

KINH TẾ - XÃ HỘI

ĐIỀU TIẾT DÒNG VỐN TƯ NHÂN NƯỚC NGOÀI GIÁN TIẾP Ở CHILE

PGS. TS. Phạm Văn Dũng
Đại học Quốc gia

TS. Lê Thị Ái Lâm
Viện Kinh tế và Chính trị Thế giới

1. Giới thiệu

Trong những năm đầu thập kỷ 1980, Chile rơi vào cuộc khủng hoảng nợ nước ngoài và chịu tác động to lớn của sự thất thoát vốn. Tuy vậy, với những chính sách phát triển kinh tế thành công, Chile bắt đầu thu hút sự quay trở lại của dòng vốn nước ngoài từ cuối thập kỷ 1990. Dòng vốn tư nhân nước ngoài dưới các hình thức khác nhau đã có sự phát triển tốt tại Chile trong những năm 1990 và góp phần cải thiện khu vực tài chính cũng như các vấn đề kinh tế vĩ mô khác. Nghiên cứu và phân tích các yếu tố thu hút trở lại dòng vốn nước ngoài của Chile là rất quan trọng trong bối cảnh nền kinh tế mở cửa và dễ tổn thương với sự năng động ngày càng tăng của dòng vốn trên thế giới. Bài viết này sẽ phân tích động thái và các chính sách điều tiết dòng vốn tư nhân gián tiếp nước ngoài tại Chile trong những năm 1990 cũng như tác động

của dòng vốn này tới nền kinh tế, với sự tập trung chủ yếu vào các dòng vốn chứng khoán (qua thị trường chứng khoán).

2. Động thái và đặc điểm của dòng vốn tư nhân nước ngoài gián tiếp ở Chile

Dòng vốn tư nhân nước ngoài gián tiếp đổ vào nền kinh tế Chile cuối những năm 1980 khi các dòng vốn tư nhân nước ngoài bắt đầu gia tăng mạnh mẽ trở lại sau cuộc khủng hoảng nợ. Bắt đầu từ năm 1989, thị trường chứng khoán của Chile được mở ra, thu hút sự tham gia của các nhà đầu tư nước ngoài. Ngay trong năm đầu tiên mở cửa thị trường chứng khoán cho vốn nước ngoài, dòng vốn vào thị trường chứng khoán Chile đã đạt mức khá cao, 0,38% GDP năm đó. Sau sự khởi đầu tốt đẹp đó, trong nửa đầu những năm 1990, dòng vốn tư nhân nước ngoài gián tiếp tiếp tục gia tăng mạnh mẽ.

Bảng 1. Các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán Chile 1989-2000
(% GDP của từng năm)

	Công ty bảo hiểm	Quỹ hưu trí	Quỹ tương hỗ	Quỹ đầu tư nước ngoài	Công ty	M7-M1
1989	5,15	17,65	1,29	0,38	3,37	49,52
1990	6,71	24,21	1,58	1,65	4,57	58,94
1991	7,89	31,37	2,64	2,97	5,59	61,23
1992	8,22	30,56	2,32	2,69	4,87	61,74
1993	9,65	37,02	2,86	3,63	4,80	62,62
1994	8,65	40,99	3,86	3,85	4,52	62,64
1995	9,87	39,54	3,98	3,06	3,48	63,35
1996	11,45	40,88	4,21	2,12	3,14	72,82
1997	12,40	42,47	5,29	1,93	2,46	79,15
1998	13,41	43,27	3,84	1,20	2,98	81,32
1999	15,16	52,56	5,59	1,57	3,74	87,13
2000	16,74	53,85	6,77	0,98	5,33	87,53

Nguồn: Cifuentes Rodrigo (2002), tr 7.

Bảng 1 cho thấy, năm 1990, dòng vốn tư nhân gián tiếp nước ngoài thông qua thị trường chứng khoán Chile vào nền kinh tế tính theo tỷ lệ so với GDP đã tăng vọt lên gần 5 lần so với năm 1989 khi mở cửa thị trường chứng khoán, đạt mức 1,58% GDP. Những năm sau đó tốc độ gia tăng nhanh vẫn được duy trì, đạt 3,85% GDP năm 1994. Điều quan trọng là trong những năm cuối 1980 và đầu 1990 nền kinh tế Chile đã bắt đầu tăng trưởng mạnh mẽ, do vậy, con số 3,85% GDP năm 1994 lớn hơn nhiều so với 0,38% GDP năm 1989 nếu tính theo giá trị tuyệt đối.

Có nhiều nguyên nhân khiến cho thị trường chứng khoán Chile trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư nước ngoài.

Thứ nhất, tăng trưởng kinh tế cao và môi trường kinh tế vĩ mô tương đối lành mạnh. Thời kỳ cuối năm 1980 và 1990 là thời kỳ đi lên trong chu kỳ kinh tế của Chile. Đây là thời kỳ được xem là có mức tăng trưởng cao, ổn định nhất trong lịch sử của Chile. Tốc độ tăng trưởng đã đạt mức trung bình 7,7% trong thập kỷ 1985-1995⁽¹⁾, so với mức 1,1% trong thời kỳ 1980-1985⁽²⁾. Những năm cuối 1980 đầu 1990, môi trường

kinh tế vĩ mô của Chile cũng đi vào ổn định sau khủng hoảng nợ 1982. Đây là những yếu tố hết sức quan trọng đối với động thái dòng vốn nước ngoài vào một nền kinh tế bởi vì thực tế cho thấy, các dòng vốn nước ngoài nhìn chung rất miễn cảm với khả năng tăng trưởng và môi trường kinh tế vĩ mô của nền kinh tế tiếp nhận vốn.

Thứ hai, xu hướng tự do hoá tài chính trong nước và nới lỏng các hạn chế của thị trường chứng khoán. Nếu trong hầu hết thập kỷ 1980, đặc trưng của thị trường chứng khoán Chile là sự điều tiết quá đáng thì những năm 1990, xu thế hầu như quay ngược trở lại. Sự thay đổi chính phủ cầm quyền và sự quay trở lại của nền dân chủ đã tạo ra một xu thế tự do hoá mới trong nền kinh tế, bao gồm cả tự do hoá tài chính. Các xu thế tự do hoá tài chính chủ yếu vào thời kỳ này bao gồm việc thả nổi lãi suất, loại bỏ việc điều tiết tín dụng trực tiếp, hạ thấp mức dự trữ bắt buộc pháp định đối với ngân hàng, giảm bớt các rào cản cho việc tham gia thị trường đối với các tổ chức tài chính mới và các ngân hàng trong và ngoài nước, giảm bớt các quy định giám sát và kiểm soát đối với hệ thống tài chính bao gồm giảm bớt các

hạn chế trên thị trường chứng khoán và tự do hoá từ từ tài khoản vốn, đồng thời cho phép nới rộng biên độ dao động của tỷ giá hối đoái. Tất cả các giải pháp tự do hoá tài chính như vậy được đưa ra nhằm mở rộng cơ hội tiếp cận các nguồn vốn cho đầu tư trong nước cũng như giảm bớt chi phí vốn cho các nhà đầu tư. Các chính sách này được đưa ra và thực hiện trong thời kỳ tiết kiệm của nền kinh tế Chile đạt tới mức thấp là 20% và đang rất cần những xung lực đầu tư mới.

Thứ ba, những năm cuối 1980 và đầu 1990, một số công ty Chile, đặc biệt các công ty trong lĩnh vực điện bắt đầu thu được lợi nhuận lớn từ làn sóng tư nhân hoá ở các nước Mỹ La tinh như Argentina, Brazil, Columbia, Peru, Venezuela và một số nước khác. Một vài công ty Chile thậm chí đã nhanh chóng trở thành những ngôi sao trên thị trường tài chính thế giới. Và thực tế cho thấy những công ty này đã trở nên hấp dẫn đối với các nhà đầu tư tới mức họ có thể bán được những trái phiếu với kỳ hạn 100 năm. Những yếu tố này đã khiến cho Chile, vẫn có thể lựa chọn và thực hiện xu hướng phát triển toàn cầu⁽³⁾.

Thứ tư, từ giữa những năm 1990, nhiều nước Mỹ La tinh bị tác động mạnh mẽ của hiện tượng lây lan tài chính. Riêng Chile thoát khỏi được những tác động tiêu cực đó và vô hình chung Chile trở thành một bến cảng an toàn cho các nhà đầu tư nước ngoài tại khu vực Mỹ La tinh.

Xem xét động thái dòng vốn đầu tư tư nhân gián tiếp nước ngoài, thông qua thị trường chứng khoán vào nền kinh tế Chile, trong mối tương quan với các dòng vốn nước ngoài khác trong những năm đầu 1990 thì có thể thấy, quy mô của dòng vốn này chiếm phần tương đối lớn, tuy không đạt

mức chi phối. Dòng vốn chứng khoán nước ngoài qua thị trường chứng khoán Chile đạt quy mô khoảng từ 2% - 4% GDP trong thời kỳ đầu 1990 (xem Bảng 1), trong khi đó tổng dòng vốn nước ngoài vào nền kinh tế Chile trong thời kỳ 1990-1996 đạt mức khoảng hơn 6% GDP. Tương quan này đã xảy ra là vì, trong những năm đầu 1990, nền kinh tế Chile có sức hấp dẫn với tất cả các thành phần tạo nên dòng vốn tư nhân nước ngoài: dòng vốn tư nhân trực tiếp nước ngoài, dòng vốn chứng khoán và dòng vốn vay qua ngân hàng.

Xem xét dòng vốn đầu tư chứng khoán nước ngoài vào nền kinh tế Chile thông qua thị trường chứng khoán nước này trong tương quan với các dòng vốn chứng khoán khác trên thị trường chứng khoán Chile, có thể thấy về cơ bản dòng vốn chứng khoán nước ngoài không lớn lắm, song trong những năm đầu 1990, nó đã gia tăng với tốc độ nhanh hơn so với nhiều dòng vốn khác trên thị trường chứng khoán, ví dụ, dòng vốn chứng khoán thông qua quỹ tương hỗ hoặc dòng vốn chứng khoán thông qua các công ty (xem Bảng 2).

Sau sự gia tăng liên tục cho đến năm 1994, dòng vốn tư nhân nước ngoài gián tiếp vào nền kinh tế Chile thông qua thị trường chứng khoán Chile đã liên tục giảm sau năm đạt kỷ lục, năm 1994 (Bảng 1).

Các phân tích về đặc điểm của dòng vốn nước ngoài nói chung trong nền kinh tế Chile cuối thập kỷ 1980 và đầu thập kỷ 1990 cho thấy có hai đặc điểm cơ bản: *thứ nhất*, quy mô dòng vào quá lớn, vượt quá khả năng tiếp nhận của nền kinh tế; *thứ hai*, dòng vốn mang bản chất ngắn hạn chiếm phần chi phối, và gia tăng mạnh so với thời kỳ sau khủng hoảng nợ (Bảng 2).

Bảng 2. Vốn nước ngoài vào nền kinh tế Chile (triệu USD)

Năm	Dòng ngắn hạn	Tỷ trọng trong tổng dòng	Dòng dài hạn	Tỷ trọng trong tổng dòng	Tổng dòng	Dự trữ bắt buộc
1988	916.564	96,3	34.838	3,7	951.402	
1989	1.452.595	95,0	77.122	5,0	1.529.717	
1990	1.683.149	90,3	181.419	9,7	1.864.568	
1991	521.198	72,7	196.115	27,3	717.313	587
1992	225.197	28,9	554.072	71,1	779.269	11.424
1993	159.462	23,6	515.147	76,4	674.609	41.280
1994	161.575	16,5	819.699	83,5	981.274	87.039
1995	69.675	6,2	1.051.829	93,8	1.121.504	38.752
1996	67.254	3,2	2.042.456	96,8	2.109.710	172.320
1997	81.131	2,8	2.805.882	97,2	2.887.013	331.572

Nguồn: Marian Ponti & Davide Zanoni (1999), tr. 1

Nhờ các chính sách tự do hoá dòng vốn đầu tư nước ngoài đầu những năm 1990, dòng vốn tư nhân gián tiếp nước ngoài vào nền kinh tế Chile gia tăng mạnh mẽ. Tuy vậy, sự gia tăng dòng vốn tư nhân nước ngoài gián tiếp kết hợp với sự gia tăng đồng loạt các dòng vốn nước ngoài khác như đầu tư trực tiếp nước ngoài và dòng vốn vay ngân hàng nước ngoài đã khiến cho quy mô dòng vốn nước ngoài vào lớn và có cơ cấu dòng vốn bất lợi cho nền kinh tế. Giữa những năm 1990, Chính phủ đã đưa ra các chính sách điều tiết dòng vốn theo hướng giảm các dòng vốn ngắn hạn. Cuối những năm 1990, quy mô dòng vốn nước ngoài giảm xuống. Tuy nhiên, trong cùng thời kỳ đó, nền kinh tế Chile đã diễn ra những thay đổi quan trọng về kinh tế và chính trị khiến cho nước này có thể có được những điều kiện cần thiết để liên kết sâu hơn và hiệu quả hơn vào các thị trường thế giới, vì vậy bắt đầu từ năm 1999, một số các giải pháp tự do hoá dòng vốn được đưa ra. Tuy không có số liệu trực tiếp cho thời kỳ những năm 2002 và 2003, nhưng xu hướng giảm dần các vụ mua bán và sáp nhập hàng loạt trên thế giới, tác động của các chính sách tự do hoá hơn nữa các tài khoản vốn và đồng

peso trong những năm 1999-2000, cũng như sự cải thiện các điều kiện kinh tế và chính trị của Chile giúp nước này có thể liên kết sâu hơn vào nền kinh tế thế giới, có thể có đầy đủ chứng cứ để đưa ra một dự tính về sự gia tăng trở lại của dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào nền kinh tế Chile.

3. Biện pháp thu hút và điều tiết dòng vốn tư nhân gián tiếp nước ngoài những năm 1990

Mục tiêu chính sách của Chile trong những năm 1990 là một mặt duy trì sự hấp dẫn đối với dòng vốn nước ngoài và mặt khác điều chỉnh cơ cấu dòng vốn nước ngoài sao cho nền kinh tế nội địa thoát khỏi những tác động tiêu cực của dòng vốn nước ngoài vào ô ạt. Các biện pháp quản lý dòng vốn gián tiếp nước ngoài cũng được đưa ra trong khuôn khổ chung với việc điều tiết các dòng vốn nước ngoài.

Các biện pháp điều chỉnh về cơ bản đều hướng tới mục tiêu hạn chế sự lên giá quá nhiều của đồng tiền trong nước và duy trì khuôn khổ tự do cho việc thực hiện chính sách tiền tệ trong nước.

Để thực hiện các mục tiêu chính sách trên, giải pháp mang tính đột phá được áp dụng ở Chile là giải pháp

liên quan đến hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc đối với dòng vốn nước ngoài. Hệ thống này được xem là hoạt động có hiệu quả đối với kiểm soát dòng vốn nước ngoài trong giai đoạn luồng vốn vào tăng mạnh ở Chile.

Hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc áp dụng cho dòng vốn nước ngoài vào Chile dựa trên sự chia tách rõ ràng các hình thái dòng vốn nước ngoài cũng như các tỷ lệ thuế và dự trữ bắt buộc đối với mỗi loại. Theo đó dòng vốn nước ngoài được chia tách thành ba loại: dòng đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), dòng vốn vay và tín dụng nước ngoài, dòng vốn chứng khoán nước ngoài. Sự áp dụng các mức thuế và dự trữ bắt buộc khác nhau là nhằm hạn chế và khuyến khích các loại hình vốn khác nhau.

Hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc nói trên có xu thế hướng tới khuyến khích dòng FDI và tạo ra những chi phí lớn hơn đối với các dòng vốn ngắn hạn.

Nhằm khuyến khích dòng FDI, các nhà chức trách Chile sử dụng một hạn chế duy nhất đối với dòng FDI là phải duy trì hoạt động trong nước ít nhất một năm trước khi rút về nước, và hơn nữa điều này chỉ áp dụng đối với dòng vốn ban đầu, còn lợi nhuận không phải chịu quy định này. Tuy nhiên, gần đây, năm 2001, quy định này cũng đã được hủy bỏ.

Trong dòng vốn nước ngoài vào Chile, chỉ có loại hình FDI không bị ảnh hưởng của quy định về tỷ lệ dự trữ bắt buộc và thuế do xuất phát từ quan điểm cho rằng, FDI là dòng vốn đặc biệt được khuyến khích vì nó đóng góp tích cực vào tăng cường năng lực sản xuất, chuyển giao công nghệ và kỹ năng quản lý.

Hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc có hai bộ phận, thuế và dự trữ bắt buộc. Bộ phận thuế được đưa ra tháng

6/1991, đó là một loại thuế được đưa ra nhằm đánh vào các khoản vay bên ngoài với mức thuế là 1,2% đối với các giao dịch có kỳ hạn dưới một năm. Trước đây, loại thuế này chỉ áp dụng đối với các giao dịch trong nước. Bộ phận dự trữ bắt buộc cũng được đưa ra trong tháng 6/1991, theo đó nhà nước buộc áp dụng chế độ dự trữ bắt buộc không cho lãi suất đối với dòng vốn vay nước ngoài, với mức là 20%. Loại dự trữ này phải được đưa vào ngân hàng trung ương một thời hạn từ 90 ngày cho đến 1 năm. Đối với các loại giao dịch có kỳ hạn dưới 1 năm, thời hạn gửi dự trữ bắt buộc xác định theo thời hạn giao dịch, trong khi đó đối với các loại giao dịch kỳ hạn hơn 1 năm thì thời hạn gửi dự trữ bắt buộc là một năm. Đồng thời, với mục tiêu chủ yếu là hạn chế dòng ngắn hạn song vẫn khuyến khích các dòng vốn trung và dài hạn, trong tháng 7/1991, các nhà chức trách Chile đã cho phép chuyển đổi hệ thống dự trữ bắt buộc đối với dòng vốn trung hạn thành một loại chi phí tài chính tương đương. Chi phí này được tính dựa trên việc áp dụng Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng London (LIBOR) cộng với biên độ cụ thể đối với khoản tiền buộc phải gửi vào dự trữ bắt buộc. Mức trần tối đa đối với biên độ cụ thể đó được đưa ra ở mức 2,5%.

Tuy nhiên các nhà đầu tư năng động đã nhanh chóng tìm được cách tránh các hàng rào kiểm soát. Cơ chế trốn tránh được sử dụng rộng rãi nhất là đổi tên gọi của dòng vốn vào ban đầu thành tín dụng thương mại hoặc khoản vay hỗ trợ đầu tư trực tiếp nước ngoài.

Năm 1992, chính quyền Chile muốn nâng mức lãi suất trong nước nhằm duy trì ổn định kinh tế vĩ mô trong nước. Với mục tiêu không tăng hơn nữa sự thu hút dòng vốn vào quá

trình thực hiện chính sách nói trên, chính phủ đã tăng mức dự trữ bắt buộc đối với các giao dịch dòng vốn nước ngoài. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã được nâng lên 30% và thời hạn gửi khoản tiền dự trữ bắt buộc này là một năm không phân biệt thời hạn của hợp đồng. Đồng thời yêu cầu này được mở rộng ra cho cả tín dụng thương mại và khoản vay hỗ trợ FDI. Đồng thời, mức trần tối đa đối với biên độ cụ thể của khoản dự trữ bắt buộc để tính chi phí tài chính thay thế khoản dự trữ bắt buộc trong các hợp đồng vay trung hạn được nâng lên 4% so với mức 2,5% năm 1991.

Năm 1995, khoản dự trữ bắt buộc 30% được mở rộng áp dụng cho các đầu tư tài chính vào trong nước thông qua các loại chứng khoán của Chile được buôn bán trên các thị trường chứng khoán và các loại trái phiếu phát hành quốc tế.

Như vậy, cho đến nửa sau của năm 1995, ngoại trừ dòng FDI, tất cả các loại dòng vốn vào của nước ngoài đều phải tuân thủ quy định về 30% dự trữ bắt buộc không sinh lãi trong một năm bất kể đó là dòng vốn vay nước ngoài, trái phiếu phát hành trên thị trường chứng khoán quốc tế, tín dụng thương mại, tiền gửi tiết kiệm ngoại tệ hay đầu tư chứng khoán.

Ngoài ra, một số dòng đầu tư chứng khoán như ADRs hoặc trái phiếu quốc tế còn phải tuân thủ một số quy định kiểm soát khác thông qua yêu cầu về khối lượng phát hành tối thiểu và điều kiện đánh giá rủi ro. Mức phát hành tối thiểu phải đạt 25 triệu USD và điều kiện đánh giá rủi ro là rủi ro dài hạn tối thiểu có thể chấp nhận được đối với nhà phát hành là BBB, (Better for no-financial companies or Better for banking institutions).

Trong nửa đầu năm 1998, tình hình đối với dòng vốn nước ngoài vào nền kinh

tế đã thay đổi hẳn. Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Châu Á bắt đầu từ giữa năm 1997 với hiệu ứng lây lan nhanh đã tác động mạnh tới Chile, bởi vì Châu Á cũng là một thị trường quan trọng trong chiến lược xuất khẩu của Chile. Cuối năm 1997, đồng peso Chile bắt đầu giảm giá so với đô la Mỹ, áp lực của đồng tiền tăng giá do vậy đã được giảm xuống.

Trong bối cảnh đó, các nhà chức trách Chile bắt đầu quay trở lại với chính sách thu hút hơn nữa dòng vốn nước ngoài và giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc từ 30% xuống còn 10% vào tháng 6/1998 và sau đó giảm xuống còn 0% cuối năm 1998.

Trên thực tế, việc duy trì hệ thống dự trữ bắt buộc cũng đồng nghĩa với việc tạo thêm một khoản thuế đánh vào dòng vốn vào. Mức thuế cao hay thấp phụ thuộc vào tỷ lệ dự trữ bắt buộc, thời gian dự trữ bắt buộc và chi phí cơ hội của khoản vốn. Nghiên cứu của Edwards (1999), dựa trên tỷ lệ và thời gian dự trữ bắt buộc đã có và chi phí cơ hội của quỹ này là lãi suất một tháng tiền gửi ở Mỹ, cho thấy ba điểm cần lưu ý. *Thứ nhất*, các khoản vốn có thời hạn giao dịch càng ngắn thì có chi phí thuế dự trữ càng cao. *Thứ hai*, mức thuế vẫn tương đối cao kể cả đối với các dòng vốn có thời hạn giao dịch dài hơn. Năm 1997, chi phí thuế dự trữ trung bình đối với các khoản đầu tư 3 năm là 80 điểm. *Thứ ba*, chi phí thuế dự trữ thay đổi liên tục do tỷ lệ và thời hạn dự trữ bắt buộc thay đổi cũng như chi phí cơ hội thay đổi.

Ngoài các biện pháp điều tiết dòng vốn vào trực tiếp, Chính phủ Chile còn sử dụng các biện pháp điều tiết gián tiếp thông qua chính sách tỷ giá hối đoái nhằm hạn chế dòng vốn ngắn hạn mang bản chất đầu cơ. Chile đã thực hiện một hệ thống tỷ giá hối đoái thả nổi trong một biên độ dao động và cho phép sự can thiệp linh hoạt của ngân

hàng trung ương trong thị trường ngoại hối cùng với việc sử dụng các hoạt động tiền tệ. Ví dụ, đầu năm 1991, đồng peso của Chile đã được giảm giá nhẹ ba lần và do vậy tạo ra sự giảm nhẹ áp lực tăng giá trong vài tháng sau đó. Sự can thiệp này đã tạo ra được một tác động tức thời đối với dòng vốn vào vì sự giảm giá ngắn hạn thực tế này làm cho chi phí dòng vốn ngắn hạn tăng lên khi chảy vào nền kinh tế trong các thời điểm đó. Năm 1992, rổ tiền tệ chính thức để xác định tỷ giá hối đoái của Chile đã được thay đổi từ việc dựa vào đồng đôla Mỹ được chuyển sang dựa vào ba đồng tiền là đôla Mỹ, Mác Đức và Yên Nhật. Sự thay đổi này nhằm mục đích tạo ra sự trung hòa về tỷ giá trong bối cảnh diễn ra sự thay đổi liên tục về giá cả thế giới theo các đồng tiền này.

Như vậy, có thể thấy dòng vốn gián tiếp nước ngoài vào nền kinh tế Chile được kiểm soát khá chặt chẽ, theo định hướng chung của dòng vốn nước ngoài vào nền kinh tế Chile trong thời kỳ 1991-1998 là giảm nhiệt của tổng dòng vào và điều chỉnh các bộ phận dòng vốn theo hướng giảm dòng ngắn hạn, tăng dòng dài hạn. Trong thời kỳ này, dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài chủ yếu chịu sự ảnh hưởng của hai quy định chính sách, đó là hệ thống dự trữ bắt buộc không sinh lãi và mức phát hành và chỉ số đánh giá rủi ro tối thiểu của các nhà phát hành chứng khoán Chile. Loạt chính sách kiểm soát này đã có tác dụng hạn chế đáng kể dòng vốn gián tiếp vào nền kinh tế Chile. Điều này thể hiện rõ trong động thái dòng vốn nước ngoài qua thị trường chứng khoán Chile giảm từ mức rất cao trong thời kỳ 1995-1998.

4. Đánh giá mặt tích cực, hạn chế và triển vọng nhân rộng chính sách

Trên thực tế chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài gián tiếp được Chile đưa ra trong khuôn khổ tổng thể của chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài nói chung vào đất nước này. Hơn nữa, khi trình bày về chính sách ở phần trước, tuy có tách bạch những giải pháp dành riêng cho việc điều tiết dòng vốn nước ngoài gián tiếp, tác giả vẫn trình bày chính sách đó trong khuôn khổ tổng hoà của cả loạt chính sách điều tiết dòng vốn vào của Chile. Vì vậy, để hiểu rõ ràng hơn về chính sách điều tiết dòng vốn gián tiếp và nhằm tạo ra một cách nhìn toàn diện đến chính sách này trong tổng thể dòng vốn nước ngoài, phần này sẽ trình bày những mặt tích cực và hạn chế của chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài nói chung của Chile trong những năm 1990 và những lưu ý riêng đối với dòng vốn nước ngoài gián tiếp khi cần thiết.

Một trong những mục tiêu cơ bản của các giải pháp chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài trong nền kinh tế Chile thời kỳ 1991-1998 là hạn chế dòng vốn vào và điều chỉnh cơ cấu dòng vốn theo hướng gia tăng các dòng vốn dài hạn.

Xét từ góc độ thực hiện mục tiêu nói trên, chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài của Chile, đặc biệt là hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc đã đạt được một số hiệu ứng như sau:

- Điều chỉnh cơ cấu dòng vốn theo hướng hạn chế dòng vốn ngắn hạn mang tính đầu cơ trong khi vẫn duy trì được dòng vốn trung và dài hạn. Như đã chỉ ra ở Bảng 2, tỷ trọng dòng vốn ngắn hạn tuy đã bắt đầu giảm từ năm 1988 song nó đã giảm liên tục và nhanh hơn nhiều kể từ khi chính sách thuế và dự trữ bắt buộc được đưa vào áp dụng từ năm 1991, từ 90,3% tổng dòng vốn nước ngoài năm

1991 xuống còn gần 73% năm 1992 và sau đó giảm nhanh xuống còn 28,9% năm 1993. Như vậy chỉ sau hai năm với việc đưa ra chính sách thuế và hai đợt điều chỉnh cơ bản tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tỷ trọng dòng vốn ngắn hạn đã giảm hơn 300%. Trong khi đó, dòng vốn dài hạn không chỉ tăng về tỷ trọng mà còn tăng về số lượng tuyệt đối. Mấu chốt thành công của hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc của Chile trong việc chuyển dịch cơ cấu dòng vốn theo hướng nghiêng về dòng dài hạn là ở chỗ, hệ thống này đã nhận biết được sự cần thiết phải phân biệt rõ ràng các loại hình vốn ngắn hạn và dài hạn cũng như hệ thống này đã phân biệt và nhận dạng thành công được các loại hình vốn đó và trên cơ sở đó ấn định sự khác biệt đáng kể trong chi phí vốn đối với mỗi loại hình theo hướng tăng chi phí đối với dòng vốn ngắn hạn.

- Nếu xét trực tiếp và nhìn từ bên ngoài theo mục tiêu đặt ra là giảm độ nóng của dòng vốn nước ngoài vào nền kinh tế, thì có thể có nhận xét là giải pháp thực hiện hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc của Chile chưa thành công. Song nếu phân tích sâu hơn thì có thể thấy mục tiêu của việc hạn chế dòng vốn vào là nhằm hạn chế hiệu ứng tiêu cực khi dòng vốn tạo nợ nước ngoài vào quá lớn, quá sức tiếp nhận của nền kinh tế khiến cho việc phân bổ nguồn vốn bị lệch sang các khoản đầu tư không hiệu quả, rủi ro về rút vốn và khủng hoảng lớn. Xét theo mục tiêu sâu hơn này, Chile đã đạt được những thành công. Sự thành công đó được thể hiện rõ trong sự ổn định môi trường kinh tế vĩ mô và tăng trưởng. Những năm 1990, Chile đã tăng trưởng nhanh hơn các nước trong khu vực như Mexico, Argentina. Mặc dù, năm 1990, tỷ lệ

lạm phát ở Mexico thấp hơn so với Chile song đến những năm giữa 1990, tỷ lệ lạm phát của Mexico đã cao hơn nhiều. Sự thất thoát vốn đã giảm mạnh giá đồng tiền của Mexico và kéo giá cả lên cao. Kiểm soát lạm phát thành công ở Chile là kết quả của việc duy trì chính sách tiền tệ trong nước độc lập với ảnh hưởng của dòng vốn vào và chính sách tài chính chịu tác động đáng kể của hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc (chi tiết hơn xem phần sau). Ngoài ra, thâm hụt cán cân vãng lai (một chỉ số về mức độ ổn định tài chính) trong giai đoạn 1991-1994 của Chile chỉ là 10,4% GDP, thấp hơn 2,5 lần so với con số 25,4% GDP của Mexico trong thời kỳ đó, mặc dầu hai nước này có dòng vốn vào tính theo tỷ lệ GDP tương đối giống nhau. Điều này chứng tỏ Chile đã sử dụng dòng vốn vào hiệu quả hơn nhiều so với Mexico. Hơn nữa, cần phải nhấn mạnh rằng, tuy đặt mục tiêu là kiểm soát quy mô dòng vốn vào, Chile không đặt mục đích cắt đường vào của tất cả các dòng vốn.

Như vậy, có thể nói mục tiêu kiểm soát tính bất ổn của dòng vốn ngắn hạn mà vẫn không làm ảnh hưởng tiêu cực đến dòng vốn dài hạn đã đạt được thông qua chính sách kiểm soát dòng vốn vào bằng hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc.

Mục tiêu quan trọng thứ hai của việc thực hiện chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài của Chile là duy trì một chính sách tiền tệ trong nước độc lập cũng đã đạt được những thành công. Đầu thập kỷ 1990, Chile đặt mục tiêu thắt chặt tiền tệ, nhằm kiểm soát lạm phát trong nước, thực hiện chính sách tiền tệ nội địa trong điều kiện dòng vốn vào mạnh. Có thể nói, chính sách thắt chặt tiền tệ đã được duy trì và thực hiện khá tốt trong

điều kiện dòng vốn nước ngoài vẫn đổ vào nền kinh tế Chile. Chính sách tiền tệ đã trở thành một công cụ kiểm soát lạm phát thành công. Tỷ lệ lạm phát đã giảm từ 30% năm 1990 xuống còn 9% năm 1994. Theo đó, tỷ lệ lãi suất thực tế dương đã được duy trì trong suốt thời kỳ này ở mức trung bình 6% một năm, cao hơn mức trung bình của các nước phát triển. Việc tạo ra tỷ lệ lãi suất thực tế dương là một kênh quan trọng tạo ra sự phân bổ nguồn lực hiệu quả thông qua việc khuyến khích hướng nguồn lực vào đầu tư hơn là tiêu dùng.

Mục tiêu thứ ba không kém phần quan trọng và liên quan trực tiếp đến mục tiêu thứ hai là hạn chế sự tăng giá đồng tiền trong nước để tránh làm tổn thương chiến lược hướng về xuất khẩu mà Chile theo đuổi. Cũng như khi xét đến mục tiêu hạn chế quy mô dòng vốn, nếu nhìn từ bên ngoài thì có thể thấy mục tiêu kiểm soát tỷ giá hối đoái không thực hiện được vì sau khi thực hiện loạt chính sách điều tiết nói trên, tốc độ lên giá đồng tiền về cơ bản vẫn giống như trước khi đưa ra loạt chính sách điều tiết. Edwards (1999) đã đưa ra số liệu cho thấy, trong giai đoạn 1985 -1990, đồng tiền trong nước đã tăng giá 20%, trong khi đó trong giai đoạn thực hiện chính sách điều tiết 1991-1998, đồng tiền trong nước vẫn tiếp tục giảm giá 28%⁽⁴⁾ và kết luận về cơ bản tham vọng chính sách gây tác động lên sự tăng giá của đồng tiền trong nước đã không đạt được. Tuy nhiên, nếu nghiên cứu kỹ hơn, có thể thấy sự đánh giá này mang tính hời hợt bên ngoài hơn là đi vào bản chất của sự việc. Thông thường mục tiêu quan trọng của việc kiểm soát tỷ giá hối đoái là nhằm làm sao cho việc lên giá đồng tiền không gây ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh quốc

tế của xuất khẩu hàng hoá chứ không phải là việc giữ chỉ số tăng giá đồng tiền không thay đổi hay giảm xuống. Xét theo mục tiêu giữ sức cạnh tranh quốc tế của xuất khẩu, Chile chắc chắn đã thành công. Điều đó thể hiện rất rõ bằng việc, trong điều kiện dòng vốn vào gia tăng liên tục, thâm hụt cán cân vãng lai của Chile vẫn giữ được mức ổn định và thấp hơn nhiều so với các nước láng giềng.

Tuy nhiên, việc đạt được các mục tiêu cơ bản đề ra như đã nói trên không có nghĩa là chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài của Chile, đặc biệt hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc không có những điểm yếu. Nó có một số điểm yếu nhất định như làm tăng chi phí vốn, tạo ra hiệu ứng bóp méo trên thị trường tài chính và hạn chế sự đa dạng hoá dòng vốn và do vậy hạn chế cơ chế chia sẻ rủi ro.

Việc tăng chi phí vốn đối với các nhà kinh doanh trong nước thể hiện ở chỗ: *thứ nhất*, nó buộc các nhà kinh doanh phải vay một lượng vốn lớn hơn nhu cầu thực của họ để đáp ứng cho hệ thống dự trữ hoặc chi phí tài chính thay thế; *thứ hai*, thuế vốn với mức đánh thuế 1,2% là một khoản làm tăng chi phí vốn; *thứ ba*, những người đi vay các món vay thời hạn ít hơn 1 năm phải chịu thêm chi phí cơ hội đối với khoản dự trữ bắt buộc nằm trong ngân hàng trọn một năm.

Hiệu ứng bóp méo trên thị trường tài chính thể hiện ở chỗ, gánh nặng chi phí vốn chủ yếu đặt lên các công ty nhỏ và vừa trong nước, bởi vì các công ty lớn với cơ hội tiếp cận các nguồn vốn quốc tế và các công nghệ cũng như phương thức tránh các chính sách điều tiết tốt hơn, về thực chất, chịu tác động rất ít từ hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc áp dụng ở Chile.

Đồng thời, bằng cách hạn chế mức độ liên kết của thị trường tài chính trong nước với thị trường tài chính quốc tế, việc điều tiết dòng vốn của Chile cũng hạn chế khả năng đa dạng hoá nguồn vốn chứng khoán của Chile cho các nhà kinh doanh trong nước. Một gói chứng khoán bao gồm các đầu tư trong nước và ngoài nước sẽ có tác dụng hạn chế rủi ro thông qua việc giảm sự phụ thuộc vào một nguồn trong nước duy nhất và do vậy làm tăng mức độ ổn định thu nhập trong nước, nhờ đó bù đắp được cho những rủi ro thu nhập quốc gia do việc bất ổn định giá xuất khẩu của các mặt hàng riêng lẻ vốn thường hay xảy ra đối với một nền kinh tế mở.

Một điểm yếu khác cần lưu ý đối với hệ thống dự trữ Chile là nó chỉ áp dụng cho dòng vốn vào vì vậy có nguy cơ không bao hàm được các dòng này trong trường hợp các dòng này mang hình thái biến tướng. Như vậy, hệ thống dự trữ bắt buộc của Chile tạo ra nguy cơ biến tướng các dòng vốn vào lớn hơn.

Về cơ bản, chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài của Chile trong thời kỳ 1991-1998 đã thành công theo nghĩa chúng đạt được các mục tiêu đặt ra, cho dù vẫn còn một vài điểm yếu. Đó là một trường hợp phản ứng thành công đối với dòng vốn vào trong điều kiện toàn cầu hoá tài chính hiện nay.

Tuy nhiên, trong dài hạn, các nền kinh tế, đặc biệt các nền kinh tế đang phát triển vẫn phải đặt mục tiêu tăng cường và phát triển hệ thống tài chính trong nước. Hệ thống tài chính trong nước phát triển sẽ tạo ra vai trò trung gian hiệu quả trong việc phân bổ nguồn hiệu quả và giảm nguy cơ chuyển vốn sang các hoạt động hướng tới đầu cơ. Song trong điều kiện hệ thống tài chính trong nước kém phát

triển việc áp dụng các biện pháp chính sách như của Chile là một kinh nghiệm cần được lưu ý đối với các nước đang phát triển.

Ngoài ra có thể lưu ý một trường hợp thay thế tốt cho hệ thống dự trữ bắt buộc của Chile là thuế Tobin, một loại thuế đánh lên các hoạt động giao dịch quốc tế. Thuế Tobin cũng giống như hệ thống dự trữ của Chile có tỷ lệ đánh thuế thống nhất song lại tạo ra những hiệu ứng khác nhau lên các loại giao dịch kỳ hạn khác nhau theo hướng tạo ra chi phí cao cho các hoạt động ngắn hạn và chi phí không đáng kể cho các hoạt động dài hạn. Điểm khác và thậm chí là ưu điểm của thuế Tobin là nó được áp dụng cho cả dòng vốn lẫn dòng thương mại chứ không chỉ tác động lên mỗi dòng vốn như trường hợp của hệ thống dự trữ bắt buộc của Chile và do vậy thuế Tobin hạn chế được sự biến tướng của các dòng giao dịch quốc tế nhằm tránh thuế.

5. Kết luận

Chile với các chính sách điều tiết dòng vốn gián tiếp nước ngoài nói riêng và các dòng vốn nước ngoài nói chung vào nền kinh tế được xem là trường hợp thành công trong những năm 1990. Đánh giá sự thành công của loạt chính sách này, thậm chí một số nhà nghiên cứu có ý kiến rằng nếu không có hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc cũng như các chính sách điều tiết khác thì nguy cơ khủng hoảng tài chính đối với nền kinh tế Chile là tương đối lớn.

Điểm mấu chốt thành công của hệ thống thuế và dự trữ bắt buộc của Chile là nó nhận biết sự cần thiết phải phân biệt các dòng vốn ngắn hạn và dài hạn để trên cơ sở đó, hạn chế các dòng vốn ngắn hạn có bản chất đầu cơ và gây nguy cơ kinh tế bong bóng.

Điều quan trọng hơn là trong cả thập niên 1990 và hiện nay, chính sách điều tiết dòng vốn nước ngoài của Chile rất linh hoạt. Sự linh hoạt đó thể hiện rất rõ ở những chính sách nới lỏng và thắt chặt khi cần thiết đối với cán cân vốn. Hệ thống thuế và dự trữ đã hoạt động đặc biệt hiệu quả trong những năm 1991-1998, trong bối cảnh dòng vốn vào gia tăng mạnh mẽ. Tuy vậy, bất chấp sự thành công đó, hệ thống này đã được dỡ bỏ cuối năm 1998 và năm 1999 khi cuộc khủng hoảng tài chính Châu Á nổ ra và gây những hiệu ứng lây lan cho nền kinh tế Chile, để bảo đảm mở rộng đường vào cho dòng vốn quốc tế.

Những năm 1998, 1999 và cho đến gần đây, được xem là một thời kỳ mới trong việc tự do hoá hơn nữa cán cân vốn. Chile đã bỏ hẳn yêu cầu bắt buộc phải hoạt động một năm trước khi quay về nước đối với các dòng vốn FDI. Các nhà đầu tư nước ngoài được đối xử công bằng với các nhà đầu tư trong nước. Quá trình đăng ký trở nên đơn giản và minh bạch và các nhà đầu tư nước ngoài được tiếp cận với thị trường hối đoái chính thức để đưa vốn và lợi nhuận quay về nước. Những chính sách tự do hoá mới đang mở ra những khả năng thu hút mới của nền kinh tế Chile đối với dòng vốn nước ngoài.

Dòng vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài, với tư cách là một bộ phận cấu thành của dòng vốn nước ngoài vào Chile đã hoà nhập một cách sâu sắc vào các tiến trình phát triển và chính sách của nhà nước Chile. Sau thời kỳ mở ra cho các nhà đầu tư chứng khoán nước ngoài, dòng vốn đầu tư gián tiếp đã tăng mạnh và góp phần làm tăng dòng vốn vào nền kinh tế Chile quá nóng cũng như vào cơ cấu với dòng vốn ngắn hạn chi phối gây bất lợi cho nền kinh tế. Tiếp sau đó, các chính sách hạn chế dòng vốn này được đưa ra thông qua hệ thống thuế và dự trữ bắt

buộc áp dụng cho các dòng vốn nước ngoài và những yêu cầu tối thiểu về điều kiện phát hành chứng khoán đối với công ty trong nước đã khiến cho dòng vốn đầu tư gián tiếp giảm xuống trong thời kỳ 1995-1998. Sự xoá bỏ các hạn chế về dự trữ bắt buộc đã khiến cho dòng vốn tăng lên năm 1999, tuy vậy các sự kiện sau đó trên thị trường tài chính thế giới như mua bán và sáp nhập quy mô lớn diễn ra đã khiến cho nhiều công ty lớn của Chile bị thôn tính và đây là thời kỳ thị trường chứng khoán Chile có phần lảng xuống. Sau thời kỳ này, xu thế tiếp theo là tự do hoá hơn nữa luồng vốn chứng khoán vào nằm trong tổng thể thời kỳ tự do hoá mới đối với dòng vốn nước ngoài của Chile ■

Tài liệu tham khảo:

1. Rodrigo Cifuentes, Jorge Dexomeoux & Claudio Gonzalez (2002), "Capital market in Chile: From financial Repression to financial deepening", Economic policy papers, Central Bank of Chile.
2. Guillermo Larrain (2001), "Financial markets in Chile: Growth and the principal challenges from a macroeconomic perspective", Americas' Insights, March, 2001,
3. Maneal Agosin & Ricardo French-Davis (1998), "Managing Capital Inflows in Chile", Discussion Paper, Department of Economic and Social Affairs & Regional Commission, UN.
4. Vorogiaynhica T. (1999), Tác động của khủng hoảng tài chính đối với Mỹ La tinh, ME & MO, số 4, tr 25-29.
5. Urriola Rafael (2000), Chile's economic liberalization and control of foreign capital inflows, in Friedrich Ebert Stiftung's studies on 2000 international financial architecture.
6. Chile: Rerent deregulation of the capital account, Ministerio De Hacienda, Sanchiango 2001
7. Guilemo R. Le Fort V. & Carlos Budnevich L. (1999), Regulation of foreign capital flows in Chile, Report by the Third World Network
8. Birdsall, Nancy, Fredrick Jaspersen (1997), Pathways to Growth-Comparing East Asia and Latin America, Inter-American devleopment Bank, John Hopkin Universtity Press, Washington.
9. Marian Ponti & Davide Zanoni (1999), "Liberalization of financial markets: Is everybody joining the game", Social Watch, N°. 59.
10. Edwards Sebastian (1999), How effective are capital controls, University of California.

Chú thích:

1. Cifuentes Rodrigo (2002), tr 6.
2. Birdsall et al (1997), tr 75.
3. Theo Guilemo Larrain (2001), tr2.
4. Edwards (1999), tr 16-17