

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright TÀI CHÍNH PHÁT TRIỂN

TỰ DO HÓA TÀI CHÍNH

Nguyễn Xuân Thành

I. Từ áp chế tài chính đến tự do hóa tài chính

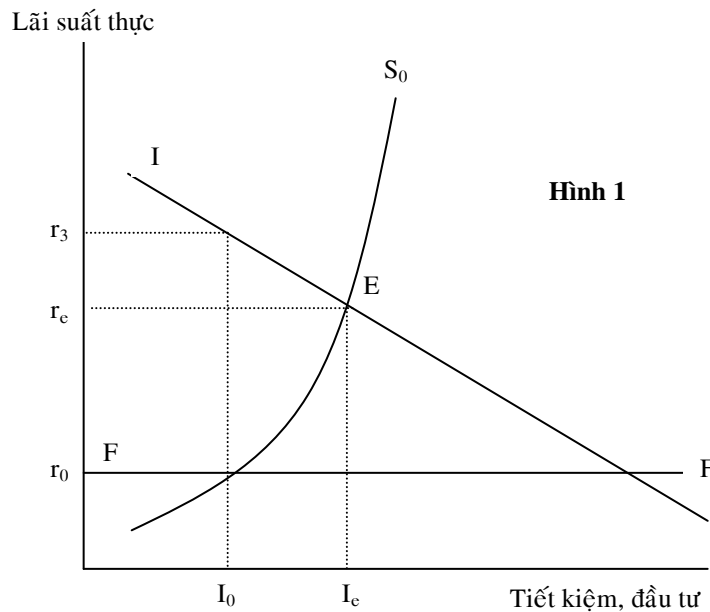
Trong các bài trước chúng ta đã thảo luận việc nhiều nước đang phát triển, thường là các nước châu Mỹ La-tinh và cả các nước ở châu Á và châu Phi, thực hiện các chính sách áp chế tài chính. McKinnon và Shaw (1973) đã đúc kết các tác động tai hại của áp chế tài chính:

- ✓ Các kiểm soát lãi suất ngặt nghèo, tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao tương tác với lạm phát và thường làm cho lãi suất tiền gửi ở vào mức âm, từ đó cản trở phát triển hệ thống tài chính theo chiều sâu.
- ✓ Lãi suất thấp không làm tăng được vốn đầu tư như dự kiến vì khả năng huy động tiết kiệm bị hạn chế.
- ✓ Đầu tư của cả hộ gia đình và doanh nghiệp được tập trung nhiều vào các tài sản có giá trị không bị tác động bởi lạm phát (vd: vàng hay bất động sản).
- ✓ Do vốn vay trong hệ thống tài chính chính thức bị giảm, các nhà đầu tư phải dựa nhiều hơn vào vốn tự có.
- ✓ Việc dựa vào vốn tự có làm cho tài sản nợ của các doanh nghiệp có tính thanh khoản rất thấp.
- ✓ Hoạt động đầu tư của các quỹ đầu tư và công ty bảo hiểm bị hạn chế khi tiền tệ bất ổn định và tài sản tài chính không có tính thanh khoản.
- ✓ Hoạt động phân bổ tín dụng theo chỉ định đi kèm với những ưu đãi khác nhau về lãi suất tạo ra những khác biệt lớn về lãi suất giữa đối tượng được ưu tiên và không được ưu tiên.

Cũng trong công trình nghiên cứu của mình, McKinnon và Shaw đã phát triển các mô hình về phát triển kinh tế trong đó giải thích tự do hóa tài chính thúc đẩy tăng trưởng. Lập luận ủng hộ tự

do hóa tài chính cho rằng khi trần lãi suất được xóa bỏ, tỷ lệ dữ trữ bắt buộc được giảm xuống và vấn đề chia cắt thị trường tài chính được giảm nhẹ thì tiết kiệm gia tăng, hiệu quả phân bổ vốn đầu tư của các tổ chức và thị trường tài chính cũng được cải thiện.

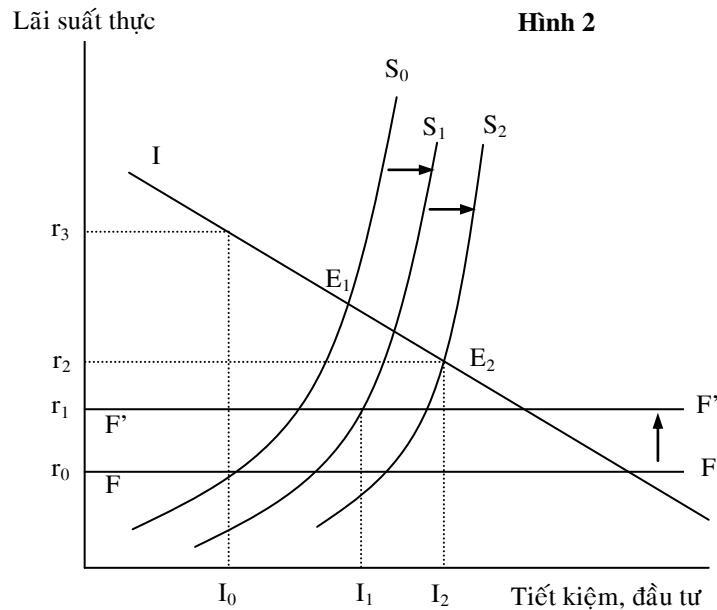
Hình vẽ dưới đây minh họa nội dung căn bản của mô hình McKinnon-Shaw (lấy từ Fry 1988, Chương 2).



Mức tiết kiệm S_0 tương ứng với tốc độ tăng trưởng kinh tế g_0 là hàm số của lãi suất thực. Ứng với một tốc độ tăng trưởng kinh tế nhất định, lãi suất thực càng cao thì lượng tiết kiệm càng nhiều. Đường FF biểu thị cho chính sách áp chế tài chính. Trần lãi suất danh nghĩa được áp dụng và làm cho lãi suất tiền gửi thực bị giới hạn ở dưới mức cân bằng. Lượng đầu tư thực tế là I_0 bằng với lượng tiết kiệm ở mức lãi suất thực r_0 . Với chính sách kiểm soát lãi suất này, lượng đầu tư I_0 rõ ràng thấp hơn so với mức cân bằng tại điểm E. (Trong bài tập 3, chúng ta đã chỉ ra rằng nếu chỉ có trần lãi suất tiền gửi được áp dụng thì lãi suất cho vay thực sẽ tăng lên đến r_3 và tạo ra sự chênh lệch lãi suất đầu vào đầu ra là $r_3 - r_0$ mà các ngân hàng được hưởng). Bên cạnh tác động làm giảm đầu tư, trần lãi suất như trong mô hình còn làm giảm hiệu quả đầu tư vì giờ đây những dự án có suất sinh lợi thấp cũng có thể được thực hiện.

Giả sử trần lãi suất được tăng từ FF lên FF'. Lãi suất tiền gửi thực bây giờ được hạn chế ở mức r_1 và làm cho đầu tư tăng lên. Việc tăng lãi suất đồng thời còn làm cho các dự án có suất sinh lợi thấp không còn có thể được thực hiện. Suất sinh lợi bình quân (hay hiệu quả) của các dự án vay

vốn do vậy tăng lên. Đây là các tác động làm cho tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng từ g_0 lên g_1 . Đường tiết kiệm dịch chuyển sang phải từ S_0 ứng với g_0 sang S_1 ứng với g_1 . Đầu tư tăng lên I_1 .



Theo mô hình này, lãi suất tiền gửi thực (trong vai trò là suất sinh lợi mà người tiết kiệm được hưởng) là yếu tố then chốt để tăng đầu tư. Hơn thế nữa, tác động của sự gia tăng về lượng và về hiệu quả của đầu tư tương tác với nhau và cùng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Nếu tự do hóa tài chính được đẩy mạnh với việc xóa bỏ hoàn toàn kiểm soát lãi suất, thì tiết kiệm, đầu tư và tăng trưởng kinh tế càng được đẩy mạnh. Đường tiết kiệm dịch chuyển tới vị trí S_2 ứng với tốc độ tăng trưởng kinh tế g_2 . Điểm cân bằng là E_2 . Lãi suất thực là r_2 và lượng đầu tư là I_2 .

Như vậy, để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, cần tự do hóa tài chính để loại bỏ các tác động biến dạng của áp chế tài chính và hướng tới cơ chế dựa vào thị trường để huy động tiết kiệm và phân bổ đầu tư.

II. Những chỉ trích về tự do hóa tài chính

Quan điểm tự do hóa tài chính không phải là không bị chỉ trích. Về mặt lý thuyết, tranh luận về lợi ích của tự do hóa tài chính phản ánh những ý kiến khác nhau về việc các thị trường tài chính tự do có mang lại một sự phân bổ đầu tư một cách hiệu quả hay không. Lý thuyết về “thị trường hiệu quả” (trình bày trong tuần đầu tiên) ủng hộ cho quan điểm này. Tuy nhiên, những người

theo trường phái cơ cấu mới cho rằng tự do hóa tài chính trong hệ thống tài chính lưỡng thể (gồm khu vực chính thức và phi chính thức) làm giảm chứ không phải là làm tăng đầu tư. Hơn thế nữa, lý thuyết về thông tin bất cân xứng (trình bày trong tuần 2) cho rằng thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính dẫn tới những thất bại về thị trường và thị trường trở nên không còn là cơ chế hiệu quả để phân bổ nguồn lực. Sự can thiệp của nhà nước, do vậy, là cần thiết.

1. Trường phái cơ cấu mới

Chỉ trích của trường phái cơ cấu mới (Taylor 1983, Van Wijnbergen 1983, Kohsaka 1984, Buffie 1984) đối với mô hình của McKinnon và Shaw là mô hình này đã không tính đến vai trò quan trọng của thị trường tài chính phi chính thức. Việc nới lỏng kiểm soát trên thị trường chính thức sẽ làm tăng lãi suất tiền gửi và do vậy sẽ chuyển tiền gửi từ thị trường phi chính thức sang thị trường chính thức. Phát triển tài chính theo chiều sâu sẽ diễn ra nhưng tốc độ tăng tích lũy tài sản cố định sẽ không nhất thiết xảy ra. Lý do là các ngân hàng phải duy trì dự trữ bắt buộc cho số tiền tiết kiệm huy động, trong khi những người cho vay phi chính thức không phải tuân theo quy định này; việc chuyển tiền gửi từ khu vực chính thức sang khu vực phi chính, do vậy, làm giảm lượng vốn cho vay và làm tăng lãi suất trên thị trường phi chính thức. Một số nghiên cứu khác (Van Wijnbergen 1982, Buffie 1984, Lim 1987, Karapatakis 1992) còn cho thấy tăng lãi suất thực có tác động làm trì trệ kinh tế trong thời gian ngắn hạn khi chi phí vốn gia tăng dẫn đến giá cả gia tăng.¹

Tuy nhiên, bản thân trường phái cơ cấu mới cũng bị chỉ trích. Khi chấp nhận rằng sự tồn tại của thị trường phi chính thức là do áp chế tài chính trong khu vực chính thức, tức là ta đã ngầm cho rằng thị trường tài chính phi chính thức là một cơ chế kém hiệu quả hơn. Và nếu như vậy, rõ ràng việc thúc đẩy lại sự phát triển của khu vực tài chính chính thức sẽ làm tăng tốc độ tích lũy tài sản và tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế. Cho dù việc tự do hóa tài chính có tác động làm trì trệ kinh tế trong ngắn hạn, thì trong thời gian dài chính sách này vẫn tạo ra tác động tích cực.

¹ Cho dù tự do hóa tài chính có tăng tích lũy tài sản cố định thì vẫn có độ trễ (một giai đoạn) giữa tăng vốn đầu tư và tăng sản lượng cuối cùng. Do vậy, việc tăng vốn cho vay làm dịch chuyển đường tổng cầu sang phải nhưng đường tổng cung lại chưa tăng nên lạm phát xảy ra.

2. Thất bại thị trường²

Một chức năng quan trọng của thị trường tài chính là thu thập, xử lý và chuyển tải thông tin về việc huy động tiết kiệm, phân bổ vốn và giám sát việc sử dụng vốn. Nếu phải tốn kém nhiều nguồn lực để có được thông tin thì thị trường có thể thất bại.

Như đã trình bày trong bài giảng về thông tin bất cân xứng trên thị trường tài chính, lãi suất thực gia tăng do tự do hóa tài chính mang lại có thể tạo ra những tác động không mong muốn về lựa chọn bất lợi và tâm lý ỷ lại. Do ngân hàng buộc phải đứng ra bảo hiểm cho rủi ro đối với các khoản cho vay, lợi nhuận mong đợi của nhà đầu tư sẽ tăng lên cùng với sự gia tăng về mức độ rủi ro của dự án (Stiglitz và Weiss, 1981). Điều đó làm xuất hiện hai hiệu ứng. Thứ nhất, khi lãi suất vốn vay càng tăng, thì càng có một tỷ lệ lớn hơn những nhà đầu tư liều lĩnh xin được cấp tín dụng; nhưng những người vay cẩn trọng sẽ bị buộc phải rời bỏ thị trường (lựa chọn bất lợi).³ Thứ hai, bất cứ người đi vay nào cũng tìm cách thay đổi bản chất của dự án của họ để làm cho nó trở nên rủi ro hơn (tâm lý ỷ lại).

Cả hai hiệu ứng đó khiến cho ngân hàng sẽ *tự nguyện* giới hạn lãi suất trần của vốn cho vay đối với từng loại hình hay từng lớp người đi vay. Ở trạng thái cân bằng, có thể xuất hiện việc phân bổ hạn mức tín dụng với lãi suất thấp thông qua các ngân hàng đầu tư chuyên doanh và hàng dài của những người đi vay chưa được thỏa mãn.

McKinnon (1991) còn chỉ ra một “biến tấu” khác của kiểm chế tài chính kiểu Stiglitz – Weiss: tâm lý ỷ lại trong hệ thống ngân hàng khi có đồng thời sự mất cân đối vĩ mô – một đặc trưng trong thời kỳ đầu của tự do hóa, và ngân hàng được trao quyền tự chủ kinh doanh, chẳng hạn thông qua tư nhân hóa.

Để xuất hiện hình thái *áp chế tài chính* tự nguyện kiểu Stiglitz – Weiss, cần có hai điều kiện. Thứ nhất, có một sự đa dạng hóa trong các dự án mà ngân hàng cấp vốn vay, hàm ý không có sự biến động theo *cùng một chiều* về mức sinh lợi của các dự án đó.⁴ Thứ hai, có rất đông những người đi vay tiềm tàng trong mỗi một lớp (mà từng người trong số họ “được coi là như nhau”). Nhờ vậy, đối với từng lớp người vay, ngân hàng có thể đánh giá được độ rủi ro và mức sinh lợi

² Lấy từ Lê Hồng Nhật, Bài giảng 10, Môn Tài chính phát triển, năm học 2000-20011.

³ Vì lợi nhuận mong đợi trên một đồng vốn vay của những nhà đầu tư cẩn trọng có thể là không đủ cao để trả cho lãi suất đi vay.

⁴ Nếu không, khó có ngân hàng nào có thể kinh doanh và phát triển trên thị trường vốn vì đối với từng nhóm người đi vay tiềm tàng, ngân hàng mất khả năng đa dạng hóa danh mục đầu tư của nó để tránh rủi ro.

trung bình của từng đồng vốn cho vay. Chỉ với hai điều kiện đó, ngân hàng có thể dùng lãi suất thấp để *lọc* ra những dự án có mức độ rủi ro chấp nhận được.

Bây giờ giả sử xuất hiện những mất cân đối vĩ mô lớn, gây ra bởi những biến động bất ngờ về tỷ giá, tỷ lệ lạm phát,... khiến cho có sự biến động mạnh, và theo cùng một chiều về suất lợi nhuận mong đợi của mọi dự án. Khi đó, ở mỗi lớp người vay có cùng độ rủi ro, hoặc là tất cả đều thu lợi nhuận lớn khi gặp may hoặc là tất cả đều bị lỗ nặng khi không gặp may. Ngân hàng do vậy mất khả năng đa dạng hóa để tránh rủi ro. Ngân hàng cũng mất luôn khả năng xác định lợi tức trung bình đối với từng lớp người vay tiềm tàng; tức là, lợi nhuận mong đợi của chính ngân hàng bây giờ cũng trở thành một yếu tố không xác định

Giả sử thêm rằng, ngân hàng bây giờ là thuộc quyền sở hữu tư nhân; hàm ý rằng các thiết chế theo dõi giám sát của nhà nước nhằm ngăn ngừa rủi ro trong hoạt động của ngân hàng bị suy yếu. Tuy vậy, nhà nước vẫn buộc phải cam kết đảm bảo sự an toàn của các tài sản tiền gửi. Trong hoàn cảnh như vậy, có thể xuất hiện một tình trạng liều lĩnh tệ hại xảy ra ngay trong hệ thống ngân hàng.

Với lợi nhuận mong đợi trở nên bất định, các ngân hàng chịu sự quản lý lỏng lẻo giờ đây thấy có lợi trong việc đặt cược vào những dự án có độ rủi ro cao, với kỳ vọng rằng khi biến động vĩ mô chuyển theo chiều hướng có lợi thì sẽ gặt hái được lợi nhuận lớn; và nếu chiều hướng chuyển sang bất lợi thì chỉ việc biến đi, để lại phía sau những khoản thua lỗ.

Do hiểm họa của ý thức liều lĩnh tại ngân hàng, đặc biệt là trong bối cảnh bất ổn định kinh tế vĩ mô, nên để có được sự phát triển tài chính một cách thành công theo chiều sâu, các nước đang phát triển không thể tự do hóa tài chính một cách hoàn toàn mà cần kết hợp chính sách ổn định vĩ mô với những kiểm soát nhất định về lãi suất.

III. Những thất bại trong tự do hóa tài chính và sự cần thiết của việc tự do hóa tài chính theo trình tự

1. Tự do hóa tài chính và bất ổn định kinh tế vĩ mô

Mặc dù có nhiều lập luận ủng hộ, các nỗ lực tự do hóa tài chính ở châu Mỹ Latinh trong thập niên 70 và đầu 80 đã đem lại nhiều hậu quả tiêu cực: lạm phát phi mã, phá sản hàng loạt, thất nghiệp gia tăng và việc tái thiết lập hệ thống áp chế tài chính. McKinnon lập luận rằng điều này

xảy ra do các nước Mỹ Latinh đã không chú trọng tới trình tự của tự do hóa tài chính. Trước khi xóa bỏ các công cụ áp chế tài chính, nhất thiết phải hạ thấp thâm hụt ngân sách và kỳ vọng lạm phát.

Nhớ lại trong bài giảng 7 rằng áp chế tài chính được đưa ra để huy động vốn cho chính phủ nhằm đáp ứng nhu cầu đầu tư vào các dự án phát triển và bù đắp thâm hụt ngân sách. Tự do hóa tài chính thông qua việc xóa bỏ kiểm soát lãi suất và hạ thấp tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã loại bỏ một phương tiện để chính phủ bù đắp thâm hụt ngân sách. Nếu chính phủ không có khả năng vay trong nước và không muốn tăng thuế lạm phát, thì tài khoản vốn phải được nói lỏng để dùng tiết kiệm nước ngoài bù đắp cho thâm hụt ngân sách.

Việc xóa bỏ kiểm soát lãi suất và sau đó là sự gia tăng lãi suất thực nội địa là yếu tố làm dòng vốn nước ngoài chảy vào. Tỷ giá hối đoái thực do vậy lên giá. Trên thực tế, tỷ giá hối đoái có thể lên giá quá mức sau đó giảm dần do dòng vốn chảy vào sẽ giảm dần theo thời gian khi lượng nợ nước ngoài tiến gần đến mức mà nền kinh tế yêu cầu.

Sự bất ổn định về kinh tế vĩ mô nảy sinh. Ban đầu, lợi nhuận trong khu vực không tham gia ngoại thương tăng lên làm tăng đầu tư vào khu vực này, đặc biệt là đầu tư bất động sản. Số lượng bất động sản không đổi dẫn đến giá đất gia tăng và kéo theo lạm phát. Sự lên giá của tỷ giá hối đoái thực làm suy giảm khu vực xuất khẩu. Thâm thủng tài khoản vãng lai gia tăng và được bù đắp bởi lượng vốn nước ngoài chảy vào. Đến khi tỷ giá hối đoái quá cao, đến mức mà các nhà đầu tư cho rằng không bền vững, tình trạng rút vốn sẽ xảy ra. Sau cùng thì tỷ giá hối đoái sẽ buộc phải bị phá giá, lợi nhuận trong khu vực không tham gia ngoại thương giảm và tạo ra một vòng điều chỉnh kinh tế nữa.

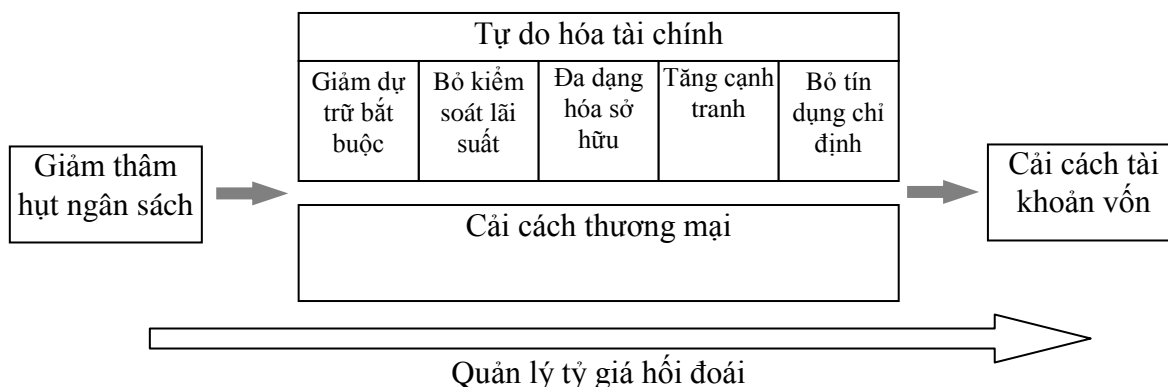
Để thoát khỏi tình trạng này, thâm hụt tài khoản vãng lai phải được giảm thiểu và nợ nước ngoài được ổn định. Nhưng nếu chính phủ vẫn bị thâm hụt ngân sách và không thể tăng vay nợ nước ngoài được nữa thì áp chế tài chính lại được tái sử dụng.

2. Trình tự tự do hóa tài chính

Như đã lập luận ở phần trên, áp chế tài chính ở mức độ thấp tốt hơn là áp chế tài chính ở mức độ cao. Nhưng điều đó không có nghĩa là loại bỏ lập tức mọi hình thức áp chế tài chính sẽ cho kết quả tốt. McKinnon (1982) lập luận rằng tự do hóa tài chính nói riêng và tự do hóa kinh tế nói chung phải được tiến hành theo trình tự. Lý thuyết “Second Best” (chính sách tốt nhất thứ hai)

được áp dụng. Vấn đề phức tạp là ta có thể lập luận để ủng hộ cho bất cứ trình tự tự do hóa nào dựa vào cách đặt giả thiết và quá trình không chỉ phụ thuộc vào trình tự mà còn vào cả nhịp độ.

Sau đây là trình tự tự do hóa kinh tế được một số nhà kinh tế chấp nhận.



Giảm thâm hụt ngân sách là bước đi cần thiết đầu tiên. Như đã trình bày, thâm hụt ngân sách không được giảm thì tự do hóa tài chính càng dẫn tới bất ổn định và cuối cùng sẽ bị đảo ngược.

Tự do hóa tài chính có thể đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế bằng cách gia tăng về lượng và về hiệu quả vốn đầu tư. Tuy nhiên, lượng vốn gia tăng phải được phân bổ trên cơ sở các tín hiệu đúng về giá vào những ngành có lợi thế so sánh và có suất sinh lợi xã hội cao. Do vậy, cải cách thương mại cần phải được tiến hành song song để giảm thiểu những biến dạng về giá do các rào cản thương mại gây ra.

Lý do cải cách thương mại phải được thực hiện trước việc nới lỏng kiểm soát ngoại hối và cải cách tài khoản vốn là tự do hóa tài khoản vốn thường dẫn tới dòng vốn chảy vào, rồi làm tăng đột ngột và tỷ giá hối đoái bị lên giá. Động thái này tạo ra các tín hiệu giá mâu thuẫn với cải cách thương mại: tỷ giá hối đoái lên giá làm suy giảm khu vực xuất khẩu trong khi cải cách thương mại là để tăng cường khu vực này.

Quản lý tỷ giá hối đoái là nhiệm vụ cần được tiến hành trong suốt quá trình tự do hóa với vai trò vừa là công cụ, vừa là mục tiêu. Việc lựa chọn cơ chế tỷ giá hối đoái (thả nổi, cố định, biên độ giao động thay đổi,...) tùy thuộc vào tình hình kinh tế cũng như bước đi cụ thể đang tiến hành trong quá trình cải cách.

IV. Tự do hóa tài chính quốc tế

Tự do hóa tài chính được thực hiện trong nội địa cũng như trong quan hệ với nước ngoài. Phần III ở trên cho thấy tự do hóa tài chính nội địa trong điều kiện thâm hụt ngân sách vẫn tồn tại buộc chính phủ phải dựa vào thị trường tài chính quốc tế để huy động tiết kiệm nước ngoài tài trợ cho thâm hụt. Do vậy, việc xóa bỏ các biện pháp áp chế tài chính nội địa thường đi liền với việc nới lỏng kiểm soát tài khoản vốn. Gỡ bỏ các kiểm soát đối với dòng vốn chảy vào cũng như chảy ra khỏi nền kinh tế được gọi là tự do hóa tài khoản vốn.

1. Lợi ích của tự do hóa tài khoản vốn

Lợi ích tĩnh: Tái phân bổ vốn đầu tư từ nước giàu về vốn nhưng có suất sinh lợi thấp sang nước nghèo về vốn nhưng có suất sinh lợi cao.

Lợi ích động: Tạo ra cơ hội đa dạng hóa rủi ro (tài sản trong nước có thể được kết hợp trong một danh mục đầu tư quốc tế rộng lớn), từ đó giảm chi phí vốn cho các doanh nghiệp trong nước.

Ngoài ra, tự do hóa tài khoản vốn thường đi kèm với việc nhập khẩu các dịch vụ tài chính nước ngoài và tăng hiệu quả của hệ thống tài chính trong nước.

2. Phí tổn của tự do hóa tài khoản vốn

Tự do hóa tài khoản vốn ở nhiều nước thường đi liền với, nếu không muốn nói là gây ra, khủng hoảng tài chính. Như đã trình bày, thị trường tài chính chịu sự bất cân xứng về thông tin. Vấn đề này càng nghiêm trọng trên thị trường tài chính quốc tế do sự khác biệt về địa lý, văn hóa, luật lệ làm phức tạp thêm quá trình chiếm lĩnh và truyền bá thông tin. Một mặt, công nghệ thông tin và viễn thông làm giảm khoảng cách về kinh tế và thúc đẩy các giao dịch tài chính xuyên quốc gia. Nhưng mặt khác, thị trường tài chính quốc tế vì thế lại càng chịu tác động mạnh của những phản ứng của các nhà đầu tư và các giao động ngoài dự kiến của thị trường.

3. Vai trò của chính sách

Cho đến nay, các công trình nghiên cứu vẫn chưa đưa ra được bằng chứng thực tiễn nhất quán về tác động của tự do hóa tài khoản vốn hoàn toàn tới tăng trưởng, giảm nghèo và sự bất ổn định kinh tế là tích cực hay tiêu cực. Nhưng rõ ràng hoạch định chính sách để giảm thiểu phí tổn và phát huy lợi ích của tự do hóa tài chính quốc tế có tầm quan trọng đặc biệt và cũng đầy thách

thức. Những lĩnh vực cần chú trọng là chính sách kinh tế vĩ mô, quy định về hoạt động thận trọng áp dụng cho ngân hàng cũng như các tổ chức tài chính phi ngân hàng, thông lệ kế toán – kiểm toán và luật phá sản.

Lý do là tự do hóa tài khoản vốn đặc biệt nguy hiểm khi:

- (i) Kinh tế bất ổn định do không có chính sách quản lý vĩ mô không vững mạnh;
- (ii) Các thông lệ kế toán, kiểm toán và công bố thông tin yếu kém trong khu vực tài chính và doanh nghiệp từ đó làm suy yếu kỷ luật thị trường;
- (iii) Cơ chế giám sát không hữu hiệu, không có quy định về kinh doanh thận trọng và luật phá sản không hoạt động, từ đó dẫn tới hành vi đầu tư rủi ro để hưởng lợi nếu thắng cuộc, cho vay dựa vào quan hệ và tham nhũng.

Thêm vào đó, tự do hóa vẫn tạo ra nhiều rủi ro ngay cả cho các hệ thống tài chính được quản lý tốt nếu chỉ bó hẹp trong dòng vốn vay nợ thông qua ngân hàng. Do vậy, tự do hóa dòng vốn cần được tiến hành trên diện rộng bắt đầu từ đầu tư trực tiếp nước ngoài, đầu tư chứng khoán (trái phiếu và cổ phiếu) và vay thương mại dài hạn. Chúng ta sẽ đề cập đến chủ đề này trong Bài giảng 8 về các dòng vốn quốc tế.

Ghi chú: Đọc thêm NHTG “Tài chính cho Tăng trưởng”, Chương 4 về cạnh tranh của ngân hàng nước ngoài và mở cửa thị trường cổ phiếu.