

# TỰ DO HOÁ THỊ TRƯỜNG VỐN, TOÀN CẦU HOÁ VÀ IMF

**Joseph E. Stiglitz**  
**Đại học Columbia<sup>1</sup>**

*Một trong những khía cạnh của toàn cầu hoá gây tranh luận nhiều nhất là tự do hoá thị trường vốn; việc tự do hoá các quy tắc quản lý đầu tư trực tiếp nước ngoài không gây nhiều tranh luận cho bằng tự do hoá các quy tắc ảnh hưởng đến các dòng vốn ngắn hạn, vốn đầu cơ nóng mà có thể chảy vào và tuôn ra khỏi một đất nước. Trong các thập niên 80 và 90, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) và Bộ Tài chính Hoa Kỳ đã cố gắng thúc đẩy việc tự do hoá tài chính trên khắp thế giới, và đã vấp phải sự chống đối dữ dội, không chỉ từ các nước đang phát triển, mà còn từ những nhà kinh tế học không ưa chuộng các học thuyết về thị trường tự do không ràng buộc, và học thuyết về những yếu tố cơ bản của thị trường, như các tổ chức kinh tế quốc tế vẫn rao giảng thời bấy giờ. Các cuộc khủng hoảng kinh tế vào cuối thập niên 90 và những năm đầu tiên của thiên niên kỷ mới, mà một phần, hoặc thậm chí phần lớn có thể được quy cho việc tự do hoá thị trường vốn, càng làm tăng thêm niềm nghi ngại dè dặt. Bài báo này đi theo một hướng khác với một bài báo mới đây của IMF, giúp chúng ta tìm hiểu xem thử IMF có thể sai lầm như thế nào khi tích cực ủng hộ tự do hoá thị trường vốn và tại sao tự do hoá thị trường vốn thường dẫn đến bất ổn kinh tế gia tăng nhiều hơn là tăng trưởng kinh tế đến vậy.*

## I. GIỚI THIỆU

Bài báo mới đây của nguyên trưởng ban kinh tế IMF Ken Rogoff, và các đồng tác giả (Prasad và những người khác, 2003), cùng với bài báo trên *Financial Times* tóm tắt một số phát hiện của họ (Rogoff và Prasad, 2003) thật là ấn tượng theo nhiều cách. Chúng ta nên khen ngợi các tác giả về tính chất nghiêm túc trong việc giải quyết nhiệm vụ đánh giá những hệ quả của hội nhập thị trường tài chính, và tinh thần sẵn sàng công khai thẳng thắn đặt nghi vấn về tính chính thống. Họ kết luận, ‘thật khó mà xây dựng mối quan hệ thuyết phục giữa hội nhập tài chính và tăng trưởng kinh tế một khi chúng ta phải tính đến những yếu tố khác như các dòng ngoại thương và sự ổn định chính trị’. Và họ nhận thấy rằng ‘những đất nước nào cố gắng trở nên hội nhập tài chính ... sẽ đứng trước tình trạng bất ổn hơn’. Điều làm cho nhận định này đáng lưu ý không phải là *vấn đề đang được nói đến* - phần lớn giới chuyên môn kinh tế từ lâu đã đi đến nhận định này<sup>2</sup> - mà là ai đang nói. Quả thật, phải chi họ đi đến một kết luận nào khác thì mới thật sự là ấn tượng.

Các nhà hoạch định chính sách quá khứ và hiện tại – kể cả những người trong Bộ Tài chính Hoa Kỳ mà trong quá khứ cũng như hiện giờ vẫn tiếp tục thúc giục các nước đang phát triển đâm đầu vào tự do hoá thị trường vốn, những người ra sức áp đặt nhu cầu tự do hoá thị trường vốn như một phần của Hiệp định Đầu tư (một trong những cái được gọi là “vấn đề Singapore”) trong các vòng đàm phán mậu dịch gần đây, và những người khăng khăng đòi tự do

<sup>1</sup> Tác giả trước đây từng là trưởng ban kinh tế của Ngân hàng Thế giới (1997-2000) và trong thời gian đó ông đã tích cực tham gia vào các cuộc tranh luận về chính sách liên quan đến tự do hoá thị trường tài chính. Ông mang ơn Francesco Brindisi đã hỗ trợ nghiên cứu, và mang ơn các tổ chức Ford, MacArthur, và Mott Foundations đã hỗ trợ tài chính.

<sup>2</sup> Ví dụ, tìm đọc ấn bản của Bhagwati (1998), Furman và Stiglitz (1998), Rodrik và Velasco (2000), Stiglitz (2000, 2002), Rodrik (2001), và nhiều bài báo được trích dẫn trong các nghiên cứu này.

hoá thị trường vốn như một phần của các hiệp định mậu dịch song phương với Chile và Singapore<sup>3</sup> – nên đọc bài báo một cách nghiêm túc.

Sự chậm trễ của bản thân nghiên cứu này đã dẫn đến những lời phê bình dành cho IMF, nhưng như cách ngôn ngữ nói “thà muộn còn hơn chẳng bao giờ”, hay “có còn hơn không”. Hơn nữa, bài báo trên *Financial Times* còn có phần nào không trung thực khi nói rằng báo cáo của các tác giả có ‘tính tiến hoá nhiều hơn tính cách mạng’. Rogoff và các đồng tác giả không thể nào dễ dàng che dấu nỗ lực của IMF nhằm thay đổi hiến chương của họ tại cuộc họp ở Hong Kong hồi tháng 9-1997 là ép buộc tự do thị trường vốn đối với các nước đang phát triển còn đang miễn cưỡng; hay ngay cả những lời liên tục kêu gọi tự do hoá thị trường vốn hai năm sau đó của Giám đốc điều hành IMF – thậm chí sau khi cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu đã chứng tỏ những rủi ro của tự do hoá thị trường vốn một cách sống động đến như vậy.<sup>4</sup>

Có lẽ, do bị cách ly trong các phòng ban nghiên cứu của IMF, họ không nhận thức một cách đầy đủ áp lực mà IMF đã đặt ra đối với các nước buộc phải tự do hoá các thị trường vốn, hay không nhận thức được nỗi lo sợ mà các bộ trưởng tài chính Đông Á đã bày tỏ với tôi tại cuộc họp Hong Kong về những gì IMF có thể làm nếu các nước này thực hiện những việc họ cần làm (nghĩa là áp đặt các biện pháp kiểm soát vốn) trong trường hợp cuộc khủng hoảng đang đe dọa sẽ trở thành hiện thực, như họ đã từng lo sợ một cách đúng đắn. Chỉ có Malaysia là sẵn sàng đứng lên – và chính thủ tướng, chứ không phải bộ trưởng tài chính, là người đã làm điều đó với nhận thức rằng rủi ro của việc *không* áp dụng các biện pháp kiểm soát vốn đã lấn lướt rủi ro của tự do hoá thị trường vốn.

Khi IMF đề xuất thay đổi Hiến chương của họ, tôi đã đưa ra một câu hỏi đơn giản: Đâu là bằng chứng cho thấy tự do hoá thị trường vốn là tốt đối với những nước mà IMF đang buộc phải thực hiện việc tự do hoá này? Nghiên cứu tại Ngân hàng Thế giới cho thấy rằng việc tự do hoá như vậy gắn liền một cách có hệ thống với sự bất ổn – điều này không phải chỉ là những trận bút chiến (như Rogoff và các đồng nghiệp của ông tỏ vẻ như vậy), mà là những bằng chứng kinh tế lượng vững chắc.<sup>5</sup> Đối với một người xuất phát từ cộng đồng học thuật như tôi, việc IMF không trưng ra được những bằng chứng cho thấy tự do hoá thị trường vốn là tốt đối với tăng trưởng, hay không thể bác bỏ được những bằng chứng cho thấy tự do hoá thị trường vốn là xấu đối với tính ổn định, quả thật vô cùng bối rối. Dường như IMF không tin rằng chính sách nên dựa trên lý thuyết hay bằng chứng; hoặc họ có một chương trình nghị sự thật khác biệt – có lẽ thúc đẩy quyền lợi của các thị trường tài chính – và / hoặc những chính sách dựa trên hệ tư tưởng nhiều hơn, chứ không phải dựa trên khoa học kinh tế: một hệ tư tưởng trùng hợp với quyền lợi. Lẽ dĩ nhiên, kinh tế học hiện đại ngày càng chuyển sang vấn đề kinh tế chính trị - về mối quan hệ giữa

---

<sup>3</sup> Về những lời phê bình điều khoản này trong các hiệp ước này, tìm đọc những bằng chứng được trình bày trong ấn bản của Jagdish Bhagwati, Daniel Tarullo, Joseph E. Stiglitz, và Nancy Birdsall trong Hội nghị hạ viện về Dịch vụ tài chính, Hội nghị sơ bộ về Chính sách tiền tệ trong nước và quốc tế, thương mại và công nghệ, ‘Mở cửa mậu dịch trong dịch vụ tài chính – trường hợp của Chile và Singapore’, ngày 1-4-2003 (có tại trang web <http://financialservices.house.gov/>). Chứng thực của Bộ trưởng Tài chính John Taylor trong các cuộc điều trần này cho thấy ông không hoàn toàn hấp thu các bài học, hay/ và hệ tư tưởng và quyền lợi vẫn chi phối ở Bộ Tài chính Hoa Kỳ (có sẵn trên trang web [www.imf.org/external/np/speeches/1999/092899.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/092899.htm)).

<sup>4</sup> Phát biểu của Michel Camdessus, Chủ tịch Ban điều hành và Giám đốc điều hành IMF trước Ban giám sát Quỹ Tiền tệ Quốc tế vào ngày 28-9-1999 (có trên trang web [www.imf.org/external/np/speeches/1999/092899.htm](http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/092899.htm)).

<sup>5</sup> Tìm đọc ấn bản của Demirguc-Kunt và Detragiache (2001) và Honohan (2001).

các quá trình chính trị và các chính sách của chính phủ - và vì thế, kết cục này có lẽ chẳng có gì đáng ngạc nhiên, ứng với cơ cấu quản lý của IMF.<sup>6</sup>

## II. NHỮNG GIẢ ĐỊNH NGẦM ẨN VÀ CHƯƠNG TRÌNH NGHỊ SỰ ĐƯỢC CHE GIẤU

Có lẽ điều ấn tượng nhất trong bài báo của các tác giả trên không phải là các kết luận của họ (giả như các tác giả đi đến một kết luận khác thì chắc đó sẽ là một thành tựu hết sức ấn tượng về tính không trung thực của tri thức). Mà đúng hơn, điều ấn tượng nhất trong báo cáo của họ lại là điểm khởi đầu.

### (i) ‘Lý thuyết’ nói gì?

Nghiên cứu của họ bắt đầu bằng sự khẳng định lặp đi lặp lại rằng: ‘lý thuyết’ dự đoán rằng tự do hoá thị trường vốn sẽ tốt cho tăng trưởng kinh tế và làm giảm biến động tiêu dùng. Nghiên cứu đương nhiên cho rằng độc giả sẽ hiểu ‘lý thuyết’ có nghĩa là gì: mô hình tân cổ điển, với thông tin hoàn hảo, thị trường vốn hoàn hảo, và cạnh tranh hoàn hảo. Nhưng đó là một mô hình giúp mô tả một cách kém cỏi về các nền kinh tế phát triển, và thậm chí còn mô tả một cách tệ hại hơn về các nền kinh tế đang phát triển và thị trường vốn quốc tế. Lẽ ra chính Rogoff nên ý thức rõ ràng hơn về những hạn chế của ‘lý thuyết’ này: ông đã xuất bản một bài báo (Obstfeld và Rogoff, 2000) trong đó ông mô tả chi tiết một số sự kiện ước lệ khó hoà hợp với ‘lý thuyết’ này, bao gồm sự thiên lệch của nước nhà trong mạo dịch và danh mục đầu tư, sự phụ thuộc của đầu tư vào tiết kiệm quốc gia,<sup>7</sup> các mối tương quan tiêu dùng quốc tế thấp, tính biến động cao và sự tồn tại dai dẳng của các cú sốc tỷ giá hối đoái thực, và mối quan hệ yếu giữa tỷ giá hối đoái và các biến số kinh tế vĩ mô tổng. Những người khác cũng nhắc đến những nhược điểm khác của lý thuyết này: sự thất bại của phương trình kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất và bản chất chu kỳ của các dòng lưu chuyển vốn (ví dụ, tìm đọc ấn bản của Lewis, 1995; Ngân hàng Thế giới 2000).

### (ii) Thông tin không hoàn hảo

‘Lý thuyết’ – sự phát triển lý thuyết về thị trường vốn không hoàn hảo trong một phần tư thế kỷ vừa qua, phần lớn không được trích dẫn trong thư mục – giúp giải thích lý do tại sao tự do hoá thị trường vốn có thể dẫn đến bất ổn và không thúc đẩy tăng trưởng. Việc không chấp nhận sự phát triển lý thuyết này, vốn mâu thuẫn với chủ trương xây dựng những yếu tố cơ bản của thị trường làm nền tảng cho phần lớn các chính sách của IMF, nói lên nhiều điều về tổ chức này cũng như về các quan điểm chính sách trước đây của họ, trong đó, xem ra họ không nhận thấy nhu cầu phải tìm kiếm bằng chứng, khi ‘lý thuyết’ (hay nói chính xác hơn, hệ tư tưởng và quyền lợi) mang đến những hướng dẫn rõ ràng như thế. Ứng với vai trò trung tâm của thông tin không hoàn hảo trong tài chính hiện đại, dẫn đến sự phân bổ định mức tín dụng và vốn cổ phần, việc quên bẵng đi những cân nhắc như vậy xem ra đặc biệt ấn tượng, xuất phát từ một tổ chức vốn vẫn được cho là chuyên lo liệu hoạt động tài chính quốc tế.

<sup>6</sup> Tôi đã tìm hiểu sâu về những vấn đề này và trình bày trong ấn bản của Stiglitz (1999, 2003a). Tìm đọc thêm ấn bản của Wade (2002). Không có gì ngạc nhiên, nhiều người ở IMF không sẵn lòng chấp nhận kiểu phân tích chính trị này. Cho dù việc phân tích như vậy có thể thích hợp để tìm hiểu về thất bại của chính phủ (nhà nước) ở cấp độ quốc gia, nhưng xem ra nó không có chỗ đứng ở cấp độ quốc tế!

<sup>7</sup> Cái gọi là vấn đề rắc rối của Feldstein-Horioka (tìm đọc ấn bản của Feldstein và Horioka, 1980). Tìm đọc tư liệu điều tra các nghiên cứu về vấn đề rắc rối của Feldstein-Horioka trong ấn bản của Coakley và những người khác (1998).

### (iii) Không phù hợp về nhận thức

Việc bắt đầu phân tích từ giả thiết về nền kinh tế tân cổ điển với toàn dụng lao động, thông tin đầy đủ, và tư duy hoàn toàn hợp lý thậm chí còn ấn tượng hơn, ứng với những biến cố đang xảy ra hay vừa xảy ra ngay trước khi bài báo này được viết. Một dòng vốn đang chảy ra khỏi đất nước, hậu quả của sự lo lắng về kết quả bầu cử, buộc Brazil chẳng những phải quay sang cầu cứu IMF, mà còn gia tăng lãi suất lên đến những mức rất cao, dẫn đến tình trạng sa sút rõ rệt trong nền kinh tế và thất nghiệp cao. Lưu ý rằng Brazil chẳng làm gì cả để biện bạch cho nỗi lo sợ này; và việc quản lý kinh tế đất nước sau cuộc bầu cử còn cho thấy họ đã chẳng buồn biện bạch đến mức nào. Mặt khác, lãi suất cao mà Brazil cảm thấy cần thiết để ngăn chặn dòng vốn chảy ra khỏi đất nước đã có những ảnh hưởng bất lợi có thể dự đoán trước đối với sản lượng và việc làm.<sup>8</sup> Hai trong số những lập luận tiêu chuẩn phê phán tự do hoá thị trường vốn cho rằng tự do hoá thị trường vốn gắn liền một cách có hệ thống với khả năng xảy ra khủng hoảng nhiều hơn, và nó làm suy yếu khả năng của chính phủ phản ứng trước những cú sốc kinh tế vĩ mô tiêu cực, vì nó kiềm chế khả năng giảm lãi suất. Người ta không thể bác bỏ được những lập luận này bằng một ‘lý thuyết’ trong đó giả định rằng không có những vấn đề về thất nghiệp.

Trong cuộc khủng hoảng Đông Á, IMF và Bộ Tài chính Hoa Kỳ lớn tiếng than phiền về vấn đề thông tin thiếu minh bạch – những điểm không hoàn hảo của thông tin. Chính cuộc khủng hoảng, một phần đã sớm xảy ra do những người cho vay từ chối tái tục các khoản vay, chứ không chỉ đòi hỏi lãi suất cao hơn, phản ánh sự thay đổi nhận thức về rủi ro của họ, giúp minh họa một cách ngoạn mục cho vấn đề phân bổ định mức tín dụng mà lý thuyết thông tin không hoàn hảo và bất cân xứng từng kêu gọi mọi người phải chú ý từ lâu. Đồng thời, IMF còn than phiền về tình trạng đòn bẩy tài chính quá cao, vậy mà bài báo của họ lại dựa vào mô hình tân cổ điển, cái ‘lý thuyết’ mà trong đó cơ cấu tài chính chẳng có vai trò gì cả. Lẽ dĩ nhiên, IMF vẫn có lý khi nói về vấn nạn đòn bẩy tài chính quá cao, nhưng đó là vì cơ cấu tài chính quả thật hết sức quan trọng: có những chi phí thực gắn liền với phá sản. Mô hình tân cổ điển, cái ‘lý thuyết’ mà Rogoff và các đồng nghiệp của ông không ngừng kêu gọi, chẳng giúp ích gì để soi sáng những vấn đề này.<sup>9</sup>

### (iv) Vượt ra khỏi tư duy hợp lý

Ngoài ra, nghiên cứu mới đây về tài chính và kinh tế vĩ mô hành vi (ví dụ như nghiên cứu của Akerlof, 2002) đã làm sáng tỏ tầm quan trọng của những tư duy phi lý. Như Charles Kindleberger (2000) đã lưu ý, nhìn lại lịch sử khủng hoảng trong một thời gian dài, tư duy phi lý cùng với những điểm không hoàn hảo của thị trường (bao gồm việc khai thác tình trạng thông tin bất cân xứng) là trung tâm của các biến động kinh tế đánh dấu cho chủ nghĩa tư bản kể từ lúc

<sup>8</sup> Năm 1998, lãi suất vay mượn của chính phủ đã lên đến 28,6 phần trăm, lãi suất thực là 25,4 phần trăm. Lẽ dĩ nhiên, vay mượn của khu vực tư nhân phải trả những mức lãi suất cao hơn nhiều. Tăng trưởng chậm lại còn 0,01 phần trăm năm 1998 và 0,8 phần trăm năm 1999; thất nghiệp tăng đến 9 phần trăm năm 1998 và 10 phần trăm năm 1999. Lãi suất thực bình quân từ tháng 11-1998 đến tháng 4-1999 là 33,7 phần trăm. Tìm đọc ấn bản của IMF, *International Financial Statistics*; Ngân hàng Thế giới, *Các chỉ báo phát triển thế giới*; Văn phòng đánh giá độc lập của IMF (2003).

<sup>9</sup> IMF và những người khác phê phán các chính sách tài chính Đông Á lẽ dĩ nhiên ý thức được rằng đòn bẩy tài chính cao gắn liền với xác suất xảy ra phá sản cao hơn, và trong chừng mực mà chúng ta vẫn có chi phí phá sản, thì cơ cấu tài chính hết sức quan trọng. Sự kiện các mô hình tân cổ điển bỏ qua chi phí phá sản đã làm cho người ta phê phán phân tích tân cổ điển của Modigliani-Miller (Stiglitz, 1969). Nhưng điều thực sự cơ bản hơn nữa là: khi thông tin không hoàn hảo và không cân xứng, các quyết định về cơ cấu tài chính sẽ truyền tải thông tin và ảnh hưởng đến các động cơ thôi thúc hành vi.

phôi thai.<sup>10</sup> Cho dù những biến động này có thể không phù hợp chặt chẽ với ‘lý thuyết’ của IMF, thế nhưng chúng vẫn hết sức thực tế. Ngay cả trong thập niên 90, Alan Greenspan, Chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang, đã kêu gọi mọi người chú ý đến vai trò của ‘sự phát triển hành vi phi lý,’ những tư duy phi lý đã được xác nhận bởi những biến cố xảy ra sau đó. Và không phải chỉ có một lần, ngay cả IMF cũng từng nhắc đến tình trạng nền kinh tế quá nóng (overshooting), tinh thần bi quan dường như phi lý thường xảy ra sau một cuộc khủng hoảng, và xem ra đã mang lại một trong những cơ sở lý luận chính cho hành vi can thiệp của họ vào tỷ giá hối đoái.

#### (v) Đầu tư trực tiếp nước ngoài so với tự do hoá thị trường vốn

Có một nhược điểm cơ bản khác trong bài báo của IMF. Bài báo nói về hội nhập thị trường tài chính, được đo lường bằng các dòng vốn gộp, thế nhưng lại không phân biệt một cách đầy đủ giữa các loại dòng vốn. Phần lớn những người phê phán tự do hoá thị trường vốn không bận tâm lo lắng về đầu tư trực tiếp nước ngoài cho bằng các dòng tài chính ngắn hạn. Chính các dòng tài chính ngắn hạn mới làm cho nhiều người lo sợ về khả năng gây bất ổn và không dẫn đến tăng trưởng. Sự kiện tổng các dòng vốn (bao gồm cả các dòng vốn ngắn hạn và dài hạn) không tạo ra được những ảnh hưởng như mong đợi có lẽ đặc biệt đáng chỉ trích: từ lâu người ta đã cho rằng đầu tư trực tiếp nước ngoài có ảnh hưởng tích cực đối với tăng trưởng. Nếu tổng các dòng vốn dài hạn và ngắn hạn có một ảnh hưởng không đáng kể, điều đó cho thấy rằng các dòng vốn ngắn hạn có thể có ảnh hưởng tiêu cực. Lẽ dĩ nhiên, điều này nhất quán với ‘lý thuyết’ – không phải cái lý thuyết ngô nghê làm nền tảng cho phân tích trong bài báo của IMF, mà là lý thuyết tài chính hiện đại. Nhưng giả như họ cố gắng phân tích ảnh hưởng của các loại dòng vốn khác nhau (bao gồm sự phân biệt giữa các loại đầu tư trực tiếp nước ngoài khác nhau, cụ thể như giữa đầu tư sản xuất ngay từ những công đoạn đầu và đầu tư thông qua tư nhân hoá, giữa đầu tư tài nguyên thiên nhiên và những hoạt động đầu tư khác) thì phân tích của IMF hẳn sẽ phong phú hơn nhiều. Tôi sẽ quay lại với vấn đề này sau trong bài viết này.

#### (vi) Những điều kiện tiên quyết để tự do hoá thị trường vốn thành công

Cuối cùng, ứng với những kinh nghiệm xem ra đủ loại về tự do hoá thị trường vốn, vấn đề mà các nước đang trăn trở muốn biết là: Trong những tình huống nào thì tự do hoá thị trường vốn sẽ mang lại những lợi ích như hứa hẹn? Bài báo của IMF chỉ đưa ra một hướng dẫn khiêm tốn cho câu hỏi quan trọng này. Họ lập luận về *hương vị của tháng* trong giới hoạch định chính sách: vai trò quan trọng của việc ‘quản lý giám sát tốt’. Họ không định nghĩa một cách chính xác quản lý giám sát tốt nghĩa là gì, mà cũng chẳng giải quyết những vấn đề quan trọng về đa cộng tuyến và tính nhân quả theo chiều ngược lại: những nước có hệ thống quản lý giám sát tốt sẽ có nhiều đặc điểm khác khiến họ thu hút các nhà đầu tư hơn và có thể hấp thu được những cú sốc và tình trạng bất ổn gắn liền với những dòng vốn ngắn hạn. Và bài báo cũng không đưa ra một danh sách những nước mà ứng với hệ thống quản lý giám sát hiện tại, tự do hoá thị trường vốn sẽ là sai lầm. Thế nhưng, chắc chắn lý thuyết – không phải lý thuyết tân cổ điển đơn giản làm nền tảng cho những học thuyết tân tự do, mà là những lý thuyết thực tế hơn như chúng ta đã nhắc đến trên đây – không cho thấy việc quản lý giám sát tốt tự nó sẽ xoá tan những vấn đề mà chúng ta vừa kêu gọi mọi người chú ý. Việc quản lý giám sát tốt không làm triệt tiêu được tình trạng thông tin không cân xứng, mà cũng chẳng thể loại bỏ được sự phát triển hành vi phi lý hay tinh thần bi

<sup>10</sup> Trong một số trường hợp, thật khó mà phân biệt giữa hành vi được giải thích tốt nhất bằng tư duy phi lý, và hành vi được giải thích tốt nhất bằng tình trạng thông tin bất cân xứng (ví dụ như hành động vào hùa theo người khác, hay hành động theo bầy đàn). Tìm đọc ấn bản của Banerjee (1992); Bikhchandani và những người khác (1992); Howitt và McAfee (1992).

quan phi lý. Các nước Scandinavian thường được xem là có hệ thống quản lý giám sát tốt, nhưng vẫn không ngăn được những cuộc khủng hoảng lớn hơn một thập niên trước đây; Hoa Kỳ cũng thế, thường được xem là có hệ thống quản lý giám sát tốt (cho dù những vụ tai tiếng gần đây đã phủ lên những nhận định này ít nhiều u ám), ấy thế mà đất nước này cũng có một quả bong bóng để rồi cuối cùng phát nổ.<sup>11</sup> Nền kinh tế Hoa Kỳ đủ mạnh để đứng vững trước những biến cố đó (cho dù việc lý giải lại các số liệu của Hoa Kỳ gần đây, bao gồm sự gia tăng danh sách những người mất khả năng lao động, cho thấy rằng tình trạng sa sút kinh tế thật sự nghiêm trọng kể từ thời hậu Chiến tranh Thế giới);<sup>12</sup> nước Mỹ có thể tham gia vào việc tài trợ thâm hụt có tính chất kích thích, nhằm giúp đất nước vượt qua tình trạng suy thoái; và dòng vốn ngắn hạn đóng một vai trò tương đối nhỏ bé trong những biến động kinh tế vĩ mô này. Ngược lại, như chút nữa chúng ta sẽ thấy, các nước đang phát triển thì yếu ớt hơn nhiều, và các dòng vốn ngắn hạn theo sau sự tự do hoá thị trường vốn sẽ có vai trò quan trọng hơn, một mặt dẫn đến sự biến động kinh tế, và mặt khác, ngăn cản khả năng của chính phủ bù đắp cho những biến động phát sinh từ những nguồn khác.

### III. LẬP LUẬN CHỐNG LẠI TỰ DO HOÁ THỊ TRƯỜNG VỐN

Tôi đã thảo luận chi tiết về bài báo gần đây của IMF, một phần vì nó giúp minh họa xem thử các mô hình đơn giản, kết hợp với hệ tư tưởng và quyền lợi, thường chi phối (chỉ ít ở mức độ chính thức) các cuộc thảo luận về toàn cầu hoá đến mức nào. Người ta cho rằng các thị trường tự do ắt phải làm tăng phúc lợi. Thật ra, từ lâu chúng ta đã biết rằng khi các thị trường không hoàn hảo, khi thông tin bị giới hạn, hay các thị trường không hoàn chỉnh, nói chung, các trạng thái cân bằng của thị trường cạnh tranh không phải là trạng thái hiệu quả Pareto có điều kiện. Trong lý thuyết về điều tốt hạng nhì, việc loại bỏ một điểm không hoàn hảo ('tự do hoá thị trường vốn') có thể sẽ không dẫn đến sự cải thiện phúc lợi khi vẫn còn những điểm không hoàn hảo khác của thị trường. Tuy nhiên, trong phần này của bài viết, tôi muốn đi xa hơn những xem xét tổng quát này, để chứng minh một cách cụ thể hơn rằng tự do hoá thị trường vốn 'trên lý thuyết' có thể dẫn đến biến thiên tiêu dùng và biến thiên sản lượng nhiều hơn, và tăng trưởng thấp hơn như thế nào – nói tóm lại, tôi muốn chứng minh tại sao tự do hoá tài chính có thể là điều tệ hại đối với các nước đang phát triển.<sup>13</sup>

#### (i) Tại sao tự do hoá thị trường vốn có thể dẫn đến biến động tiêu dùng nhiều hơn

Bài báo của IMF đã có một đóng góp quan trọng khi tập trung chú trọng vào sự biến động *tiêu dùng*. Lý thuyết thỏa dụng tiêu chuẩn lập luận rằng các cá nhân mong muốn điều hoà và giảm nhẹ biến động tiêu dùng của họ, và căn cứ theo 'lý thuyết', những thị trường vốn vận hành tốt sẽ giúp các cá nhân làm được điều này.

Nếu như các dòng vốn ngắn hạn giúp xoa dịu biến động tiêu dùng, thì vốn sẽ chảy vào một đất nước khi nền kinh tế yếu, và sẽ chảy ra (ít nhất là một cách tương đối so với các dòng

<sup>11</sup> Ngay cả trước đó, Hoa Kỳ cũng đã có một cuộc khủng hoảng tài chính nhỏ: vụ sụp đổ ngành công nghiệp tiết kiệm và cho vay dẫn đến nguy kịch vào năm 1989, gây tổn thất cho những người nộp thuế ở Hoa Kỳ vào khoảng 100 cho đến 200 tỷ USD.

<sup>12</sup> Chẳng những đã xảy ra tình trạng phân bổ sai nguồn lực trong thời kỳ bong bóng, mà sự giảm sút sản lượng sau khi bong bóng đã vỡ tung – sự mất cân bằng giữa tiềm năng của nền kinh tế và mức tăng trưởng thực tế – cũng thật là to lớn; tìm đọc ấn bản của Stiglitz (2003b).

<sup>13</sup> Tìm đọc những thảo luận rộng rãi hơn trong quyển sách sắp xuất bản về tự do hoá thị trường vốn của Phát động hội đàm chính sách của Stiglitz (2000, 2002), và Ocampo và Martin (2003).

vốn ở trạng thái dửng) khi nền kinh tế mạnh lên. Tuy nhiên, bất kỳ một nhà quan sát bình thường nào cũng thừa nhận rằng các dòng vốn (đặc biệt là dòng vốn ngắn hạn) thật ra có tính thuận theo chu kỳ kinh tế (chảy vào khi nền kinh tế mạnh và chảy ra khi nền kinh tế yếu đi), chứ không phải ngược chu kỳ (Ngân hàng Thế giới, 1999). Ở châu Mỹ La tinh, trong những năm đầu của thập niên 80 đầy tổn thất, những số liệu thống kê thường được viện dẫn cho thấy những cơn đau đớn vật vã của hầu hết các nước trên châu lục này khi họ vật lộn với việc trả nợ.<sup>14</sup> Ứng với sự lưu chuyển mang tính thuận theo chu kỳ kinh tế của các dòng vốn ngắn hạn, thật khó mà hiểu được làm thế nào các dòng vốn này có thể đảm nhận được vai trò dự tính là xoa dịu biến động tiêu dửng. Nếu như biến động tiêu dửng được giảm bớt, thì Rogoff và các đồng tác giả sẽ phải giải thích xem làm thế nào điều này lại xảy ra được, ứng với bản chất có tính thuận theo chu kỳ kinh tế của các dòng vốn.

Sự kiện là, chỉ ít trong những trường hợp quan trọng nhất định, các dòng vốn, đặc biệt là những dòng vốn ngắn hạn, xem ra có tính thuận chu kỳ, lẽ dĩ nhiên cho chúng ta thấy một nhược điểm của ‘lý thuyết’ tiêu chuẩn. Nhưng nó hoàn toàn nhất quán với những câu cách ngôn tiêu chuẩn về các chủ ngân hàng – nghĩa là ngân hàng chỉ muốn cho những người không cần tiền vay mà thôi – và nhất quán với những phát triển lý thuyết hiện đại trong lĩnh vực tài chính (nghĩa là những phát triển lý thuyết trong suốt một phần tư thế kỷ qua), nhấn mạnh vào việc phân bổ định mức tín dụng và những điểm không hoàn hảo khác trên thị trường tín dụng. Trong phần phụ lục, chúng tôi sẽ trình bày những mô hình đơn giản nhất quán với các hiện tượng quan sát này.

Có một lý do khác khiến ta sẽ không ngạc nhiên khi thấy các dòng vốn (ngắn hạn) không giúp xoa dịu biến động tiêu dửng: ‘Lý thuyết’ dự đoán rằng những người có khả năng gánh chịu rủi ro (rủi ro biến động tỷ giá hối đoái và biến động lãi suất) sẽ sử dụng các dòng vốn để giảm nhẹ biến động tiêu dửng. Thế nhưng thật ra, các nước đang phát triển buộc phải gánh chịu gánh nặng của những biến động đó, mà phần lớn chẳng liên quan gì đến những điều đang diễn ra trên đất nước họ. Việc Cục Dự trữ liên bang Hoa Kỳ tăng lãi suất lên đến những mức chưa từng thấy vào cuối thập niên 70 và đầu thập niên 80 đã làm sớm dẫn đến cuộc khủng hoảng nợ của châu Mỹ La tinh; nhưng ngay cả nếu như không dẫn tới khủng hoảng, thì nó cũng sẽ ảnh hưởng bất lợi đến các nước châu Mỹ La tinh. Ngay cả nếu các nước này có thể tiếp cận một cách hoàn hảo với các thị trường vốn, thì việc tăng lãi suất cũng dẫn đến giảm ‘thu nhập trọn đời’ của họ và vì thế sẽ làm giảm tiêu dửng của họ; nhưng với những điểm không hoàn hảo của thị trường vốn, thu nhập của họ thậm chí còn bị giảm nhiều hơn.

Và vấn đề thậm chí còn trở nên tệ hại hơn khi người ta nhận thấy có một cú sốc bất lợi xảy ra với thời hạn không biết đến bao giờ, ví dụ như những khó khăn về chính trị. Những người cho vay ngay lập tức cắt giảm khoản vay, buộc người vay phải cắt giảm ngay tiêu dửng. Vì thế, những cú sốc bất lợi sẽ được *khuếch đại*. Biến động tiêu dửng gia tăng.

Lẽ dĩ nhiên, cả hai quan điểm cho rằng biến động tiêu dửng sẽ tăng và biến động tiêu dửng sẽ giảm đều có giá trị nhất định: Hội nhập tài chính có thể giúp các nước xoa dịu những xáo trộn nho nhỏ, nhưng lại dẫn đến biến động gia tăng trong trường hợp có một cú sốc bất lợi lớn. Ứng với những giả định thông thường về độ lõm, lẽ dĩ nhiên, lợi ích của việc giảm nhẹ biến

---

<sup>14</sup> Ở châu Mỹ La tinh và các nước Caribe, tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm bằng không trong những năm 1982-84. Chuyển nhượng nguồn lực ròng (bằng dòng vốn vào ròng trừ đi thanh toán ròng cho lợi nhuận và lãi vay) tính theo phần trăm GDP là -3,8 phần trăm trong những năm 1982-84 và -3,1 phần trăm trong những năm 1985-90. Giá trị hình thành vốn cố định gộp giảm 2,4 phần trăm trong năm 1981-90. Tìm đọc Economic Commission for Latin America and the Caribbean (1996).

động tiêu dùng trong những cú sốc nhỏ sẽ nhỏ hơn so với thiệt hại của sự biến động gia tăng trong trường hợp xảy ra cú sốc lớn.

### **(ii) Kinh tế chính trị: Kỹ cương giám sát và những điều tương tự khác**

Một trong những lập luận tiêu chuẩn được đưa ra để giải thích lý do tại sao tự do hoá thị trường vốn tốt cho tăng trưởng là: nó mang lại ‘kỹ cương’. Những người ủng hộ quan điểm này rõ ràng không có niềm tin vào nền dân chủ; họ không tin rằng những người đi bầu có thể chọn lựa được những nhà lãnh đạo kinh tế giúp nâng cao quyền lợi kinh tế của họ (theo định nghĩa rộng, quyền lợi kinh tế bao gồm trong một chương trình xã hội tổng quát hơn), và tốt hơn nên dựa vào sự đánh giá của các nhà tài chính trên phố Wall. Điều này được gọi là ‘kỹ cương giám sát của thị trường’. Lát nữa, tôi sẽ cho thấy rằng tính đồng bóng thất thường của những đánh giá như vậy – tính biến động – và tầm nhìn cực kỳ ngắn hạn của những đánh giá này thật ra còn mang lại những ảnh hưởng bất lợi đối với ổn định và tăng trưởng dài hạn. Nhưng trong chừng mực mà vẫn còn có ít nhiều giá trị trong mối quan ngại về việc thiếu ‘kỹ cương giám sát’, việc hội nhập thị trường tài chính thật ra còn có thể có những ảnh hưởng bất lợi hơn nữa. Suốt đầu thập niên 90 chẳng hạn, trên khắp châu Mỹ La tinh, các dòng vốn vào (được khơi nguồn bởi tự do hoá tài chính và tư nhân hoá) giúp tài trợ cho sự gia tăng nhanh chóng của tiêu dùng (cả tiêu dùng tư nhân và chính phủ). Các số đo tốt hơn về thành quả kinh tế (mà lẽ ra nên lưu ý đến tình trạng nợ nần gia tăng và việc chuyển giao sở hữu tài sản cho người nước ngoài) có thể đã ít nhiều cảnh báo rằng mọi thứ không lạc quan như thể hiện qua các con số chỉ báo GDP. Trong chừng mực mà chính phủ các nước này chỉ có một tầm nhìn ngắn hạn, họ có mọi động cơ thôi thúc họ tranh thủ gia tăng tiêu dùng và nói lòng những ràng buộc ngân sách mà tự do hoá thị trường tài chính mang lại trong một thời kỳ đang phát – chẳng màng quan tâm đến những hậu quả trong tương lai. Sự thất chặt ràng buộc ngân sách khi tình trạng vỡ nợ tiếp theo xảy ra là một vấn nạn mà một nội các chính phủ khác sẽ phải đương đầu chứ không phải họ.

### **(iii) Tại sao tự do hoá thị trường vốn dẫn đến biến động kinh tế chung nhiều hơn**

Trong hai phần trước, chúng ta đã phác thảo lý do tại sao hội nhập thị trường tài chính có thể được dự kiến là sẽ không giúp làm giảm biến động tiêu dùng, *ứng với* một mức độ biến động sản lượng *nhất định*. Nhưng chúng ta không nên xem biến động sản lượng như một biến số cho trước nhất định, bởi vì lập luận chủ yếu phê phán tự do hoá thị trường vốn là: tự do hoá thị trường vốn góp phần gây ra biến động sản lượng.

Bất kỳ ai từng quen thuộc với những biến cố xảy ra ở Đông Á và châu Mỹ La tinh trong những thập niên gần đây đều biết vai trò của tự do hoá thị trường vốn trong việc góp phần gây ra bất ổn kinh tế. Tiền đổ xô vào đất nước, thường tài trợ cho những hoạt động tiêu dùng chèn chèn say sưa, rồi tiền lại tuôn chảy ra; khi tiền ra đi, các tổ chức tài chính suy yếu, thường bị phá sản, và tỷ giá hối đoái lao thẳng xuống, khiến những người ôm nợ tính bằng USD bị thúc ép phải đáp ứng nghĩa vụ nợ nặng nề. Trong suốt thời gian dòng vốn chảy vào, tỷ giá hối đoái lên giá, gây khó khăn cho khu vực xuất khẩu và cạnh tranh với hàng nhập khẩu. Chính phủ một số nước (như Thái Lan vào giữa thập niên 90) ra sức ngăn chặn điều này, đồng thời tránh tình trạng nền kinh tế quá nóng; việc đó đòi hỏi phải cắt giảm những dự án đầu tư công cộng có sinh lợi cao và tăng lãi suất; những hoạt động đầu tư khác ngoài lĩnh vực đầu cơ bất động sản cũng bị giảm sút. Trong suốt thời kỳ dòng vốn chảy ra, các tổ chức tài chính bị tàn phá, và sự thiếu hụt tín dụng góp phần làm cho nền kinh tế càng thêm sa sút. Người ta có thể nghĩ rằng bài báo của IMF lẽ ra nên bắt đầu từ câu chuyện thường được kể này, cố gắng nhận diện xem thử những điều kiện nào khiến



cho các dòng vốn chảy ra, bao gồm những điều kiện hình thành bởi những biến cố bên trong hay bên ngoài đất nước.

Trong phần phụ lục dưới đây, chúng tôi mô tả hai mô hình trong đó tự do hoá thị trường vốn dẫn đến biến động kinh tế chung nhiều hơn, và biến động tiêu dùng nhiều hơn. Mô hình thứ hai là một mô hình tân cổ điển hoàn toàn, ngoại trừ việc chúng tôi sử dụng các thể hệ nối tiếp nhau, chứ không phải mô hình một tác nhân đại diện. Trong mô hình, ta sẽ thấy làm thế nào tự do hoá tài chính lại đưa quốc gia đến những cú sốc mới, và làm yếu đi khả năng hấp thu các cú sốc cố hữu bên trong nền kinh tế, hình thành bởi hệ thống giá cả. Những năm tốt có nghĩa là những năm có tiền lương cao, và dẫn đến trữ lượng vốn cao hơn cho năm sau, điều này làm tăng lương nhưng lại làm giảm lãi suất. Lãi suất giảm tác hại đến sự gia tăng tiêu dùng từ mức tiêu dùng lẽ ra có thể đạt được, trong khi lương tăng giúp dần trải lợi ích của những cú sốc tích cực (và chi phí của những cú sốc tiêu cực) qua nhiều thế hệ.

Mô hình thứ nhất tiêu biểu cho sự khác biệt cơ bản so với mô hình tân cổ điển tiêu chuẩn, trong đó, chúng tôi đưa vào tình trạng bất cân xứng thông tin dẫn đến phân bổ định mức tín dụng và vốn cổ phần. Để đơn giản, chúng tôi đưa việc phân bổ định mức này vào một mô hình tiêu chuẩn theo kiểu Keynes, trong đó sản xuất bị giới hạn bởi tổng cầu. Một lần nữa, các cú sốc trong nước (ví dụ như những cú sốc làm tăng năng suất) sẽ được khuếch đại khi có tự do hoá thị trường vốn, đồng thời tự do hoá thị trường vốn cũng làm yếu đi khả năng bình ổn tự động có được từ việc điều chỉnh lãi suất nội sinh (việc điều chỉnh lãi suất nội sinh sẽ làm hạ lãi suất, và do vậy làm giảm tiết kiệm khi các triển vọng đầu tư yếu đi, và lại diễn ra theo cơ chế ngược lại khi các cơ hội đầu tư mạnh lên).

Có một lý do quan trọng khác khiến tự do hoá thị trường vốn dẫn đến biến động kinh tế nhiều hơn: tự do hoá thị trường vốn làm cản trở việc sử dụng chính sách tiền tệ ngược với chu kỳ kinh tế. Trong cuộc khủng hoảng Đông Á, Malaysia đã tránh được việc áp đặt lãi suất cao mà những nước theo chương trình của IMF đã làm, chẳng những làm tồi tệ thêm tình trạng sa sút kinh tế, mà còn dẫn đến phá sản nhiều hơn, do đó làm cho nhiệm vụ tái cơ cấu trở nên khó khăn và tốn kém hơn.

#### **(iv) Tại sao tự do hoá thị trường vốn không dẫn đến tăng trưởng nhanh hơn hay đầu tư cao hơn<sup>15</sup>**

Trong khi bài báo của IMF ra sức nhận diện một số đường dẫn mà qua đó tự do hoá thị trường vốn có thể dẫn đến tăng trưởng kinh tế nhanh hơn, họ lại không cố gắng kiểm định những giả thiết thay thế khác, giả như để khẳng định tầm quan trọng tương đối của những cách giải thích khả dĩ. Bài báo bắt đầu từ một quan điểm thiên lệch, thể hiện rõ qua việc các tác giả đã không xem xét những đường dẫn khác mà qua đó tự do hoá thị trường vốn có thể ảnh hưởng bất lợi đến tăng trưởng. Vì tôi đã trình bày những điều này một cách chi tiết hơn trong một ấn bản khác (Stiglitz 2003c, d) cho nên ở đây tôi chỉ phác thảo sơ qua:

- (a) Nếu tự do hoá thị trường vốn dẫn đến bất ổn sản lượng hay tiêu dùng<sup>16</sup> (như đã trình bày trong phần trên) thì nó làm tăng khoản phí đền bù rủi ro mà doanh nghiệp đòi hỏi cho

<sup>15</sup> Thậm chí trước khi có báo cáo của IMF, Ngân hàng Thế giới đã đi đến cùng một kết luận (tìm đọc ấn bản của Ngân hàng Thế giới 1999).

<sup>16</sup> Cả hai đều phù hợp một cách độc lập: bất ổn tiêu dùng có thể đặc biệt liên quan đến các hoạt động đầu tư trong những lĩnh vực hàng hoá tiêu dùng phi ngoại thương.

hoạt động đầu tư của họ, do đó làm thối chí đầu tư. Ngoài ra, trong chừng mực mà đầu tư phụ thuộc vào dòng tiền và ảnh hưởng của bảng cân đối kế toán, tình trạng sa sút kinh tế có thể có ảnh hưởng đặc biệt bất lợi đối với đầu tư.

- (b) Những khó khăn này càng thêm sâu sắc bởi sự biến động lãi suất cao hơn, ví dụ như lưu ý trên đây, cần thiết để ngăn chặn các dòng vốn ra.
- (c) Cả biến động sản lượng và biến động lãi suất đều gây ra những giới hạn nghiêm trọng đối với việc sử dụng nguồn huy động nợ, vốn có những ảnh hưởng bất lợi lớn (đối với đầu tư), đặc biệt tại các nước đang phát triển với thị trường vốn kém phát triển;<sup>17</sup> điều này dẫn đến việc phân bổ nguồn lực kém hiệu quả hơn – sản lượng thấp hơn – và tăng trưởng thấp hơn.
- (d) Vốn ngắn hạn có tầm nhìn hết sức ngắn hạn, và do đó, kỷ cương giám sát của thị trường mà người ta vẫn thường tán dương buộc các nước cũng phải theo đuổi những chính sách thiển cận hơn so với lẽ thường khi không có những dòng vốn ngắn hạn này, một lần nữa lại ảnh hưởng bất lợi đến tăng trưởng. Lấy ví dụ, các thị trường vốn thường tập trung chú ý đến thâm hụt ngân sách mà không tìm hiểu xem thử đồng tiền được chi tiêu như thế nào; khi đất nước buộc phải cắt giảm những dự án đầu tư có sinh lợi cao để cân bằng ngân sách, thì sẽ tác hại đến tăng trưởng dài hạn.
- (e) Các nước ngày càng cảm thấy rằng sự khôn ngoan thận trọng đòi hỏi họ phải lưu giữ một lượng dự trữ bằng với nợ ngắn hạn tính theo ngoại tệ. Nhưng có những chi phí cao gắn liền với lượng dự trữ như vậy. Thông thường, dự trữ được cất giữ dưới dạng tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ (hay những đồng tiền mạnh khác), có lãi suất 1 phần trăm, trong khi chi phí cơ hội của lượng tiền này đầu tư vào những dự án khác trong nền kinh tế có thể mang lại sinh lợi lớn lao hơn nhiều. Nếu một công ty tại một quốc gia đang phát triển vay nợ nước ngoài 100 triệu USD ngắn hạn từ một ngân hàng Mỹ, trả lãi suất 20 phần trăm chẳng hạn, thì nền kinh tế phải bỏ sang một bên một số tiền tương đương, dưới dạng dự trữ, chỉ hưởng lãi suất 1 phần trăm. Hậu quả là một khoản chuyển nhượng ròng sang Hoa Kỳ; đất nước gần như chắc chắn sẽ trở nên thiệt hại hơn.<sup>18</sup>

Cuối cùng, theo nhiều cách, bài báo của IMF xem ra không ý thức được một trong những vấn đề then chốt: Làm thế nào các dòng vốn ngắn hạn biến thành đầu tư *thực*. Các công ty không thể (hay không nên) tài trợ cho các dự án đầu tư dài hạn bằng nguồn vốn mà có thể nhanh chóng được rút ra. (Lẽ dĩ nhiên, việc tiêu dùng có thể được tài trợ bằng nguồn vốn ngắn hạn như vậy, đặc biệt để mua những hàng lâu bền.)

#### (v) Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Bài báo của IMF tập trung vào hội nhập thị trường tài chính – các dòng vốn gộp – bao gồm cả đầu tư trực tiếp nước ngoài. Trong khi ai cũng nhất trí (bên ngoài IMF) rằng các dòng vốn ngắn hạn không dẫn đến tăng trưởng, mà còn làm tăng sự bất ổn, người ta vẫn có một tình cảm ưa chuộng đối với đầu tư trực tiếp nước ngoài. Vì thế kết quả nghiên cứu của IMF nói rằng hội nhập thị trường tài chính, bao gồm cả đầu tư trực tiếp nước ngoài, không có ảnh hưởng đồng biến mạnh đối với tăng trưởng, có thể làm người ta ngạc nhiên.

<sup>17</sup> Ngay cả tại các nước phát triển, tương đối ít có hoạt động đầu tư được tài trợ bằng vốn cổ phần mới, do thông tin không cân xứng và không hoàn hảo.

<sup>18</sup> Tình huống duy nhất trong đó đất nước trở nên khấm khá hơn là khi khả năng phân bổ vốn hiệu quả của đất nước này tệ hại hơn nhiều so với ngân hàng Hoa Kỳ.

Một phần lý do có thể là số liệu thống kê đầu tư trực tiếp nước ngoài bao gồm nhiều hình thức đầu tư, và một số hình thức đầu tư có thể không dẫn đến tăng trưởng, hay chỉ ít không dẫn đến tăng trưởng bền vững. Tôi ngờ rằng nếu những số đo phúc lợi tốt hơn được sử dụng, thì chắc kết quả thậm chí còn kém đồng biến hơn.<sup>19</sup> Lấy ví dụ, đầu tư trực tiếp nước ngoài bao gồm tư nhân hoá. Nếu số thu từ hoạt động tư nhân hoá được chi tiêu một phần vào tiêu dùng, thì của cải của đất nước (những gì toàn thể quốc gia sở hữu) sẽ giảm đi; đất nước trở nên nghèo hơn. Trong một số trường hợp, tư nhân hoá dẫn đến gia tăng hiệu quả - ví dụ như khi có những doanh nghiệp nhà nước hoạt động thua lỗ - nhưng trong những trường hợp khác thì không dẫn đến hiệu quả tăng thêm.<sup>20</sup> Tại các nước đang phát triển, phần lớn đầu tư trực tiếp nước ngoài là vào dầu khí hay lĩnh vực tài nguyên thiên nhiên khác; số đo tiêu biểu của GDP không tính đến sự kiện là đất nước trở nên nghèo hơn do sự cạn kiệt tài nguyên. Hơn nữa, có một tư liệu nghiên cứu đồ sộ và ngày càng gia tăng (ngịch lý về tai hoạ tài nguyên, tìm đọc ấn bản của Sachs và Warner 2001 chẳng hạn) giải thích lý do tại sao chính sự phát triển tài nguyên thiên nhiên đó thường không gắn liền với tăng trưởng kinh tế nhanh hơn. Thông thường sự phát triển tài nguyên thiên nhiên này gần như không kết nối với phần còn lại của nền kinh tế; trong khi đó vấn đề ‘căn bệnh Hà Lan’ gây ra sự lên giá tỷ giá hối đoái, làm cho xuất khẩu trở nên khó khăn hơn và làm suy yếu khu vực cạnh tranh hàng nhập khẩu. Ngoài ra, các công ty nước ngoài có thể móc ngoặt hối lộ để có được tài nguyên thiên nhiên với một mức giá ‘chiết khấu’ (hoặc trong trường hợp hàng công nghiệp chế tạo, họ thậm chí có thể hối lộ để có được sự bảo hộ hay vị thế độc quyền).

Trong trường hợp hội nhập thị trường tài chính gắn liền với hoạt động ngân hàng quốc tế thôn tính các ngân hàng trong nước, còn có những lý do khác dẫn đến những ảnh hưởng bất lợi: các ngân hàng quốc tế có thể không sẵn lòng hay không thể cho các doanh nghiệp qui mô vừa và nhỏ trong nước vay tiền.<sup>21</sup> Hơn nữa, trong khi trên nguyên tắc, việc hội nhập giúp giảm khả năng xảy ra bất ổn trong việc cho vay (vì rủi ro được đa dạng hoá hơn), thế nhưng trên thực tế, có những ví dụ quan trọng (như ở Bolivia trong những năm gần đây) trong đó các cú sốc đối với hệ thống ngân hàng nước nhà (của ngân hàng quốc tế), hay những biến cố khác tại nước nhà dẫn đến thay đổi mức sẵn lòng gánh chịu rủi ro, vì thế dẫn đến sự thu hẹp cung tín dụng, dẫn đến sự thu hẹp trong nền kinh tế của quốc gia đang phát triển.<sup>22</sup>

#### (vi) Biện hộ cho các hành vi can thiệp

Sự kiện các dòng vốn ngắn hạn có tiềm năng gây ảnh hưởng bất lợi lớn đối với những lĩnh vực khác – ngoài những lĩnh vực trực tiếp liên quan đến dòng vốn – có nghĩa là có một *yếu tố ngoại tác*, và như ta luôn luôn thấy, khi có một yếu tố ngoại tác thì sẽ có một lập luận *để thấy* ủng hộ cho sự can thiệp của chính phủ. Vấn đề chỉ là: liệu có hay không những biện pháp can thiệp giúp giải quyết được những hậu quả bất lợi của yếu tố ngoại tác, mà không bị bù trừ bằng những hiệu

<sup>19</sup> Điều này cũng đúng đối với những hình thức khác của dòng vốn. Lấy ví dụ, như phân tích trên đây cho thấy, nếu vay mượn ngắn hạn bằng ngoại tệ gắn liền một cách hệ thống với xác suất khủng hoảng cao hơn, thì khung hạch toán thu nhập quốc gia hướng tới phúc lợi phải tính đến một số giá trị ước lượng thực tế về những thiệt hại vào thời điểm diễn ra việc vay mượn.

<sup>20</sup> Tìm đọc một bài khảo sát các nghiên cứu về ảnh hưởng của tư nhân hoá trong ấn bản của Megginson và Netter (2001). Tìm đọc một bài điều tra tập trung vào các nền kinh tế chuyển đổi trong ấn bản của Djankov và Murrell (2002).

<sup>21</sup> Lẽ dĩ nhiên, những mối quan ngại tương tự là trung tâm của các biện pháp hạn chế hoạt động ngân hàng quốc tế ở Hoa Kỳ, mà cuối cùng chỉ được bãi bỏ vào năm 1995.

<sup>22</sup> Sự kiện người cho vay nước ngoài không am hiểu thông tin về rủi ro tại quốc gia đang phát triển có thể có nghĩa là: một số hình thức cho vay nhất định tại nước đang phát triển sẽ có xác suất bị ‘gạch đỏ’ nhiều hơn, nghĩa là sẽ bị hạn chế, hay định mức phân bổ ít hơn.

ứng phụ tiêu cực khác; và nếu có, thì hình thức can thiệp tốt nhất là gì. Kinh nghiệm của Chile và Malaysia cho thấy rằng quả thật có những biện pháp can thiệp như vậy.<sup>23</sup> Ứng với không gian có hạn của bài báo này, tôi không thể trình bày hết những biện pháp đó ở đây.

Ở đây, tôi chỉ đơn giản lưu ý rằng, thậm chí IMF cũng công nhận tầm quan trọng của các yếu tố ngoại tác trong lĩnh vực này – bằng chứng là mối quan ngại của các tác giả bài báo của IMF về tình trạng lây lan, và sử dụng hiện tượng lây lan để biện hộ cho việc cứu trợ của họ. Nhưng nếu các cuộc khủng hoảng giúp biện minh cho hành động của chính phủ, thì việc giải quyết những nguyên nhân cơ bản sẽ rất có ý nghĩa. (Người ta không nên chỉ xây dựng một bệnh viện to lớn hơn để giải quyết những vấn đề y tế công cộng.) Trong số các nguyên nhân của khủng hoảng là sự mất ổn định của các dòng vốn ngắn hạn. Do đó, cố gắng ổn định những dòng vốn này là một việc làm có ý nghĩa. Ngay cả nếu sự can thiệp của chính phủ là *không hoàn hảo*, (nghĩa là có ‘rò rỉ’), thì cũng có thể có một lợi ích xã hội to lớn từ việc giảm mức độ biến động chung của các dòng vốn ngắn hạn.

#### IV. NHẬN XÉT KẾT LUẬN

Các nhà kinh tế học, đặc biệt tại các quốc gia đang phát triển, từ lâu vẫn bày tỏ mối nghi ngờ về ưu điểm của tự do hoá thị trường vốn – ví dụ như bài báo thường được trích dẫn của Diaz Alejandro (1985). Cho dù tôi chưa được biết một cuộc khảo sát nào về niềm tin trong giới chuyên gia kinh tế, từ lâu trước khi có bài báo của IMF, tôi đã ngờ rằng những mối nghi ngại này gần như tiêu biểu cho một sự nhất trí. Ngay cả Lawrence Summers, trước khi ông vào làm việc cho Bộ Tài chính Hoa Kỳ, cũng đã bày tỏ mối nghi ngại này (Summers, 1997). Như tôi đã lưu ý, sự lưu chuyển thuận theo chu kỳ kinh tế của các dòng vốn và cơ cấu thị trường vốn – làm cho các nước đang phát triển phải gánh chịu rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá hối đoái – khiến người ta gần như không còn nghi ngờ gì nữa về những rủi ro gây ra bởi tự do hoá thị trường vốn. Giả sử như bài báo của Rogoff và những người khác kết luận rằng *xét bình quân* tự do hoá thị trường vốn sẽ làm giảm biến động tiêu dùng so với biến động sản lượng, thì họ đã không trả lời một cách đầy đủ cho những người phê phán tự do hoá thị trường vốn, những người vốn không quan tâm nhiều đến *giá trị bình quân* mà quan tâm đến những biến cố *cực đoan*. Nhưng sự kiện một bài báo bắt đầu bằng sự thiên vị rõ ràng đối với tự do hoá thị trường vốn – và một phân tích dựa vào những giả định lý thuyết không phù hợp với nhiều quốc gia đang phát triển, nếu không muốn nói là đa số các quốc gia đang phát triển – đi đến một kết luận đầy hoài nghi như vậy về những ưu điểm của tự do hoá thị trường vốn sẽ tạo thành một đóng góp cơ bản cho cuộc tranh luận về tự do hoá thị trường vốn. IMF nên thay đổi từ việc thuyết phục các nước tự do hoá thị trường vốn chuyển thành việc hợp tác với các nước để làm thế nào thiết kế được những biện pháp can thiệp vào thị trường vốn giúp bình ổn các dòng vốn, hay thậm chí tốt hơn, bảo đảm rằng các dòng vốn lưu chuyển một cách ngược với chu kỳ kinh tế. IMF nên làm việc tích cực hơn nhằm giải quyết những thất bại cơ bản trên thị trường vốn, soạn thảo ra đường lối để qua đó phần lớn rủi ro biến động lãi suất và tỷ giá hối đoái có thể được dịch chuyển sang các nước phát triển và các tổ chức tài chính quốc tế. Và trong tương lai, IMF nên dựa nhiều hơn vào bằng chứng và bớt dựa vào hệ tư tưởng trong việc triển khai các chương trình chính sách của mình. Quan điểm của IMF về tự do hoá thị trường vốn đã xói mòn uy tín của họ trong nhiều cộng đồng; bất chấp luận điệu của các tác giả là bài báo tiêu biểu cho ‘một sự tiến hoá, chứ không phải một cuộc cách mạng’ trong tư duy của IMF, bài báo này xác nhận điều mà nhiều người trong thế giới đang phát triển từ lâu

<sup>23</sup> Trung Quốc và Ấn Độ là hai ví dụ khác. Tìm đọc trường hợp của Ấn Độ trong ấn bản của Joshi (2003). Cũng có thể tìm đọc ấn bản của Wyplosz (2002).

đã biết: những lời cố vấn của IMF trong lĩnh vực này khiến các nước phải đương đầu với rủi ro mà không được ban thưởng.

## PHỤ LỤC A

### Một mô hình đơn giản về ‘sự thay đổi cơ chế’ trong đó hội nhập thị trường tài chính dẫn đến thu nhập gia tăng và biến động tiêu dùng

Ta hãy xem xét một nền kinh tế trong đó có hai trạng thái bản chất  $\theta_1$  và  $\theta_2$ , và nền kinh tế này dịch chuyển một cách ngẫu nhiên (theo cách Markovian) từ trạng thái này sang trạng thái kia với xác suất  $\pi$ . Trong cả hai trạng thái đều có hai dự án, một dự án rủi ro và một dự án an toàn, và người cho vay không thể giám sát việc người vay sẽ thực hiện dự án nào. Các dự án đều trải qua hai giai đoạn rồi chín muồi, và để đơn giản, ta giả định tất cả các khoản vay đều có lãi suất biến thiên, với lãi suất trong thời đoạn hai được ấn định bằng lãi suất cho vay thịnh hành vào thời điểm đó. Chúng ta sẽ tập trung xem xét hành vi diễn ra dọc theo đường trạng thái cân bằng. Như vậy, cả người cho vay và người vay đều có những kỳ vọng (hợp lý) về mức lãi suất cho vay thời đoạn *kế tiếp* sẽ là bao nhiêu, tùy thuộc vào trạng thái. Gọi  $\beta_i^j(r_i, r_i)$ ,  $j = S, R$ , là sinh lợi kỳ vọng của một nhà đầu tư phải vay mượn để tài trợ cho việc đầu tư vào dự án an toàn (S) hay dự án rủi ro (R), khi nền kinh tế ở trạng thái  $i$ , khi lãi suất là  $r_i$ , và người ta dự đoán rằng nếu có sự thay đổi cơ chế, thì lãi suất sẽ là  $r_i$ . Nếu trạng thái trong thời đoạn kế tiếp vẫn không thay đổi, thì ta giả định một cách hợp lý rằng lãi suất trong thời đoạn kế tiếp sẽ giống như trong thời đoạn đầu.) Người vay ra quyết định chọn lựa loại dự án nào để thực hiện trong thời đoạn 1, nhưng kết quả của dự án được xác định bởi trạng thái bản chất trong thời đoạn hai. Lẽ dĩ nhiên, cả người cho vay và người vay đều biết khả năng trạng thái sẽ thay đổi từ thời đoạn này sang thời đoạn khác.

Chúng ta có thể mô tả hệ lãi suất mà qua đó, dự án an toàn sẽ được thực hiện trong cả hai trạng thái bản chất; đó là một hệ  $\{r_1, r_2\}_i$  phụ thuộc vào trạng thái, sao cho

$$\{r_1, r_2\}_1 : \beta_1^S(r_1, r_2) \geq \beta_1^R(r_1, r_2)$$

$$\{r_1, r_2\}_2 : \beta_2^S(r_2, r_1) \geq \beta_2^R(r_2, r_1).$$

Ta gọi  $\rho_i(r_1, r_2)$  là sinh lợi kỳ vọng đối với *một người cho vay* nếu lãi suất là  $\{r_1, r_2\}$  khi cho vay trong trạng thái  $i$ . (Người cho vay có thể suy luận ra loại dự án nào mà người vay sẽ thực hiện.) Gọi  $\rho^*$  là suất sinh lợi quốc tế an toàn. Ta giả định rằng trạng thái 1 là trạng thái xấu, và rằng:

$$\text{Max } \rho_1(r_1, r_2) < \rho^* < \text{Max } \rho_2(r_1, r_2)$$

Cho nên trong trạng thái 1, bất kể lãi suất được tính bằng bao nhiêu, sinh lợi kỳ vọng đối với người cho vay cũng thật nhỏ đến mức không có một khoản vay nào được thực hiện trong nước *khi có hội nhập thị trường tài chính*; trong khi trong trạng thái 2, việc cho vay sẽ được thực hiện. ‘Mảnh khoẻ’ của phép phân tích này là trong một nền kinh tế đóng, lãi suất ‘an toàn’ sẽ điều chỉnh theo trạng thái của nền kinh tế sao cho một số khoản vay vẫn được thực hiện ngay cả trong trạng thái 1. Như vậy, biến thiên của sản lượng sẽ nhỏ hơn.

Ta giả định rằng có  $M^*$  dự án an toàn (mỗi dự án có chi phí là 1 USD),<sup>24</sup> và sinh lợi kỳ vọng của người cho vay luôn luôn được tối đa hoá khi người vay thực hiện dự án an toàn, và quả thật, nếu người vay thực hiện dự án rủi ro thì sinh lợi kỳ vọng của người cho vay sẽ thấp đến mức họ sẽ không cho vay. Đất nước này có một nền văn hoá tín dụng yếu đến mức những người cho vay quốc tế không thể cho khách hàng vay một cách trực tiếp. (Nói cách khác, những người cho vay quốc tế không thể phân biệt giữa những nhà tư bản và những kẻ bịp bợm, và vì họ không thể phân biệt, cũng như do có một lãi suất tối đa mà vượt quá mức đó những nhà tư bản sẽ không vay mượn, cho nên suất sinh lợi kỳ vọng của việc cho vay sẽ có giá trị âm.)

Ta sử dụng một khung phân tích kinh tế vĩ mô tiêu chuẩn về tổng cầu theo Keynes, mà để đơn giản, ta sẽ giả định rằng tỷ lệ tiết kiệm  $s$  trong thu nhập là một hàm số theo sinh lợi kỳ vọng  $\rho$ ; ta có  $s(\rho)$  với  $s' > 0$ , xuất khẩu cố định là  $X$ , nhập khẩu bằng một tỷ lệ  $m$  của thu nhập, chi tiêu của chính phủ cố định, cho nên:

$$Y_i = X + G + I/m + s(\rho_i)$$

### (i) Các thị trường tài chính đóng cửa

Với các thị trường tài chính đóng,  $\rho$  điều chỉnh để cân bằng tiết kiệm với đầu tư. Trong 'trạng thái tốt', tất cả các dự án đều được thực hiện cho nên  $I = M^*$ .

Điều này có nghĩa là ở trạng thái tốt, lãi suất sẽ ở mức sao cho tạo ra tiết kiệm để tài trợ cho tất cả các dự án đầu tư;<sup>25</sup> trong khi ở trạng thái xấu, lãi suất sẽ là lãi suất tối đa sao cho người vay không thực hiện dự án rủi ro.<sup>26</sup> Khi đó ta có thể dễ dàng giải ra tìm  $(r_i, Y_i)$  thông qua các phương trình đồng thời:

$$Y_2 = [X + g + M^*] / [m + s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))],$$

$Y_2$  là phương trình chi tiêu-thu nhập chuẩn cho trạng thái 2. Điều kiện sau đây bảo đảm rằng trong trạng thái 2, tiết kiệm bằng với đầu tư:

$$M^* = s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))Y_2 = s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))[X + G + M^*] / [m + s(\rho_2(r_1^0, r_2^0))]$$

$Y_1$  là phương trình chi tiêu-thu nhập chuẩn cho trạng thái 1:

$$Y_1 = [X + G + I_1] / [m + s(\rho_1(r_1^0, r_2^0))],$$

Điều kiện sau đây bảo đảm rằng dự án an toàn được thực hiện trong trạng thái 1:

$$\{r_1^0, r_2^0\}_1 : \beta_1^s(r_1^0, r_2^0) = \beta_1^r(r_1^0, r_2^0)$$

Và trong đó,

<sup>24</sup> Ngoài ra, tất cả hoạt động đầu tư đều mang lại hàng hoá (sản xuất trong nước) phi ngoại thương.

<sup>25</sup> Ngoài ra, chúng ta giả định các thông số sao cho lãi suất sẽ khiến người vay thực hiện dự án an toàn trong trạng thái tốt.

<sup>26</sup> Nghĩa là nếu lãi suất tăng lên để làm cho cung tín dụng bằng với cầu tiềm năng đối với những dự án tốt, thật ra người vay sẽ thực hiện những dự án rủi ro.

$$I_1 = s(\rho_1(r_1^0, r_2^0))Y_1 = s(\rho_1(r_1^0, r_2^0)) [X + G + I_1] / [m + s(\rho_1(r_1^0, r_2^0))] \\ = s^*_1 [X + G] / m$$

trong đó  $r_i^0$  tiêu biểu cho lãi suất cân bằng trong trạng thái  $i$ .<sup>27</sup>

Ta dễ dàng xác minh rằng với  $i = 1, 2$

$$Y_i = [X + G] / m.$$

Không có biến động sản lượng. Có ít nhiều biến động tiêu dùng, vì tiết kiệm trong trạng thái tốt phải cao hơn (cho nên tiêu dùng trong trạng thái tốt thật ra phải thấp hơn). Chênh lệch tiêu dùng giữa hai trạng thái bằng với mức chênh lệch đầu tư. Lưu ý rằng trong dạng tổng quát hơn của mô hình, sẽ có cả biến thiên sản lượng cũng như biến thiên tiêu dùng, chẳng hạn như khi  $m$ ,  $X$ , hay  $G$  nhạy cảm trước trạng thái bản chất hay lãi suất thực.

## (ii) Các thị trường tài chính mở cửa

Với những thị trường tài chính hoàn toàn mở cửa, sự tách biệt giữa đầu tư và tiết kiệm gần như hoàn toàn – ngoại trừ thông qua ảnh hưởng của đầu tư đối với thu nhập. Có một mức lãi suất quốc tế quyết định tiết kiệm; chúng ta sẽ ký hiệu tỷ lệ tiết kiệm là  $s^{**}$ . Trong trạng thái tốt, tất cả các dự án đầu tư đều được thực hiện; trong trạng thái xấu, sẽ không có mức lãi suất nào để việc đầu tư là có lợi. Vì thế:

$$Y_2 = X + G + M^* / m + s^{**}$$

và

$$Y_1 = X + G / m + s^{**}.$$

Mở cửa thị trường vốn làm giảm thu nhập trong trạng thái xấu và (giả định rằng trong trạng thái tốt, đất nước xảy ra tình trạng 'khan hiếm vốn', nghĩa là đất nước phải vay mượn nước ngoài) làm tăng thu nhập trong trạng thái tốt (khi tình trạng khan hiếm vốn dẫn đến tiết kiệm cao hơn và tiêu dùng ít hơn). Tự do hoá thị trường vốn như vậy sẽ làm tăng biến động sản lượng. Chúng ta không rõ liệu biến động tiêu dùng chung sẽ tăng lên hay giảm xuống; chênh lệch tiêu dùng giữa hai trạng thái bây giờ là  $(1 - s^{**})(Y_2 - Y_1) = [(1 - s^{**}) / (m + s^{**})]M^*$ , trong khi trong mô hình nền kinh tế đóng, chênh lệch tiêu dùng giữa hai trạng thái là  $I_1 - M^*$ .

Mô hình cũng nhất quán với diễn tiến lưu chuyển vốn mà chúng ta quan sát thấy – dòng vốn chảy vào quốc gia trong những thời kỳ tốt đẹp, và trong những thời kỳ xấu, dòng vốn lại tuôn ra (toàn bộ tiết kiệm được đầu tư ra nước ngoài).

## PHỤ LỤC B

**Một mô hình đơn giản với các thị trường rủi ro không hoàn hảo, trong đó hội nhập thị trường tài chính dẫn đến gia tăng biến động thu nhập và tiêu dùng, và giảm sút phúc lợi và tăng trưởng**

<sup>27</sup> Ở trạng thái cân bằng phân bổ định mức tín dụng,  $r_i^0$  có giá trị sao cho  $\beta_1^s(r_1^0, r_2^0) = \beta_1^r(r_1^0, r_2^0)$ .

Newbery và Stiglitz (1984) đã chứng minh rằng, khi không có các thị trường rủi ro, việc mở cửa ngoại thương dẫn đến một trạng thái cân bằng Pareto thứ cấp. Ý tưởng thật là đơn giản: với độ co giãn cầu bằng 1 đơn vị, giá và sản lượng biến thiên ngược chiều nhau, cho nên hệ thống giá mang lại sự bảo hiểm hoàn hảo về doanh thu. (Với độ co giãn cầu gần bằng 1 đơn vị, hệ thống giá mang lại sự bảo hiểm tốt về doanh thu.) Tuy nhiên, việc mở cửa ngoại thương làm yếu đi mối quan hệ nghịch biến giữa giá và lượng, vì thế làm cho các nhà sản xuất chịu nhiều rủi ro hơn. Điều này có thể sẽ làm giảm sút đầu tư vào những hoạt động có sinh lợi cao; nếu ta dò tìm ảnh hưởng trong một mô hình cân bằng tổng quát, có thể chẳng những các nhà sản xuất trở nên tồi tệ hơn - do rủi ro nhiều hơn - mà cả người tiêu dùng cũng sa sút hơn.

Ta có thể sử dụng một mô hình tương tự để chứng minh tự do hoá thị trường vốn khi không có các thị trường bảo hiểm tốt có thể dẫn đến phúc lợi thấp hơn (cũng như biến động tiêu dùng và thu nhập cao hơn). Giả định rằng lãi suất cho vay quốc tế dành cho đất nước,  $r$ , là lãi suất khả biến. Tuy nhiên, những người nước ngoài chỉ cho các doanh nghiệp vay mà thôi (vì họ không thể phân biệt giữa những hộ gia đình tốt và hộ gia đình xấu đi vay). Các cá nhân sống trong hai thời đoạn, làm việc trong thời đoạn thứ nhất. Ràng buộc ngân sách được cho bởi phương trình sau:

$$C_1^t = w_t - s_t$$

$$C_2^t = [1 + r_{t+1}] s_t$$

Trong đó ký hiệu  $t$  tiêu biểu cho các thế hệ.

Để đơn giản, ta giả định họ có một hàm thỏa dụng dạng logarithm:

$$U^t = \ln C_1^t + \ln C_2^t$$

Có nghĩa là  $s = 0,5$ , và:

$$EU^t = -2 \ln 0,5 + 2 \ln w_t + E \ln (1 + r_{t+1}).$$

Trong phần thảo luận dưới đây, chúng ta sẽ tập trung vào hai trường hợp: trường hợp thứ nhất có nguồn ngẫu nhiên duy nhất là lãi suất, trường hợp thứ hai có nguồn ngẫu nhiên duy nhất là năng suất trong nước. Trong mỗi trường hợp, chúng ta tập trung xem xét các thị trường vốn mở so với thị trường vốn đóng cửa. Chúng ta bắt đầu bằng trường hợp thứ nhất, trong đó nguồn duy nhất gây ra tình trạng không chắc chắn là lãi suất bên ngoài.

Để đơn giản, ta giả định rằng vốn ngắn hạn thật sự được đưa vào các hàng hoá đầu tư.  $F(K_t, L_t)$  là hàm sản xuất có sinh lợi không đổi;  $f(k_t)$  là sản lượng trên một người lao động, với  $k_t = K_t / L_t$ . Ta giả định rằng toàn bộ vốn đều khấu hao mỗi thời đoạn. Trong một nền kinh tế đóng:

$$k_t = 0,5w_{t-1} = 0,5[f(k_{t-1}) - k_{t-1}f'(k_{t-1})] = 0,5 g(k_{t-1}),$$

trong đó  $g \equiv f - kf'$ .

Trạng thái dừng được định nghĩa là:

$$k^* = 0,5g(k^*).$$



Chúng ta giả định rằng nền kinh tế đang ở trạng thái dừng. Không có biến động tiền lương, hay biến động lãi suất, hay độ thỏa dụng.

Bây giờ chúng ta xem thử điều gì xảy ra khi ta mở cửa nền kinh tế. Bây giờ,

$$k_t = f^{r-1}(1 + r_t) \equiv h(r_t)$$

trong đó  $r_t$  là một biến ngẫu nhiên. Vì thế,  $w_t = g(h(r_t))$  là một biến ngẫu nhiên, và độ thỏa dụng kỳ vọng của một cá nhân trong thời đoạn 1 là:<sup>28</sup>

$$E_t U^t = -2 \ln 0,5 + 2 \ln w_t + E_t \ln (1 + r_{t+1}).$$

Và độ thỏa dụng kỳ vọng *tiên liệu* (trước khi sự việc xảy ra) của *thế hệ bình quân* là:

$$E\{E_t U^t\} = -2 \ln 0,5 + 2E \ln w_t + E [E_t \ln (1 + r_{t+1})].$$

Ta suy ra rằng mở cửa thị trường vốn rõ ràng dẫn đến gia tăng biến động tiêu dùng.

Tác động đối với phúc lợi xã hội thì khó hơn, vì nó phụ thuộc một phần vào mối quan hệ giữa lãi suất bình quân trên thị trường quốc tế và lãi suất trong nền kinh tế đóng, cũng như bản chất của hàm phúc lợi xã hội. Lấy ví dụ, nếu ta ký hiệu  $r_c$  là lãi suất trong nền kinh tế đóng, và giả định rằng bình quân logarithm của  $(1 + r_t)$  trên thị trường quốc tế là logarithm của một cộng với lãi suất trong nền kinh tế đóng – nghĩa là  $E[\ln (1 + r_t)] = \ln (1 + r_c)$  – và giả định rằng có một hàm phúc lợi xã hội thiết thực, khi đó phúc lợi xã hội sẽ giảm xuống hay tăng lên khi độ co dãn của việc thay thế giữa lao động và vốn trong hàm sản xuất nhỏ hơn hay lớn hơn một đơn vị.<sup>29</sup> Nếu hàm phúc lợi xã hội lõm (nghĩa là không đều hay ghét rủi ro), thì phúc lợi xã hội sẽ giảm ngay cả khi độ co dãn của việc thay thế lớn hơn một đơn vị, miễn là nó không quá lớn. Nếu lãi suất bình quân trong nền kinh tế mở bằng  $r_c$ , thì thậm chí tình trạng giảm phúc lợi xã hội còn có nhiều khả năng xảy ra hơn.<sup>30</sup>

### (i) Biến thiên năng suất

Ta cũng có được kết quả tương tự ngay cả nếu có sự biến thiên sản xuất trong nước, ví dụ như hàm sản xuất trong nước có dạng  $Q_t = \theta_t f(k_t)$ .

Trong nền kinh tế đóng bây giờ có sự biến thiên tiêu dùng và sản lượng. Với hàm thỏa dụng dạng logarithm của chúng ta,

$$s_t = k_{t+1} = w_t / 2 = \theta_t g(k_t) / 2$$

và

$$\begin{aligned} E_t U^t &= -2 \ln 0,5 + 2 \ln w_t + E \ln (1 + r_{t+1}) \\ &= -2 \ln 0,5 + 2 \ln w_t + E_t \ln \theta_{t+1} + \ln f'(w/2) \end{aligned}$$

<sup>28</sup> Trong phần tiếp theo,  $E_t(X)$  ký hiệu cho kỳ vọng có điều kiện về biến ngẫu nhiên  $X$  ứng với thông tin có sẵn trong thời đoạn  $t$ .

<sup>29</sup> Phúc lợi xã hội sẽ giảm xuống hay tăng lên khi  $\ln w$  là một hàm lõm hay lồi theo  $\ln(1 + r)$ . Ta dễ dàng chứng minh được rằng  $d \ln w / d \ln (1 + r) = -\alpha / 1 - \alpha$ , trong đó  $\alpha$  là tỷ trọng vốn trong thu nhập quốc gia. Kết quả đạt được ngay lập tức.

<sup>30</sup>  $\ln(1 + r)$  là một hàm lõm theo  $r$ .

và<sup>31</sup>

$$E\{E_t U^t\} = -2 \ln 0,5 + 3 E[\ln \theta_t] + 2 E[\ln g(k_t)] + E \ln f'[\theta_t g(k_t) / 2].$$

Trong trường hợp thị trường vốn mở,

$$k^*_t = f^{r-1} ((1 + r_t) / \theta_t) = h(r_t / \theta_t)$$

và

$$w_t = \theta_t [f(k^*_t) - k^*_t f'(k^*_t)] = \theta_t g(k^*_t) = \theta_t g(h(r_t / \theta_t))$$

cho nên

$$E_t U^t = -2 \ln 0,5 + 2 \ln w_t + E_t \ln (1 + r_{t+1}).$$

Nếu chúng ta giả định rằng không có biến thiên lãi suất quốc tế, thì

$$E\{E_t U^t\} = -2 \ln 0,5 + 2 E[\ln \theta_t] + 2 E[\ln g(h(r / \theta_t))] + \ln (1 + r).$$

Ta thấy rõ ràng là mở cửa thị trường vốn dẫn đến sự biến thiên tiền lương nhiều hơn (khi  $\theta$  cao, đất nước có thể vay mượn nhiều hơn, đẩy tiền lương lên cao, và ngược lại, khi  $\theta$  thấp, vốn chảy ra khỏi đất nước). Và không giống như nền kinh tế đóng, mức lương cao trong hiện tại sẽ không có ảnh hưởng bất lợi đối với lãi suất trong thời đoạn kế tiếp. Vì thế, xét bình quân, tiêu dùng và thỏa dụng kỳ vọng sẽ biến động hơn so với trong nền kinh tế đóng, và với hàm phúc lợi không đều hay ghét rủi ro, phúc lợi xã hội sẽ giảm. Điểm tinh tế duy nhất thể hiện qua sự kiện là khi nền kinh tế hoạt động hữu hiệu hơn, đất nước sẽ tiếp cận với nhiều nguồn lực hơn. Chúng ta phải so sánh lợi ích này so với những thiệt hại do biến động nhiều hơn. Việc phân tích một cách đầy đủ sẽ vượt ra ngoài phạm vi của phụ lục này. Ở đây, chúng ta chỉ xem xét trường hợp đặc biệt ứng với hàm sản xuất có độ co giãn bằng một đơn vị, hàm phúc lợi xã hội thiết thực, và điều kiện chuẩn hoá, trong đó logarithm kỳ vọng của lãi suất trong nền kinh tế đóng bằng với logarithm của lãi suất trong nền kinh tế mở, nghĩa là:

$$\ln \alpha - (1 - \alpha) E \ln k_c + E \ln \theta_t = \ln (1 + r_0).$$

Vì thế, theo ký hiệu hiển nhiên,

$$E \ln w_c = \ln (1 - \alpha) + \alpha \ln k_c + E \ln \theta_t.$$

Trong khi đó, đối với nền kinh tế mở, ứng với mỗi  $\theta$ :

$$\ln \alpha - (1 - \alpha) \ln k_0 + \ln \theta_t = \ln (1 + r_0)$$

cho nên

$$\ln \alpha - (1 - \alpha) E \ln k_0 + E \ln \theta = \ln (1 + r_0).$$

Ta suy ra ngay rằng

<sup>31</sup> Giả định  $\ln(\theta_t)$  là một martingale.

$$E \ln w_c = E \ln w_0$$

Và do đó, độ thỏa dụng kỳ vọng là như nhau. Nhưng với độ thỏa dụng cá nhân là

$$\ln (w_t / 2) + \ln (w_t (1 + r_{t+1}) / 2),$$

và với  $w$  và  $r$  trong một nền kinh tế đóng có tương quan nghịch biến với nhau, độ thỏa dụng trong nền kinh tế đóng sẽ ít biến thiên giữa các thế hệ hơn; vì thế, với một hàm phúc lợi xã hội lõm, phúc lợi xã hội sẽ thấp hơn sau khi tự do hoá thị trường vốn.

Nói tổng quát hơn, với tự do hoá thị trường vốn, sự biến thiên  $\theta$  sẽ tạo ra sự biến thiên lớn của tiền lương và do đó cũng dẫn đến biến thiên độ thỏa dụng trọn đời, đặc biệt nếu tỷ trọng lao động trong thu nhập quốc gia là nhỏ.<sup>32, 33</sup>

Ta cũng thấy rõ ràng là tự do hoá thị trường vốn dẫn đến tăng phương sai của sản lượng.

Cảm nhận trực giác đằng sau những kết quả này thật đơn giản. Trước khi mở cửa thị trường vốn, độ thỏa dụng sẽ biến thiên ít hơn so với tiền lương, vì khi có một cú sốc tích cực về năng suất, tiền lương sẽ cao; khi tiền lương cao, tiết kiệm sẽ cao, và vì thế lãi suất sẽ thấp; tiêu dùng trọn đời của thế hệ trẻ hơn sẽ không tăng theo năng suất, nghĩa là theo sản lượng và tiền lương của họ. Hơn nữa, lợi ích của một cú sốc năng suất được chia sẻ với các thế hệ tương lai, khi tiết kiệm tăng lên dẫn đến tiền lương tăng trong thế hệ tiếp theo, mà điều này lại có ích cho những thế hệ tiếp theo nữa.

Mặt khác, một khi thị trường vốn đã được tự do hoá, ảnh hưởng đầu tiên sẽ không còn hiện hữu nữa (vì lãi suất không phụ thuộc vào tiết kiệm riêng của đất nước). Ngoài ra, tác động của  $\theta$  cao hơn chỉ được cảm nhận bởi thế hệ đang làm việc lúc bấy giờ. (Như vậy, nó ảnh hưởng đến tiêu dùng chỉ trong hai thời đoạn, hai thời đoạn trong cuộc đời của cá nhân.)

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

(Xem bảng tiếng Anh)

<sup>32</sup> Trong nền kinh tế mở,  $d \ln k / d \ln \theta = 1 / \beta$ , trong đó  $\beta = -(1 / d \ln f' / d \ln k)$ , vì thế,  $d \ln w / d \ln \theta = 1 + \beta(\alpha / 1 - \alpha)$  ( $d \ln k / d \ln \theta = 1 / 1 - \alpha$ ).

<sup>33</sup> Biến thiên tiền lương và độ thỏa dụng trong nền kinh tế đóng phụ thuộc vào quá trình ngẫu nhiên của  $\theta$ . Lấy ví dụ, giả định rằng  $\theta$  có hai giá trị,  $\theta_1$  và  $\theta_2$ . Khi đó, trạng thái dừng được xác định bằng cặp phương trình  $k^*_1 = \theta_1 g(k^*_1)$  và  $k^*_2 = \theta_2 g(k^*_2)$ .