

Ghi chú Bài giảng 12

Cân bằng tiết kiệm – đầu tư

Các mô hình lý thuyết là công cụ rất hữu ích, vì chúng đơn giản hóa thế giới để giúp ta hiểu một số quan hệ cơ bản. Nhưng chúng ta cũng luôn phải nhớ rằng mỗi mô hình đi kèm với những giả định mà có thể bỏ qua những chi tiết quan trọng trên thực tế. Hôm nay chúng ta sẽ lùi lại so với lý thuyết và xem xét một số vấn đề thực tế liên quan đến sự cân đối tiết kiệm và đầu tư¹.

Trước hết, tiết kiệm = đầu tư ($S=I$), theo định nghĩa, là một đồng nhất thức. (Đầu tư = tiết kiệm tư nhân + tiết kiệm chính phủ + tiết kiệm nước ngoài + lưu lượng vốn ròng.) Nói cách khác, đây là một nguyên tắc kế toán, được xác định hậu suy (expost, sau khi sự việc đã qua đi), chứ không mô tả một cơ chế tự động hay một mối quan hệ kinh tế. Lấy ví dụ Việt Nam năm 2008.

Việt Nam: Tiết kiệm và đầu tư, 2008

Chi đầu tư	Tiết kiệm
Tổng mức hình thành vốn cố định	34.6%
Tăng thêm tồn kho	5.1%
	Tiết kiệm chính phủ
	-1.9%
	Tiết kiệm nước ngoài
	4.7%
	Dòng vốn vào
	8.4%
Đầu tư	39.7%
Tiết kiệm	39.7%

Nguồn: IFS data, IMF

Mỗi quan hệ tiết kiệm bằng đầu tư không nên được hiểu theo ý nghĩa là nền kinh tế đang đạt cân bằng, hoặc tiết kiệm *đi trước* hay tiết kiệm quyết định đầu tư. Ở bất kỳ mức tiết kiệm và đầu tư nào, thì hai giá trị này luôn đồng nhất vì chúng là lưu lượng, và theo nguyên tắc kế toán thì ma trận lưu lượng luôn cân bằng theo hàng.

¹ Revised from Jonathan Pincus, Lecture notes 10 (2010).

Ví dụ, Việt Nam tích lũy tồn kho đến 5% GDP. Con số này thể hiện lượng sản xuất của doanh nghiệp tư nhân mà không được bán ra trong năm. Nói cách khác, cung hàng hóa vượt cầu, do hộ gia đình trong nước tiêu dùng ít đi (tiết kiệm nhiều hơn) so với kỳ vọng của doanh nghiệp, hoặc do doanh nghiệp không xuất khẩu được nhiều như họ dự tính. Các khoản tồn kho này là đầu tư. Hộ gia đình Việt Nam cũng nhận được tiết kiệm nước ngoài dưới dạng kiều hối tư nhân, giúp lấp đầy khoảng cách giữa tiết kiệm nội địa với tỉ trọng thu nhập quốc dân được đầu tư. Một số khoản kiều hối này được tiết kiệm và một số được tiêu dùng. Nhưng vì lý do kế toán, khoản kiều hối này được tính vào và lấp khoảng trống giữa tiết kiệm và đầu tư nội địa.

Cũng nhớ rằng, khái niệm “đầu tư” trong kinh tế vĩ mô là sự tạo ra tài sản cố định mới trong giai đoạn tham chiếu: nhà máy mới, doanh nghiệp mới và nhà ở mới. Đầu tư không bao gồm việc mua hay bán tài sản như cổ phiếu, nhà ở hay căn hộ đã có sẵn. Những tài sản này được tính vào GDP chỉ trong năm xây dựng hay sản xuất, chứ không phải khi được bán lại (phí môi giới có thể tính vào GDP của năm hiện tại dưới dạng dịch vụ mới.)

Hãy so sánh cân đối tiết kiệm–đầu tư của Việt Nam với Trung Quốc. Trung Quốc cũng có tỉ lệ đầu tư rất cao năm 2008 là 44% GDP. Nhưng điều quan trọng ở Trung Quốc là qui mô của tiết kiệm nội địa tư nhân: hơn $\frac{1}{2}$ GDP và gần gấp đôi mức tiết kiệm mặc dù đã được coi là rất ấn tượng của Việt Nam. Điều này nghĩa là ngay cả với mức đầu tư lớn như của Trung Quốc thì họ vẫn xuất siêu khoản tiết kiệm của mình cho phần còn lại của thế giới, nhất là Mỹ.

Trung Quốc: Tiết kiệm và đầu tư, 2008

Chi đầu tư	Tiết kiệm		
Tổng mức hình thành vốn cố định	40.8%	Tiết kiệm tư nhân	53.7%
Tăng thêm tồn kho	3.3%	Tiết kiệm chính phủ	-2.2%
		Tiết kiệm nước ngoài	1.7%
		Dòng vốn vào	-9.1%
Đầu tư	44.1%	Tiết kiệm	44.1%

So sánh này cho chúng ta hai thông tin quan trọng. Thứ nhất là không phải tỉ lệ tiết kiệm cao hơn sẽ nhất thiết chuyển thành tỉ lệ đầu tư cao hơn. Chúng ta thấy Trung Quốc và Việt Nam đầu tư cùng một mức như nhau, nhưng tỉ lệ tiết kiệm ở hai nước rất khác nhau. Trước giai đoạn đại suy thoái thập niên 1930, các nhà kinh tế cổ điển tin rằng tỉ lệ tiết kiệm cao hơn là cần thiết để tài trợ cho tỉ lệ đầu tư cao hơn, và do đó họ khuyến cáo nên tăng lãi suất để khuyến khích đầu tư. Chuyện đã không xảy ra như mong đợi. Mức tiết kiệm cao hơn nghĩa là tiêu dùng ít hơn, làm giảm cầu hiệu dụng, và khiến các công ty ít có khả năng đầu tư. Hơn nữa, ở Trung Quốc tỉ trọng tiết kiệm lớn nhất không đến từ các hộ gia đình trì hoãn tiêu dùng, mà từ lợi nhuận giữ lại của các doanh nghiệp kinh doanh. Nhìn từ góc độ này thì đầu tư tạo ra tiết kiệm nhiều cũng như tiết kiệm tạo ra đầu tư.

Dữ kiện thứ hai là trong một nền kinh tế mở thì mức cân đối tiết kiệm–đầu tư cũng phản ánh sự thâm hụt tài khoản vãng lai, theo phương thức hạch toán thu nhập quốc dân. Các dòng vốn ròng chảy vào Việt Nam là đổi trọng của thâm hụt thương mại, cũng như lượng vốn xuất khẩu ròng của Trung Quốc là đổi trọng cho thặng dư thương mại của nước này.

Trong đa số các mô hình kinh tế vĩ mô, cân bằng giữa tiết kiệm và đầu tư đạt được thông qua sự điều chỉnh của lãi suất. Điều quan trọng cần nhớ là những mô hình này không có hệ thống ngân hàng, mà chỉ một thị trường vốn vay (market for loanable funds), và một tổng lượng “vốn có thể cho vay” tạo ra từ tiết kiệm của hộ gia đình. Trong các mô hình này chỉ có một tài sản (vốn vay) và một lãi suất làm cân bằng thị trường. Các mô hình này không chú ý đến sự tích lũy trữ lượng và nợ. Tất cả doanh nghiệp đều được mặc định là trả hết nợ, nên không có rủi ro vỡ nợ hay bất trắc gì liên quan đến suất sinh lợi. Các dự án có suất sinh lợi dưới mức lãi suất cân bằng sẽ không được cấp vốn. Sự dịch chuyển ra ngoài của đường cung vốn vay (tiết kiệm), ở mức thu nhập nhất định, làm giảm lãi suất, và ngược lại, một sự gia tăng đầu tư ngoại sinh sẽ là dịch chuyển đường cầu vốn vay, và đẩy lãi suất lên cao.

Vì vậy, lãi suất phải làm rất nhiều việc trong những mô hình này. Đó là động cơ khuyến khích hộ gia đình tiết kiệm hoặc chi tiêu, và phân bổ vốn giữa các dự án đầu tư tùy vào suất sinh lợi. Lãi suất cũng quyết định mức tiết kiệm nước ngoài sẵn có cho đầu tư nội địa, và có bao nhiêu tiết kiệm trong nước sẽ ra nước ngoài tìm kiếm suất sinh lợi cao hơn.

Nhưng rõ ràng đây không phải toàn bộ câu chuyện. Những mối quan hệ này vẫn chỉ mô tả lưu lượng nguồn lực: tiết kiệm, đầu tư, tiêu dùng và chuyển giao quốc tế. Lãi suất cũng liên quan đến trữ lượng tài sản và những thay đổi giá trong số tài sản này. Thực tế, thế giới vừa trải qua một bài học đau thương về vai trò quan trọng của giá tài sản trong việc duy trì (hay đánh mất) sự cân bằng vĩ mô. Khủng hoảng nợ dưới chuẩn ở Mỹ là một ví dụ trong đó lạm phát giá tài sản đã làm thổi phồng bảng cân đối tài sản của hộ gia đình và khiến họ phải mang vào một khối lượng nợ khổng lồ. Khi giá tài sản, trường hợp này là giá nhà, bắt đầu giảm, thì các hộ gia đình buộc phải giải nợ (deleverage), khiến giá tài sản giảm hơn nữa và tiếp tục làm giảm tổng cầu.

Hãy xem xét số liệu về bảng cân đối tài sản của hộ gia đình Mỹ từ Cục dự trữ Liên bang. Có thể thấy rằng giá nhà giảm đã quét đi khoảng 10 ngàn tỉ đô-la giá trị vốn hữu hình của hộ gia đình. Các hộ gia đình cảm thấy “nghèo đi” sau năm 2008, chủ yếu vì đa số là trên giấy họ đã mất một phần đáng kể tài sản ròng của mình. Tác động tức thời là nhu cầu tiêu dùng giảm để tăng tiết kiệm, và để trả bớt nợ. Giảm tiêu dùng dẫn đến giảm tổng cầu, kìm hãm đầu tư tư nhân. Chính phủ phải nhảy vào để bom tổng cầu, nhằm tránh một cuộc khủng hoảng lớn. Do đó mức độ giảm tiết kiệm chính phủ còn lớn hơn mức tăng tiết kiệm tư nhân.

Bảng cân đối tài sản bị thu hẹp của hộ gia đình có tác động lớn lên hệ thống ngân hàng. Chúng ta nhớ rằng các khoản vay là tài sản chính của ngân hàng. Năm 2009, cả doanh nghiệp và hộ gia đình hầu như ngừng cho vay các khoản vay mới. Trên thực tế, các doanh nghiệp cũng đã giải nợ năm 2009 (họ trả lại tiền cho ngân hàng và trái chủ (bond holders) hon là đi vay mới). Các ngân hàng có rất nhiều tiền mặt dưới dạng tiền gửi, hộ gia đình và doanh nghiệp giải nợ và giữ tiền gửi, trì hoãn các khoản vay mới. Nhưng có quá ít người đi vay “tốt”, là những người đi vay mà không mang sẵn nợ nần chồng chất (so với mức tài sản ròng) do đã vay mượn quá mức trong thời kỳ bùng nổ.

Bảng cân đối tài sản của hộ gia đình Mỹ, 2006 (tỷ USD)

Tài sản	77,553.3	Nợ	13,444.4
Vốn hữu hình	29,464.3	Vốn vay	12,929.5
Vốn chủ sở hữu	9,643.7	Khác	514.9
Trái phiếu	3,471.5		

Tiền gửi và tiền mặt	6,753.1	Tài sản ròng	64108.9
Lương hưu	12,750.6		
Khác	15,470.1		

Bảng cân đối tài sản của hộ gia đình Mỹ, 6/2010 (tỷ USD)

Tài sản	67,412.8	Nợ	13,912.7
Vốn hữu hình	23,675.2	Vốn vay	13,418.9
Vốn chủ sở hữu	6,767.9	Khác	493.8
Trái phiếu	4,329.6		
Tiền gửi và tiền mặt	7,559.1	Tài sản ròng	53,500.1
Lương hưu	11,653.8		
Khác	13,427.2		

Bong bóng tài sản rõ ràng đòi hỏi sự tài trợ, nhưng tài trợ từ đâu thì không rõ trong một nền kinh tế không có ngân hàng, không có tiền tệ với sự cân đối tiết kiệm-đầu tư, đó là mô hình chúng ta đã thảo luận từ đầu tới giờ. Thường thì bong bóng tài sản được tài trợ bởi một số hình thức “phát minh tài chính.” Trong cuộc khủng hoảng vừa rồi, sự phát triển của loại bất động sản chứng khoán hóa đã tạo ra khối lượng khổng lồ lượng thanh khoản, trong đó các ngân hàng phát hành tài trợ cho vốn vay nhà mới. Cuộc khủng hoảng tiết kiệm và vốn vay của Mỹ trong thập niên 1980 cũng đi ngay sau chủ trương nói lỏng qui định ngân hàng. Ngay cả sự kiện hoa Tulip Hà Lan nổi tiếng năm 1637² cũng được tài trợ thông qua một phát minh tài chính, trong trường hợp này là việc phát triển hình thành tập quán mua hàng nguyên liệu theo biên lợi nhuận (hay với

² “Tulip mania”, hay “con sốt hoa tulip” là một sự kiện năm 1637 khi họp đồng bông tulip tăng lên tới mức giá cao không lồ và sau đó sụp đổ. Vào thời kỳ đỉnh điểm, tháng 2/1637, có những bông hoa tulip được bán với giá cao gấp 10 lần thu nhập một năm của một người thợ thủ công. Đây là sự kiện được coi là “bong bóng” đầu tiên trong lịch sử, và cụm từ “sốt hoa tulip” ngày nay trở thành ẩn dụ mô tả tình trạng bong bóng kinh tế lớn, khi mà giá của một tài sản bị thổi phồng lên tới mức lớn hơn nhiều so với giá trị thực. Xem thêm: Garber, Peter M. (1990), “Famous First Bubbles”, *The Journal of Economic Perspectives* 4 (2): 35–54.

vốn vay). Ở một số bài giảng cuối học kỳ, chúng ta sẽ nói về tự do hóa tài chính và mối liên kết giữa tự do hóa tài chính với bong bóng tài sản.

Trở lại Việt Nam, chúng ta có thể giải thích một phần về tỉ lệ đầu tư cao. Tính đến năm 2008, Việt Nam đã cho phép thiết lập 37 ngân hàng cổ phần, nói lỏng qui định lãi suất tài khoản tiền đồng và đô-la và cấp phép cho ngân hàng 100% vốn nước ngoài hoạt động (theo cam kết WTO). Một trong những hệ quả của tự do hóa tài chính là hoạt động cho vay khu vực tư nhân tăng nhanh chóng. Tín dụng ngân hàng tính theo GDP tăng từ 75% 2004 lên hơn 130% năm 2010. Nợ tư nhân tăng nhanh một phần do phản ứng trước gói kích cầu năm 2009, khi Ngân hàng Nhà nước Việt Nam giảm yêu cầu dự trữ để tăng cho vay.

Điều này liên quan như thế nào đến cân đối tiết kiệm-đầu tư? Thứ nhất, trường hợp Việt Nam rõ ràng cho thấy đầu tư không đòi hỏi phải tích lũy trước tiết kiệm để tài trợ. Khả năng các ngân hàng tạo ra tiền chỉ bị giới hạn bởi yêu cầu dự trữ của ngân hàng trung ương, và mức sẵn lòng đi vay sẽ phụ thuộc vào mức lãi suất ở từng thời điểm. Một phần không rõ của lượng cho vay này được chuyển vào đầu tư, phần còn lại đi vào tài sản (bất động sản, cổ phiếu và hàng nguyên liệu như vàng), tiêu dùng và nhập khẩu.

Vấn đề là cũng như ở Mỹ, đôi khi vốn vay không trả được. Các ngân hàng Việt Nam hiện đang mở rộng quá mức. Họ đã tích lũy tiền gửi kỳ hạn nhưng một tỉ lệ chưa biết trong số này đã được tạo thành từ vốn vay. Tỉ lệ vốn vay-tiền gửi do đó không phải là thước đo an toàn tốt. Quan trọng hơn là tỉ lệ tín dụng trên dự trữ, mà hiện đã cao hơn nhiều so với hai năm trước.

Ý tưởng chính của thảo luận hôm nay là cân đối tiết kiệm-đầu tư trên thực tế thì phức tạp hơn lý thuyết. Khi đưa thêm hệ thống tài chính vào mô hình, chúng ta sẽ phải cân nhắc trữ lượng cũng như lưu lượng, và một số mối quan hệ trong mô hình có thể không còn như dự báo.