra nhanh). Dòng vốn đầu tư gián tiếp cũng cho thấy một sự phục hồi mạnh mẽ từ sau cú sốc của khủng hoảng Mexico. Mặc dù sau khủng hoảng có một sự sụt giảm lớn vào nửa đầu năm 1995, dòng vốn đầu tư gián tiếp chỉ ghi nhận một sự giảm sút nhỏ trong cả năm đó. Sau đó đến năm 1996 có một sự gia tăng đáng kể đến mức vượt cả đỉnh cao năm 1993, đặc biệt là sự hồi phục mạnh mẽ trong dòng vốn đầu tư gián tiếp.

Về mặt hình thức của những cuộc khủng hoảng gần đây, sự gia tăng kéo dài trong dòng vốn tư nhân cho thấy rằng thị trường đã bước vào thời kỳ chín muồi. Mặc dù chính phủ ở các nước đã cảnh giác và có khả năng đối phó một cách thận trọng và kịp thời

đối với những thay đổi của thị trường, và thị trường cũng trở nên có khả năng chọn lựa đầu tư vào những quốc gia có nền tảng cơ bản chắc chắn thì điều này không có nghĩa là không có sự dao động hàng năm trong dòng vốn tư nhân để phản ứng với những thay đổi của các điều kiện tài chính quốc tế. Kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á và sau đó là cuộc khủng hoảng ở Nga và các nước Châu Mỹ Latinh năm 1998, tổng dòng vốn tư nhân chảy vào các nước đang phát triển tuy có sụt giảm nhưng nhìn chung dòng vốn này ít phải chịu đựng được suy giảm ở mức độ lớn và kéo dài như thế giới đã từng chứng kiến kể từ sau cuộc khủng hoảng nợ quốc tế. Mặc dù vậy, ở mức độ của từng quốc gia riêng biệt, sự biến động của từng dòng vốn và tính dễ bị tổn thương tiềm tàng vẫn còn là mối quan tâm sâu sắc của chính phủ ở các nước đang phát triển. Có 3 nhân tố liên quan đến vấn đề này, đó là việc dòng vốn chảy vào ô ạt trong thời kỳ đầu của hội nhập, sự đối phó với những đảo lộn nghiêm trọng và sự gia tăng tính biến động khi một quốc gia hội nhập tài chính.

Dòng vốn chảy vào ô ạt

Một điều thấy rất rõ là mặc dù có sự khác biệt đáng kể về thời gian và qui mô, dòng vốn này đã chảy vào rất mạnh mẽ suốt những thập niên 1990.

Bảng 1: Dòng vốn tư nhân vào 20 nước đang phát triển trong thập niên 1990

(vốn quốc tế dài hạn khu vực tư nhân tính bằng % trên GDP)

Nước	Thời kỳ dòng vốn vào	Vốn tích lũy/GDP vào cuối kỳ	Dòng vốn vào hàng năm tối đa
Argentina	1991 - 1994	9,7	3,8
Brazil	1992 - 1995	9,4	4,8
Chi Lê	1989 - 1995	25,8	8,6
Colombia	1992 - 1995	16,2	6,2
Hungary	1993 - 1995	41,5	18,4
Ấn Độ	1992 - 1995	6,4	2,7
Indonesia	1990 - 1995	8,3	3,6
Hàn Quốc	1991 - 1995	9,3	3,5
Malaysia	1989 - 1995	45,8	23,2
Mexico	1989 - 1994	27,1	8,5
Morocco	1990 - 1995	18,3	5,0
Pakistan	1992 - 1995	13,0	4,9
Peru	1990 - 1995	30,4	10,8
Philippines	1989 - 1995	23,1	7,9
Ba Lan	1992 - 1995	22,3	12,0
Sri Lanka	1991 - 1995	22,6	8,2
Thái Lan	1988 - 1995	51,5	12,3
Thổ Nhĩ Kỳ	1992 - 1995	17,6	7,1
Turkey	1992 - 1993	5,7	4,1
Venezuela	1992 - 1993	5,4	3,3

Nguồn: Ngân hàng thế giới và Quỹ tiền tệ quốc tế - Tổng quan kinh tế thế giới năm 1997

Dòng chảy ô ạt này có mối quan hệ chặt chẽ với quy mô của nền kinh tế; hơn một nửa các nước thể hiện trong bảng 1 đã nhận dòng vốn đầu tư nước ngoài vào trong nước trung bình hàng năm khoảng 4% GDP: Chi Lê, Malaysia, Thái Lan, Mexico là những nước sớm nhất đón nhận dòng chảy vốn quốc tế mạnh mẽ vào thập niên 1990. Sau năm 1992, dòng vốn quốc tế cũng chảy vào các nước Nam Á nhưng với qui mô nhỏ hơn, riêng các nước Đông Âu, sau năm 1992, qui mô của dòng vốn vào rất lớn, hơn cả những nước tiếp nhận vốn đầu tư lớn nhất ở Châu Mỹ Latinh và Đông Á.

Trong khi lãi suất quốc tế thấp là nhân tố chính làm thu hút dòng vốn tư nhân vào các nước đang phát triển trong suốt thời kỳ 1990 – 1993, những thay đổi trong việc nhận thức mức độ tín nhiệm và kết quả sự điều chỉnh vốn cổ phần trong danh mục đầu tư quốc tế là một nét đặc trưng cơ bản trong giai đoạn đầu của hội nhập.

Sự đảo ngược của dòng vốn

Sự đảo ngược lớn của dòng vốn tư nhân (dòng vốn quốc tế ra khỏi một nước) là nỗi đe dọa lớn nhất. Trong thực tế đã có một số quốc gia đã có sự đảo ngược như thế.

Thổ Nhĩ Kỳ và Venezuela là những nước đầu tiên nếm mùi sự đảo ngược mạnh mẽ của dòng vốn vào thập niên 1990. Cả hai trường hợp đều do sự mất niềm tin của nhà đầu tư vào chính sách của chính phủ. Trường hợp của Mexico đáng lưu ý ở hai mặt: qui mô của dòng vốn đảo ngược và sự lây lan sang một vài quốc gia khác là Argentina và Brazil. Thời kỳ sự đảo ngược dòng vốn vào thập niên 1990 không lớn hơn về mức độ tuyệt đối về phần trăm so với GDP nếu so với thời kỳ khủng hoảng nợ.

Đặc điểm chung của sự đảo ngược ở hầu hết các nước đều là do thị trường thiếu niềm tin vào chính sách kinh tế vĩ mô trong nước.

Tính biến động và xu hướng bầy đàn

Ngoài tính dễ bị tổn thương bởi sự đảo ngược lớn của dòng vốn, các nhà đầu tư cũng lo ngại tính biến động gia tăng cùng với dòng vốn tư nhân, đặc biệt là dòng vốn đầu tư gián tiếp. Hội nhập có thể làm tăng sự mất ổn định theo hai cách:

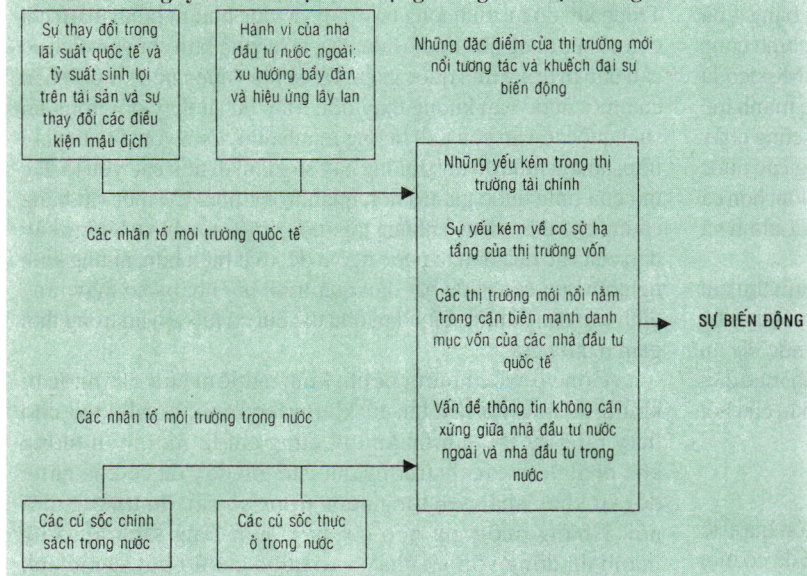
Thứ nhất, nó có thể mở toang nền kinh tế của các nước đang phát triển, tiếp cận trực diện với những nguồn gốc mới của những cú sốc trong kinh tế quốc tế. Thứ hai, khuếch đại những cú sốc trong nước (hình 1). Mối quan ngại này trở nên quan trọng hơn bao giờ hết vì mức độ tự chủ của quốc gia trong việc hoạch định chính sách suy giảm dần cùng với mức độ tăng trưởng trong hội nhập tài chính.

Những nguồn gốc quốc tế chủ yếu của sự biến động đó là những thay đổi trong tỷ suất sinh lợi mong đợi (lãi suất quốc tế và tỷ suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán); xu hướng bầy đàn của các nhà đầu tư tiềm ẩn và nhiễm bệnh. Những thay đổi trong tỷ suất sinh lợi quốc tế sẽ làm dịch chuyển dòng vốn

bằng cách làm thay đổi những nền tảng cơ bản của nền kinh tế. Trong khi đó thì xu hướng bầy đàn và việc nhiễm bệnh thậm chí còn có sức công phá mạnh hơn nữa, nó có thể làm chuyển dịch cơ cấu đầu tư trong một quốc gia ngay cả khi những nền tảng cơ bản của một nước vẫn không thay đổi. Mặc dù sự thay đổi trong lãi suất quốc tế vẫn còn ảnh hưởng mạnh đến dòng vốn đầu tư gián tiếp, nhưng mức độ ảnh hưởng này sẽ giảm đi nếu các yếu tố đặc thù của từng quốc gia trở nên quan trọng hơn. Có một vài bằng chứng cho thấy rằng ở những thị trường mới nổi thì xu hướng bầy đàn của các nhà đầu tư nước ngoài dễ xuất hiện hơn, nhưng kinh nghiệm của các nước bắt đầu quá trình hội nhập cho thấy rằng đỉnh cao của hành vi bầy đàn như thế chỉ có thể tồn tại trong thời gian ngắn ngủi.

Còn về việc nhiễm bệnh: kinh nghiệm của các nước bị khủng hoảng do lây lan từ khủng hoảng của Mexico cho thấy rằng sự lây lan thuần túy cũng chỉ là một hiện tượng khá nhất thời; các thị trường quốc tế giờ đây đã có khả năng đối xử khác nhau với từng nước trong số các thị trường mới nổi. Những quốc gia nào có được nền tảng kinh tế vững mạnh thì dòng vốn lại chảy vào quốc gia đó hết sức nhanh chóng. Kể từ khi cuộc khủng hoảng tài chính ở Mexico nổ ra, vấn đề “nhiễm bệnh” đã nổi lên như là một hiện tượng đáng lưu ý - Những hiệu ứng lây lan từ quốc gia này sang quốc gia khác - Theo WB có 2 loại nhiễm bệnh: loại thứ nhất là nhiễm bệnh từ những nền tảng cơ bản theo đó một cú sốc trong một quốc gia này có khả năng tác động đến cơ hội đầu tư của các quốc gia khác bởi vì những quốc gia này có chung với nhau những nền tảng kinh tế cơ bản giống nhau hoặc là đều có những khe hở chung đối với những cú sốc từ bên ngoài. Hoặc có khả năng những cú sốc trong một quốc gia được chuyển dịch thông qua các kênh thương mại và tài chính và do đó tác động đến những nền tảng kinh tế cơ bản của các quốc gia khác. Loại nhiễm bệnh thứ hai xảy ra khi những cú sốc trong một quốc gia này tác động đến các cơ hội đầu tư của các quốc gia khác, thậm chí ngay cả khi nền tảng cơ bản của các quốc gia này vẫn không thay đổi. Loại này được gọi là nhiễm bệnh sạch. Cuộc khủng hoảng tài chính ở



Hình 1: Nguyên nhân sự biến động trong các thị trường mới nổi

Mexico đã tạo ra sự chấn động cuối 1994 là một ví dụ về loại nhiễm bệnh sạch này. Phản ứng đầu tiên của các nhà đầu tư là rất nhanh, thật vậy sau đó các dòng vốn vào các thị trường mới nổi giảm nhanh khoảng 86% trong quý 1 năm 1995. Tuy nhiên vào khoảng quý 2 năm 1995 nhiều thị trường mới nổi đã hội nhập trở lại với thị trường tài chính thế giới với nhiều khoản vay mượn hơn nữa ở các thị trường này. Cuộc khủng hoảng kinh tế vào tháng 1.2002 mới đây ở Argentina đã là một dạng của loại nhiễm bệnh này. Thực tế diễn biến cuộc khủng hoảng cho thấy những chấn động trong nền kinh tế vĩ mô chỉ đóng khung trong phạm vi quốc gia Argentina mà không lây lan sang các quốc gia Nam Mỹ khác như trước đây. Điều này cho thấy các nhà đầu tư trên thị trường tài chính quốc tế đã trở nên cẩn trọng với rủi ro hơn bao giờ hết. Như vậy sự ổn định trong các chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ là nhân tố hàng đầu để thu hút dòng vốn quốc tế. Việc nhiễm bệnh cũng tác động đến giá cổ phiếu ở các thị trường mới nổi vào đầu quý 1 năm 1995, nhưng vào khoảng cuối tháng 5-1995 những quốc gia nào có nền tảng cơ bản vững chắc đã có sự gia tăng lại nhanh trong giá cổ phiếu.

Về phía trong nước, các quốc gia đang phát triển dễ bị tổn thương bởi những cú sốc thực (do thay đổi các điều kiện mậu dịch như sự thay đổi trong giá cả nhiên liệu quốc tế, sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm xuất khẩu và nhập khẩu, tỷ giá hối đoái thực được định giá cao làm xấu đi cán cân tài khoản vãng lai) và cú sốc chính sách hơn là các nước công nghiệp và đến lượt nó những thay đổi này lại gây ra sự biến động lớn hơn trong dòng vốn; giá cả của tài sản và tỷ suất sinh lợi trên tài sản. Thêm vào đó, cũng có một vài đặc điểm của thị trường mới nổi có thể khuếch đại những cú sốc nội địa và quốc tế trong thời kỳ đầu của hội nhập. Ở các nước đang phát triển, hệ thống thông tin bất hoàn hảo và mất cân xứng cũng như sự yếu kém về thể chế đã tác động mạnh mẽ đến thị trường vốn và thị trường tài chính hơn là những nước công nghiệp. Trong môi trường này, xu hướng bầy đàn của nhà đầu tư lớn hơn, và những nhà đầu tư trong nước có

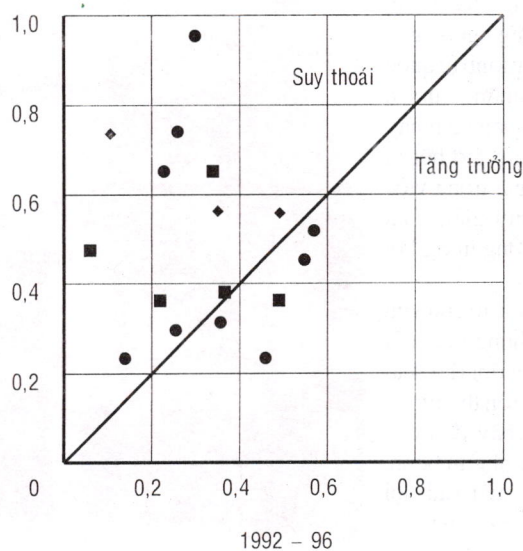
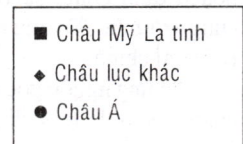
thể bị ảnh hưởng bởi những nhà đầu tư nước ngoài, dẫn đến sự biến động càng lớn hơn. Các thị trường mới nổi nằm trong cận biên danh mục vốn của các nhà đầu tư quốc tế nghĩa là chỉ cần một thay đổi nhỏ trong lãi suất quốc tế sẽ dẫn đến việc chảy ra nhanh chóng của dòng vốn khỏi các thị trường mới nổi.

Tất cả những điều này cho thấy rằng: các nước đang phát triển dễ bị biến động lớn trong thời kỳ đầu của hội nhập tài chính. Tuy nhiên, toàn bộ những biến động trong dự trữ và dòng vốn tư nhân gia tăng không có hệ thống trong thập kỷ 1990 (hình 2)

Điều này là do sự nhạy cảm và tính dễ bị tổn thương đối với những cú sốc thực của các nước đang phát triển giảm sút trong suốt thời kỳ này. Tuy nhiên có sự khác biệt đáng kể trong sự biến động của các nước và các loại dòng vốn. Nhìn chung các nước châu Á ít bị biến động hơn các nước châu Mỹ la tinh. Điều này cho thấy rằng điều kiện quốc gia là nhân tố quyết định đến sự biến động. Tuy nhiên những số liệu này cũng không có nghĩa là sự biến động được quan sát thấy trong các dòng vốn là nguy hại trong tất cả các trường hợp bởi vì biến động này có khả năng là phản ứng lại một cách tự vệ và sau đó có khả năng cân bằng lại sau khi có những cú sốc thực.

Trong tất cả các kênh, FDI là dòng vốn ít biến động nhất. Dòng vốn gián tiếp biến động nhiều hơn nhưng mức độ biến động có chiều hướng giảm xuống. Tính biến động của dòng vốn ngân hàng tăng tương đối vào thập niên 1980 một phần là do dòng vốn thuần giảm đi. Sự khác biệt về mức độ biến động của dòng vốn FDI và dòng vốn đầu tư gián tiếp là do FDI tốn nhiều chi phí để có thể rút vốn về và do đó nó liên quan đến những điều kiện và nền tảng dài hạn hơn là với những dao động ngắn hạn. Mặt khác, dòng vốn đầu tư gián tiếp; ngược lại, lại rất nhạy cảm với sự khác biệt trong tỷ suất hoàn vốn ngắn hạn. Hơn nữa, không như những nhà đầu tư FDI, những nhà đầu tư gián tiếp có thể đa dạng hóa danh mục đầu tư cổ phiếu hoặc trái phiếu của họ rất dễ dàng.

(Xem tiếp trang 40)

**Hình 2: Sự biến động của quỹ dự trữ (hệ số phương sai tính theo quý) 1980-1989**

Nguồn: IMF năm 1997