

Tài chính phát triển để phục hồi, chống chịu và tăng trưởng

I. Tóm tắt

Báo cáo này trình bày khung cơ sở để phân tích tài chính phát triển tại Việt Nam. Hiện nay hiếm có vấn đề nào có tầm quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế và phát triển con người lớn hơn tài chính bền vững và lâu dài. Thực hiện các Mục tiêu Phát triển Bền vững (SDG) trước năm 2030 đòi hỏi phải đầu tư quy mô lớn vào cơ sở hạ tầng, hệ thống giáo dục & y tế, năng lượng tái tạo và giao thông. Cần phải có hàng nghìn tỷ đô la để tiếp tục đầu tư nhằm bảo vệ các khu vực và cộng đồng dễ bị tổn thương trước tác động của biến đổi khí hậu trên bờ biển, các khu vực nông nghiệp ở độ cao thấp, các khu vực, tỉnh thành hay gặp giông bão. Các chiến lược được soạn thảo cách đây vài năm đã bị đánh bay khỏi đường đua bởi đại dịch coronavirus và ảnh hưởng của đại dịch lên sản xuất, thương mại, thị trường vốn và ngân sách của khu vực công.

Liên Hiệp Quốc đã tổ chức ba hội nghị quốc tế cấp cao để giải quyết vấn đề tài chính phát triển bền vững. Hội nghị cuối cùng được tổ chức vào năm 2015 hướng đến Chương trình Nghị sự Phát triển Bền vững 2030, được Đại hội đồng LHQ tán thành vào tháng 9 năm đó. Chương trình Nghị sự Hành động Addis Ababa ra đời từ hội nghị này đặt "các chiến lược phát triển thống nhất do các nước tự chủ trương và được hỗ trợ bởi các khung tài chính quốc gia tích hợp" là trung tâm của chiến lược này.¹

Chương trình Nghị sự Hành động Addis Ababa, cũng giống Đồng thuận Monterrey và Tuyên bố Doha trước đó, bao quát nhiều chủ đề đa dạng như hỗ trợ xã hội và bảo vệ xã hội, năng suất nông nghiệp và thương mại, cơ sở hạ tầng, công nghiệp hóa, công ăn việc làm, bảo vệ môi trường và xây dựng hòa bình. Xây dựng khung tài chính quốc gia toàn diện giải quyết những vấn đề là một nhiệm vụ phức tạp đòi hỏi sự phối hợp chặt chẽ của chính phủ, khu vực tư, xã hội dân sự, và các đối tác phát triển quốc tế. Với nhiều bên liên quan như vậy và các vấn đề cần giải quyết rất đa dạng, điểm khởi đầu cần thiết là hiểu biết chung về các nguyên tắc cơ bản của tài chính phát triển và ứng dụng tài chính phát triển vào điều kiện cụ thể của từng quốc gia và địa phương.

¹ Chương trình Nghị sự Hành động Addis Ababa của Hội nghị Quốc tế thứ 3 về Tài chính Phát triển do Đại hội đồng LHQ ủng hộ theo Nghị quyết 69/313 vào ngày 27/7/2015 (<https://sustainabledevelopment.un.org/index.php?page=view&type=400&nr=2051&menu=35>).

Không may là, thảo luận các vấn đề tài chính thường bị bao phủ bởi bức màn mơ hồ và khó hiểu, phản ánh sự bất đồng sâu sắc giữa các nhà kinh tế học và các nhà hoạch định chính sách về vai trò thích hợp của chính phủ trên thị trường tài chính và hàm ý của dòng vốn quốc tế quy mô lớn. Lòng tin đối với sự hiệu quả và ổn định của các thị trường tài chính tự do hóa đã đạt đến mức kỷ lục trong thập niên 1990, nhưng sau vài cuộc khủng hoảng tài chính liên tiếp trải dài cả ba lục địa, chính những tín đồ ủng hộ tự do hóa tài chính cũng thể hiện sự dè dặt. Quan điểm phổ biến vẫn là tự do hóa có thể thành công nhưng chỉ trong bối cảnh tôn trọng thượng tôn pháp luật, tham nhũng thấp và hợp đồng có hiệu lực thực thi mạnh mẽ (Detragiache đtg. 1998). Cùng với Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu, khi tâm điểm chuyển từ các tổ chức tài chính của các nước đang phát triển sang các tổ chức tài chính Âu Mỹ, các lưu ý trên không còn đúng nữa. Đối lập hoàn toàn với hậu quả của Khủng hoảng Tài chính châu Á, các nhà hoạch định chính sách Mỹ và châu Âu gạt bỏ thái độ chống đối đối với sự can thiệp của nhà nước vào khu vực tài chính và phê chuẩn các gói giải cứu ngân hàng theo yêu cầu trị giá \$3,5 nghìn tỷ đô trải dài 37 quốc gia (Igan đtg. 2019). Việc chính phủ sẵn sàng huy động tài sản và nợ của khu vực công để chặn đứng sự sụp đổ của hệ thống tín dụng và thanh toán một cách quyết đoán đã giúp thế giới né được một cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu.² Quy mô của cuộc khủng hoảng và gói giải cứu chắc chắn đưa đến những lời kêu gọi phải giám sát các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác nghiêm khắc hơn và chống lại đòn bẩy và chấp nhận rủi ro vô tội vạ. Lập luận cho rằng cần có kiểm soát nhất định đối với di chuyển của dòng vốn hiện nay được tán thành rộng rãi kể cả từ những người trước kia phản đối các quy định kiểm soát dòng vốn như Quỹ Tiền tệ Quốc tế. Mặc dù còn quá sớm để nói về một đồng thuận hậu khủng hoảng, đồng thuận theo phiên bản sách giáo khoa vẫn khẳng định cho rằng tự do hóa tài chính tốt cho tăng trưởng nếu đã có các điều kiện tiên quyết về thể chế.³

Mục tiêu của báo cáo này là xua tan màn sương bí ẩn bao phủ xung quanh tài chính phát triển và đóng góp cho cuộc thảo luận về xây dựng khung tài chính quốc gia của Việt Nam. Báo cáo này nhấn mạnh các bài học thực tiễn từ các nước đã thành công để chứng minh các khái niệm cốt lõi

² Như Robert Lucas, một nhân vật hàng đầu ủng hộ tự do hóa tài chính, nhận xét một cách dí dỏm trong năm 2009: "Tôi đoán mọi người đều theo chủ nghĩa Keynes trong hầm trú ẩn." (Skidelsky, 2010).

³ Phiên bản mới nhất của quyển sách giáo khoa hàng đầu về tài chính và ngân hàng đã kết luận như sau: "Cho đến hiện tại, vẫn có người cho rằng bùng phát và sụp đổ tín dụng là hệ quả không thể né tránh của tự do hóa tài chính và toàn cầu hóa ở các thị trường mới nổi nhưng điều này không đúng. Những sự kiện này chỉ diễn ra khi có lỗ hổng thể chế ngăn cản đất nước đó leo lái thành công quá trình tự do hóa/toàn cầu hóa. (Mishkin, 2022).

và làm rõ các phương án lựa chọn dành cho Việt Nam. Một loạt các bài phân tích chính sách ngắn đi kèm với báo cáo này để cung cấp thêm thông tin về các tình huống và vấn đề cụ thể được đề cập đến trong báo cáo.

Luận điểm chính của báo cáo này là Việt Nam cần phải tăng tỉ lệ đầu tư nếu muốn đạt được các mục tiêu đặt ra trong Kế hoạch Phát triển 10 năm trước thời điểm 2030 và trở thành nước có thu nhập cao vào lúc kỷ niệm 100 năm thành lập nước (năm 2045). Thậm chí trước khi có đại dịch coronavirus, tỉ lệ đầu tư đã giảm trong nhiều năm. Đầu tư công giảm đặc biệt gây lo ngại vì nhu cầu đầu tư vào cơ sở hạ tầng để ứng phó với tác động của biến đổi khí hậu ngày càng lớn. Chính phủ cần phải giữ vai trò chủ động trong huy động nguồn lực và thiết kế các động lực để kéo dài khung thời gian, bảo vệ dự trữ ngoại tệ ít ỏi và khuyến khích đầu tư vào các dự án mà xã hội khát khao.

Ba nguyên tắc cốt lõi của tài chính phát triển

Ba nguyên tắc cốt lõi của tài chính phát triển sẽ là điểm khởi đầu hợp lý cho việc xây dựng khung tài chính quốc gia. Thứ nhất và quan trọng nhất, khái niệm trong sách giáo khoa cho rằng tiết kiệm trong nước quyết định đầu tư trong nước là quan điểm sai lầm. Mặc dù mối quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư rất phức tạp, sẽ đúng hơn nếu nói thế này đầu tư tạo ra tiết kiệm chứ không phải tiết kiệm tạo ra đầu tư. Nguyên tắc này đưa đến những hàm ý chính sách quan trọng. Đầu tư trong nước cao hay thấp không phải nhờ các hộ gia đình và chính phủ sống tằn tiện như các mô hình trong sách giáo khoa mà là nhờ tìm ra và thực hiện các dự án đầu tư có thể sinh lời. Từ góc độ này, tài chính phát triển không thể tách rời khỏi các chủ đề lớn hơn như chính sách công nghiệp, thương mại, công nghệ, giáo dục và đào tạo.

Tài chính được hiểu đúng là cung cấp thanh khoản (tiền mặt) cho các nhà đầu tư để trang trải chi phí không thể trang trải được bằng lợi nhuận. Ngoài việc cho mượn tiền có sẵn trong kết cấu của mình, các ngân hàng còn tạo ra tiền khi cho vay. Khả năng tạo ra tiền của ngân hàng không bị giới hạn bởi lượng tiền tiết kiệm có sẵn mà bởi sự tồn tại của các dự án xứng đáng rót tín dụng. Các ngân hàng có khuynh hướng tự nhiên là thích cho vay ngắn hạn như cho vay làm vốn lưu động và vay tiêu dùng vì các khoản nợ của ngân hàng cũng là ngắn hạn. Thị trường tài chính giúp ngân hàng và những người cho vay khác để thu hẹp khoảng cách giữa nhu cầu vốn dài hạn với nợ ngắn hạn nhưng như chúng ta sẽ thấy, thị trường tài chính thực hiện chức năng này không hoàn hảo.

Động lực của đầu tư chủ yếu đến từ kỳ vọng về lợi nhuận trong tương lai. Điều này đặt ra vấn đề đối với các nước đang phát triển vì phải cạnh tranh với các nhà sản xuất hàng hóa và dịch vụ đã có danh tiếng từ các nước tiên bộ. Các nhà sản xuất từ các nước tiên bộ có lợi thế thương hiệu có độ nhận diện cao, có kinh nghiệm quản lý các doanh nghiệp có quy mô lớn và có thể tiếp cận các công nghệ tiên tiến. Cần phải có chính sách của chính phủ để giảm rủi ro đầu tư và tăng kỳ vọng về lợi nhuận. Trong quá khứ, chính sách này ở dưới dạng các loại thuế quan và trợ cấp, các quy định về hàm lượng nội địa, trợ cấp R&D, và tiếp cận với tín dụng ưu đãi. Nhiều phương pháp ở đây đã từng được sử dụng rộng rãi bởi các nước công nghiệp hóa thành công ở Đông Á không còn là lựa chọn khả thi đối với các nước công nghiệp hóa muộn dưới thời của các hiệp định thương mại và đầu tư song phương và đa phương. Tuy nhiên, các nước đang phát triển phải tìm tòi mọi đòn bẩy chính sách còn lại để tăng sức hấp dẫn cho các dự án đầu tư trong nước.

Khi Hàn Quốc bắt đầu quá trình công nghiệp hóa lịch sử vào thập niên 1960, tiết kiệm trong nước lúc bấy giờ gần như không tồn tại: tổng tiết kiệm quốc nội chỉ chiếm 0,3% GDP trong năm 1960 và cho đến năm 1973 vẫn chưa đạt đến 20%. Tuy nhiên, khi tỉ lệ đầu tư tăng, tiết kiệm cũng tăng theo. Ràng buộc chính đối với đầu tư ở Hàn Quốc là lượng cung ngoại tệ vì Hàn Quốc cần phải nhập khẩu công nghệ và hàng hóa vốn. Chính phủ chủ động đưa tín dụng và ngoại tệ đến các ngành công nghiệp phục vụ xuất khẩu, điều này đó hạn chế tín dụng dành cho tiêu dùng và đầu cơ. Kinh nghiệm của Hàn Quốc chứng minh tầm quan trọng về vị trí của tài chính phát triển trong chiến lược phát triển công nghiệp tổng quát.

Nguyên tắc thứ hai cần phải biết khi hoạch định chính sách tài chính phát triển là ngân hàng không bao giờ phụ thuộc hoàn toàn vào tín hiệu giá trong quyết định cấp hay không cấp tín dụng. Tín dụng luôn được phân bổ dựa trên phán đoán của người cho vay về tính khả thi của dự án và khả năng trả nợ của người đi vay. Mức lãi suất mà người đi vay sẵn sàng trả không phải là một chỉ số chính xác thể hiện khả năng trả nợ vì sẵn sàng chấp nhận mức lãi suất cao có khi là dấu hiệu của sự tuyệt vọng (và phá sản đang cận kề) chứ không báo hiệu khả năng sinh lời. Nói tóm lại, các khoản vay không phải là hàng hóa thông thường.

Các chính sách tự do hóa tài chính được các tổ chức tài chính quốc tế ca tụng hết lời từ thập niên 1970 dựa trên niềm tin rằng sự can thiệp của chính phủ đã "đè nén" thị trường tài chính, ảnh hưởng đến chức năng trung gian của thị trường tài chính giữa người tiết kiệm và nhà đầu tư. Giữ mức lãi suất thấp hơn mức thị trường làm mất động lực gửi tiền tiết kiệm và khuyến khích các hộ gia đình giữ các tài sản không sinh lời như vàng. Lãi suất vay thấp phân bổ tín dụng đến các dự

án ít rủi ro và khiến các dự án đầu tư mạo hiểm có khả năng sinh lợi bị đối tín dụng. Giải pháp là xóa bỏ các quy định kiểm soát lãi suất, tự do hóa việc cấp phép hoạt động cho ngân hàng và mở cửa thị trường vốn trong nước cho nước ngoài tham gia.

Tuy nhiên, mối quan hệ theo kỳ vọng giữa lãi suất và tiết kiệm không thành hiện thực. Tiết kiệm vẫn cao ở các nền kinh tế tăng trưởng nhanh (chủ yếu là các nền kinh tế Đông Á) chịu đầu tư một khoản lớn thu nhập quốc gia. Tự do hóa khiến vay tiêu dùng tăng nhanh, đầu cơ sản phẩm tài chính tăng và cho vay theo quan hệ tăng và ở nhiều nước còn tạo ra các đợt tăng trưởng tín dụng nóng dẫn đến khủng hoảng ngân hàng và khủng hoảng tài chính. Thị trường tài chính có khuynh hướng bất ổn vì mỗi ngân hàng cấp vốn cho các tài sản đầu cơ vẫn là quyết định lý trí dù rủi ro hệ thống tăng. Giá tài sản và lãi suất không phải là kim chỉ nam chính xác cho giá trị thực của tài sản hoặc rủi ro đầu tư.

Nguyên tắc cốt lõi thứ ba của tài chính phát triển là vị trí thượng tôn của nguồn vốn trong nước. Hơn 90% đầu tư tài sản cố định ở các nước đang phát triển đến từ nguồn vốn trong nước, vì vậy đóng góp của tiết kiệm nước ngoài chỉ là thứ yếu trong mọi tình huống. Một số tác giả còn phát hiện mối quan hệ *ngược* giữa tỉ lệ dòng chảy vốn quốc tế trên tổng vốn đầu tư với tăng trưởng đầu tư và sản lượng. Dòng vốn nước có tính chu kỳ cực kỳ cao và đổ xô vào khi lãi suất ở các nền kinh tế tiến bộ thấp và ồ ạt rút ra khi lãi suất này tăng. Vì tác động của dòng vốn vào đối với tín dụng trong nước, tỷ giá và giá tài sản, các nước đang phát triển không thể duy trì chính sách tiền tệ độc lập dù có tỷ giá linh hoạt.

Sau Khủng hoảng Tài chính Đông Á, chính phủ các nước trông cậy vào đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (FDI) như một nguồn vốn nước ngoài an toàn hơn thay thế cho dòng vốn gián tiếp chảy vào các danh mục đầu tư. FDI được xem có độ ổn định cao hơn và ít có tính chu kỳ hơn và sự trỗi dậy của Trung Quốc như trung tâm chế biến chế tạo mới chứng minh FDI đầu tư vào công nghiệp chế biến có thể trở thành một phần trong chiến lược tăng trưởng nhờ xuất khẩu. Tuy nhiên, khác biệt giữa FDI và đầu tư gián tiếp dễ thấy nhưng chưa chắc là thật. Lợi nhuận tái đầu tư chiếm phần lớn FDI tổng và chưa đến phân nửa lượng FDI đầu tư vào các nước đang phát triển ở dưới dạng vốn cổ phần và vốn vay. Ngoài ra, các chi nhánh nước ngoài thường vay nợ bằng tài sản thế chấp trong nước, lợi nhuận từ khoản vay được dùng để mua các tài sản khác hoặc chuyển ra nước ngoài. FDI cũng đắt đỏ nếu so sánh với các nguồn vốn khác và lợi nhuận chuyển ra nước ngoài và hoàn trả nợ sẽ tích lũy theo thời gian khi lượng FDI tăng.

Tác động của đầu tư trực tiếp từ nước ngoài đối với cán cân thanh toán, tăng trưởng kinh tế và hình thành vốn phụ thuộc vào một loạt các yếu tố như đặc điểm của nước và các ngành nghề đón nhận đầu tư, định hướng thương mại của doanh nghiệp FDI và hình thức cấp vốn. Độ rộng và sâu của các liên kết với doanh nghiệp trong nước bao gồm chuyển giao công nghệ, kiến thức và kỹ năng từ doanh nghiệp nước ngoài sang doanh nghiệp trong nước là những yếu tố quan trọng về lâu dài.

Các chiến lược để tăng nguồn cung tài chính dài hạn

Vai trò chính của thị trường tài chính là hỗ trợ đưa nguồn lực đến các mục đích dài hạn bằng cách khiến các mục đích này có đủ tính thanh khoản để thu hút các nhà đầu tư. Các ngân hàng thương mại bị hạn chế trong việc thực hiện chức năng này vì nợ của ngân hàng thương mại hầu hết đều ngắn hạn. Các nước công nghiệp hóa muộn đã theo đuổi nhiều chiến lược để tăng nguồn cung tín dụng dài hạn như vốn hóa các ngân hàng tư nhân, đảm bảo cho vay và trực tiếp bơm tín dụng vào các ngành công nghiệp mới, mua trái phiếu của ngân hàng thương mại và thành lập các Ngân hàng Phát triển Quốc gia (National Development Banks - NDB) thuộc sở hữu nhà nước. NDB nổi lên như một định chế tài chính quan trọng sau Chiến tranh Thế giới II, khi các nước mới giành được độc lập và các nước đang tái thiết lại sau chiến tranh thành lập các cơ quan công để huy động vốn cho cơ sở hạ tầng và công nghiệp hóa. Chức năng chính của NDB là chiết khấu và đảm bảo cho các khoản vay từ ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư, mặc dù nhiều NDB cũng trực tiếp cho vay. Một lần nữa các ngân hàng NDB lại đứng đầu chiến tuyến sau Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu vì NDB là một trong số các kênh cung cấp vốn hiếm hoi có khả năng tăng đầu tư tại thời điểm mà hầu như tất cả các tổ chức tài chính tư đang cắt giảm cho vay. Ngoài khả năng cấp vốn đi ngược chu kỳ, NDB còn đầu tư vào các ngành công nghiệp mới, cung cấp tín dụng cho các ngành có quy mô vừa và nhỏ và cấp vốn cho cơ sở hạ tầng và các loại hàng hóa công đặc biệt là để chống lại và thích ứng với biến đổi khí hậu. Trong năm 2015, NDB huy động \$5 nghìn tỷ đô cho đầu tư, con số cao gấp 5 lần các ngân hàng phát triển đa phương. Bốn ngân hàng NDB lớn nhất tính theo giá trị tài sản trên GDP là Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) của Đức), Ngân hàng Phát triển Trung Quốc, BNDES của Brazil và Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc. Bốn tổ chức này nằm trong các tổ chức sáng tạo nhất, thích ứng thành công nhất với các thay đổi cơ cấu sâu sắc trong nền kinh tế quốc gia ở nước họ và ở thị trường tài chính toàn cầu. Bốn tổ chức này đã sử dụng nhiều công cụ để tăng nguồn cung tài chính dài hạn cho cơ sở hạ tầng và công nghiệp, sử dụng khả năng tiếp cận vào thị trường vốn của chính phủ để tăng tín

dụng phi nhà nước thông qua cho vay ngoài ngân hàng, đảm bảo khoản vay và cho vay hợp vốn. Thậm chí ở các nước tiên bộ như Mỹ và Đức, vẫn cần phải có các tổ chức công để thực hiện các mục tiêu chính sách như hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ, cho vay mua nhà và bảo tồn năng lượng. Quỹ Đầu tư Quốc gia (Sovereign Wealth Funds - SWF) xuất hiện như một phương tiện quan trọng để huy động vốn cho đầu tư trong nước. Mặc dù hầu hết vốn của SWF đều đến từ doanh thu nhờ xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên, những năm gần đây đã chứng kiến số lượng vốn đến từ thặng dư thương mại và cổ phần hóa các tài sản nhà nước cũng được đổ vào SWF ngày càng nhiều. Các tổ chức này quản lý nguồn vốn dự trữ của quốc gia để thực hiện các mục tiêu chiến lược như bảo quản giá trị của doanh thu từ tài nguyên để bảo đảm tiêu chuẩn sống của thế hệ tương lai, cấp vốn để công nghiệp hóa và đầu tư trái chu kỳ mà không tạo ra thâm hụt tài khóa lớn. Vì các quỹ đầu tư này không có các khoản nợ ngắn hạn, các quỹ này có thể tự do cấp vốn cho các dự án đầu tư mạo hiểm dài hạn không bị giới hạn bởi vấn đề thanh khoản. 100 quỹ SWF hàng đầu thế giới kiểm soát khối lượng tài sản trị giá \$8,6 nghìn tỷ đô trong năm 2020, 85% trong số đó nằm ở các nước đang phát triển.

Tăng nguồn cung vốn dài hạn sẽ không tạo ra tăng trưởng kinh tế bền vững nếu các nguồn lực này được sử dụng để đầu cơ tài sản tài chính và đất đai. Bong bóng tài sản là cơ hội bị bỏ lỡ theo hai nghĩa: bong bóng tài sản hút mất nguồn lực từ các dự án đầu tư có lợi cho xã hội; và bong bóng tài sản sẽ làm mất ổn định hệ thống tài chính. Và khi bong bóng giá vỡ, chính phủ phải dọn dẹp đồng hỗn độn này trong đó có cả các nghiệp vụ tổn kém như tái vốn hóa các ngân hàng và tung ra các gói kích cầu tài khóa khẩn cấp. Hai công cụ chính sách chính để ngăn chặn sự hình thành bong bóng tài sản là hạn chế khả năng ngân hàng cho vay vì mục đích mua bất động sản và mua cổ phiếu và đánh thuế lãi vốn/lợi tức vốn (capital gains) để giảm sức hấp dẫn của đầu cơ. Các yêu cầu về vốn đối với cho vay bất động sản phải đủ cao để ngăn cản ngân hàng cho vay quá mức và nên đặt ra tỉ lệ cho vay tối đa trên tổng giá trị tài sản (loan to value ratio) để hạn chế người đi vay tăng rủi ro một cách không cần thiết. Thuế bất động sản cũng nên thể hiện giá trị đất cao hơn và trở thành nguồn thu chính cho thu ngân sách của chính quyền địa phương, đem đến cho các địa phương động lực để cải thiện khả năng tiếp cận với các bất động sản và thu thuế. Khi chúng ta bước ra khỏi đại dịch coronavirus, phần lớn gánh nặng tăng nguồn cung vốn dài hạn sẽ nằm trên vai của chính phủ. Các nhà kinh tế thường lo ngại là hoạt động vay nợ của chính phủ sẽ "chèn ép" đầu tư tư nhân, sử dụng hết nguồn tiền tiết kiệm ít ỏi trong nước. Các lo ngại bắt nguồn từ một hiểu lầm căn bản về mối quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư. Đầu tư công tạo ra

thu nhập, một phần thu nhập này sẽ được tiết kiệm. Nợ chính phủ không những không làm cạn kiệt nguồn tiền tiết kiệm của khu vực tư, ngược lại còn tạo ra tài sản cho khu vực tư nếu trái phiếu chính phủ do các doanh nghiệp và hộ gia đình trong nước nắm giữ chứ không phải do người nước ngoài nắm giữ. Giữa nợ chính phủ, lãi suất và đầu tư tư nhân không tồn tại mối quan hệ rõ ràng. Nếu đầu tư công cung cấp các hàng hóa công thiết yếu như hạ tầng giao thông, hệ thống thủy lợi và tưới tiêu, trường học và bệnh viện, đầu tư công sẽ thu hút đầu tư tư nhân nhờ cắt giảm chi phí sản xuất, mở ra các thị trường mới và nâng cao kỹ năng của lực lượng lao động. Bằng chứng cho thấy đầu tư công có khuynh hướng thu hút đầu tư tư nhân ở các nước đang phát triển có suất sinh lợi đầu tư vào cơ sở hạ tầng và các hàng hóa công khác cao.

Điều này không có nghĩa là chính phủ có thể vay mượn tùy thích. Nếu nền kinh tế đang vận hành gần đến công suất tối đa, thâm hụt ngân sách quá lớn có thể hạn chế nguồn cung hàng hóa và lao động trong ngắn hạn, làm tăng lạm phát giá và gây bất ổn cho tỷ giá, khiến quan chức quản lý chính sách tiền tệ phải tăng lãi suất để khôi phục lại sự ổn định. Một số khoản chi tiêu của chính phủ sẽ rò rỉ ra dưới dạng nhập khẩu với các hàm ý tiêu cực cho cán cân thanh toán.

Ở nhiều nước trong đó có Việt Nam, thảo luận về vấn đề nợ công vẫn tập trung quay vấn đề quy mô nợ quốc gia. Nợ nước ngoài tăng là điều rủi ro vì phải trả nợ gốc và lãi suất bằng ngoại tệ kiếm được nhờ xuất khẩu hoặc đi vay. Giá trị đồng tiền nội địa đột ngột giảm có thể buộc chính phủ phải cắt chi tiêu để giải phóng tiền để trả nợ nước ngoài. Nhưng khi nợ chính phủ được phát hành bằng mệnh giá của đồng tiền nội địa và do người dân trong nước nắm giữ, những lo lắng này sẽ không phát sinh. Nếu tốc độ tăng trưởng thực của nền kinh tế cao hơn lãi suất thực của nợ công, rủi ro nợ chính phủ vượt ngoài tầm kiểm soát là rất nhỏ.

Điều này không có nghĩa là nợ công không đi kèm với chi phí nào. Nợ công có thể tác động tiêu cực đến phân phối thu nhập vì lãi suất trả nợ cho các khoản nợ công là sự chuyển giao thu nhập từ những người đóng thuế (và nhiều người đóng thuế không hề khá giả) đến tay của chủ sở hữu vốn như các ngân hàng và công ty bảo hiểm. Nếu thu ngân sách của chính phủ đến từ các loại thuế đánh trên diện rộng như thuế giá trị gia tăng, các khoản chuyển giao thu nhập sẽ có tính lũy thoái.

Cho đến hiện nay, các nước đang phát triển không thể vay nợ trên thị trường quốc tế bằng đồng tiền nội địa của mình vì các nhà đầu tư không muốn nhận rủi ro tỷ giá do trái phiếu có mệnh giá đồng tiền địa phương. Tuy nhiên, từ đầu thập niên 2000, chính phủ của nhiều nước đang phát triển phát hiện ra họ có thể bán trái phiếu có mệnh giá đồng tiền nội địa mà không cần neo theo

tỷ giá hối đoái. Đây là diễn biến tích cực từ góc nhìn của các nước đang phát triển phải gánh chịu rủi ro tỷ giá, nhưng khiến các nước này dễ bị tổn thương trước những thay đổi đột ngột trong giá trái phiếu nếu lợi tức kỳ vọng tăng ở các nước tiên bộ. "Cơn giận vì khóa van tiền" (taper tantrum) vào năm 2013 khi lợi tức của Mỹ tăng vọt tại thời điểm Cục Dự trữ Liên bang thông báo bắt đầu giảm mua trái phiếu chính phủ. Đây là một ví dụ về biến động có thể đến từ sự phụ thuộc lớn vào các nhà đầu tư quốc tế cho dù trái phiếu có mệnh giá bằng đồng tiền nội địa.

Kết luận và các hàm ý chính sách

Việt Nam cần phải duy trì tỉ lệ đầu tư từ 35 đến 40% GDP để thực hiện các chiến lược và kế hoạch kinh tế của mình và để đạt được các mục tiêu SDG trước năm 2030. Tỉ lệ đầu tư giảm sau Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu và Việt Nam hiện phụ thuộc nhiều vào dòng vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài để cấp vốn cho các dự án đầu tư. Tìm ra các nguồn tài chính phát triển bền vững trong nước là ưu tiên hàng đầu của chính phủ trong khoảng thời gian còn lại của thập kỷ này.

Các Ngân hàng Phát triển Quốc gia (NDB) giữ vai trò quan trọng ở nhiều nước, cung cấp vốn để phát triển cơ sở hạ tầng và thực hiện công nghiệp hóa, và cung cấp tín dụng cho các đối tượng vay nợ đặc biệt như doanh nghiệp nhỏ. NDB duy trì hoạt động cho vay sau Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu và kích cầu tại thời điểm các tổ chức cho vay thương mại đang gặp khủng hoảng. Các ngân hàng NDB thành công nhất hoạt động song song với các tổ chức cho vay tư nhân và vẫn có lời, điều này giúp giảm sự phụ thuộc của họ vào sự hỗ trợ từ chính phủ và vì vậy giảm sự can thiệp chính trị của chính phủ vào hoạt động của họ.

Ngoài việc tăng dòng vốn dài hạn, chính phủ các nước cần phải hành động để hạn chế đầu cơ tài sản tài chính và đất đai. Thuế bất động sản và thuế xây dựng là những nguồn thu ngân sách quan trọng dành cho chính quyền địa phương và giúp hạn chế đầu cơ vào bất động sản. Giám sát ngân sách phải yêu cầu tài sản thế chấp giá trị cao đối với các khoản vay mua bất động sản để giảm hành vi đầu cơ và hạn chế khả năng ngân hàng cho vay để tạo ra bong bóng tài sản.

Vốn nước ngoài là một nguồn bổ sung hữu ích cho vốn trong nước nhưng bằng chứng cho thấy các nước ít phụ thuộc vào dòng vốn nước ngoài sẽ tăng trưởng nhanh hơn và tỉ lệ thu nhập quốc gia được đem đi đầu tư cao hơn các nước nhập khẩu vốn. Tính chu kỳ của dòng vốn nước ngoài khiến các nước phụ thuộc dễ bị tổn thương và 'nóng lên' trong những giai đoạn tăng trưởng nhanh và suy thoái trầm trọng hơn trong những giai đoạn tăng trưởng chậm. Các biện pháp kiểm soát vốn đối với một số loại nợ nước ngoài và các quy định tạm thời hạn chế dòng vốn vào trong

giai đoạn tăng trưởng của chu kỳ kinh tế có thể phục hồi lại dư địa cho chính sách kinh tế của chính phủ. Các quy định giám sát về khả năng tăng đòn bẩy của các ngân hàng trong nước cũng là những công cụ quan trọng trong hoàn cảnh của các nước đang phát triển.

Đầu tư trực tiếp từ nước ngoài đóng góp vào tăng trưởng khi dòng vốn đầu tư này phục vụ xuất khẩu và giúp mở ra khả năng tiếp cận với các thị trường nước ngoài. Ở giai đoạn đầu của phát triển, FDI tạo ra công ăn việc làm trong khu vực kinh tế chính thức cho người lao động có kỹ năng thấp, giúp tăng năng suất lao động và tiêu chuẩn sống cho hàng triệu người. Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách nên nhận ra một điều là khác biệt giữa FDI và dòng vốn đầu tư gián tiếp thường bị thổi phồng. FDI chưa chắc đã ít rủi ro hơn và ổn định hơn các khoản nợ và phụ thuộc quá mức vào FDI tạo ra những khoản nợ có thể giáng những đòn mạnh mẽ vào cán cân thanh toán. Ngoài ra, dưới tư cách là một nguồn vốn, FDI rất đắt đỏ và phần lớn FDI đến từ lợi nhuận chứ không phải đến từ dòng vốn mới.

Về lâu dài, tác động của FDI phụ thuộc vào việc FDI sẽ thu hút hay chèn ép đầu tư trong nước. Chính sách thu hút FDI nên nhắm đến việc thiết lập các liên kết phía sau và liên kết phía trước giữa doanh nghiệp nước ngoài và doanh nghiệp trong nước thay vì chỉ đơn giản là nhắm đến số lượng vốn FDI đổ vào, kim ngạch xuất khẩu hoặc số lượng việc làm mới. Quy mô và phạm vi của hiệu ứng liên kết tùy thuộc theo từng sản phẩm và bối cảnh, vì vậy rất khó để đưa ra các quy tắc đơn giản để xác định dự án nào có thể tăng đầu tư trong nước và tăng giá trị gia tăng. Chính sách công nghiệp là một công cụ quan trọng để nâng cao chất lượng và giảm chi phí sản xuất của hàng hóa trong nước để giúp các doanh nghiệp nội địa có thể tiếp cận và gia nhập vào chuỗi cung ứng của các công ty nước ngoài sản xuất phục vụ xuất khẩu.

Khủng hoảng Tài chính Đông Á và Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu là những giai đoạn ngáng đường có tác động lâu dài đối với nền kinh tế thế giới. Chúng ta bớt tin tưởng vào tỷ giá linh hoạt và thêm cảnh giác với bong bóng tài sản so với trước khi bị các cuộc khủng hoảng này đánh cho tơi bời. Những bài học này rất có lợi cho chúng ta nhưng không may là cuộc khủng hoảng tài chính kế tiếp có lẽ sẽ xuất phát từ những nguyên nhân hoàn toàn khác, dưới một hình thức khác so với các cuộc khủng hoảng trong quá khứ. Hệ thống tài chính quốc tế và quốc gia đang thay đổi liên tục với các cơ hội và rủi ro mới xuất hiện tại mọi thời điểm. Tác động của đại dịch coronavirus và "thách thức vô tiền khoáng hậu" là biến đổi khí hậu càng nhấn mạnh vai trò của tăng nguồn cung vốn dài hạn và duy trì sự ổn định tài chính.

Không có một giải pháp "có thể trị bách bệnh" cho vấn đề tài chính phát triển. Mỗi quốc gia cần một khung tài chính riêng phù hợp với hoàn cảnh cụ thể của mình đồng thời phải chú ý đến các diễn biến quốc tế. Quan trọng nhất là khung tài chính quốc gia phải nhất quán với và hỗ trợ các chiến lược và kế hoạch phát triển quốc gia. Các chính sách tài chính, chính sách vùng và khu vực phải có chung tầm nhìn chuyển đổi kinh tế và xã hội với các ưu tiên, phương pháp và tiêu chuẩn rõ ràng. Tài chính phát triển phải tuân theo thay vì chỉ đạo chiến lược và tầm nhìn phát triển quốc gia.

II. Giới thiệu

Đại dịch coronavirus là bi kịch nhân loại có tầm vóc lịch sử. Covid-19 là một trong ba nguyên nhân hàng đầu gây tử vong nhiều nhất trên thế giới trong năm 2020 và 2021, và hàng triệu người đã mắc các triệu chứng cấp tính và trong một số trường hợp để lại các ảnh hưởng lâu dài đối với sức khỏe. Nền kinh tế thế giới suy giảm khoảng 3,5% trong năm 2020 và thậm chí ở Việt Nam vốn tăng trưởng tốt hơn hầu hết các nước khác, 32 triệu lao động mất việc làm hoặc phải cắt giảm giờ làm trong một khoảng thời gian trong năm (Tổng Cục Thống kê, 2021). Sự trỗi dậy của vi rút trong năm 2021 tại Việt Nam và nhiều nước châu Á khác đã phá tan hy vọng quay trở lại với lộ trình tăng trưởng trước đại dịch. Ngoài tác động kinh tế ngắn hạn, đại dịch còn là lời nhắc nhở thẳng thừng sự liên kết của xã hội nhân loại và yêu cầu khẩn thiết cần phải hợp tác quốc tế để giải các bài toán toàn cầu. Sự ra đời của các loại vắc xin có hiệu quả là một chiến thắng về mặt khoa học nhưng thậm chí các công nghệ tốt nhất cũng không thể đánh bại vi rút nếu thiếu vắng hành động tập thể của thế giới để đảm bảo mọi ngóc ngách trên thế giới đều được tiếp cận bình đẳng với vắc xin.

Những bài học này cũng đúng đối với biến đổi khí hậu, một thách thức toàn cầu ở tầm cỡ mà thậm chí đại dịch coronavirus cũng không sánh bằng. Thất bại trong việc hạn chế nhiệt độ của trái đất tăng quá 1,5°C so với ngưỡng nhiệt độ trước khi công nghiệp hóa - một mục tiêu ngày càng xa vời theo từng năm trôi qua - có thể gây thiệt hại tương đương với 1/10 sản lượng kinh tế toàn cầu trước năm 2050 và thiệt hại thậm chí có thể nhiều hơn đến 25% ở các khu vực dễ bị tổn thương như Đông Nam Á (Swiss Re Institute, 2021). Gánh nặng của biến đổi khí hậu được phân chia không đồng đều: những người sống ở các khu vực ven biển và các vùng đồng bằng có độ cao thấp, ở những khu vực dễ gặp giông bão, hạn hán, lũ lụt và các thiên tai và các nông dân phụ

thuộc vào mùa màng nhờ mưa sẽ là những người bị ảnh hưởng nặng nề nhất (Islam & Winkel, 2017).

Cuộc chiến vật lộn với tác động kinh tế của đại dịch và biến đổi khí hậu càng thêm phức tạp bởi một điều là thậm chí trước khi có đại dịch, nền kinh tế toàn cầu cũng đã bắt đầu suy thoái. Thậm chí trong năm 2019, thế giới vẫn phục hồi hoàn toàn từ Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu (GFC) năm 2008. Cầu tăng trưởng ị ạch và đầu tư gây thất vọng mặc dù lãi suất đã ở mức thấp kỷ lục trong lịch sử. Kim ngạch thương mại thế giới vẫn chưa bằng các mức cao trước khủng hoảng và tiếp tục giảm trong năm 2019. Một thập kỷ theo đuổi chính sách mở rộng tiền tệ sau khủng hoảng đã nhen nhóm tích lũy nợ công và tư trên quy mô khổng lồ. Theo Viện Tài chính Quốc tế, tỉ lệ nợ trên GDP toàn cầu đạt mức cao kỷ lục 355% trong năm 2022, tăng từ mức 200% trong năm 2000. Nợ tư ở Đông Á tăng 15% mỗi năm từ 2008 đến 2019. Lãi suất thấp đã thổi phồng bong bóng giá trong thị trường cổ phiếu và thị trường bất động sản và sẽ tiếp tục phá vỡ kỷ lục mặc dù thu nhập của doanh nghiệp vẫn giảm sâu.

Phục hồi mạnh mẽ và thực hiện các Mục tiêu Phát triển Bền vững (SDG) trước năm 2030 đòi hỏi phải tăng đầu tư công và tư trong thập kỷ tiếp theo. Trong một nghiên cứu thường được trích dẫn ra mắt năm 2019, Ngân hàng Thế giới (NHTG) ước tính các nước có thu nhập thấp và trung bình sẽ cần phải đầu tư \$2,1 nghìn tỷ đô la mỗi năm (tính theo giá đô la Mỹ cố định năm 2011) để thực hiện các mục tiêu SDG và xây dựng cơ sở hạ tầng cần thiết để chuyển từ nhiên liệu hóa thạch sang nhiên liệu tái tạo và để bảo vệ người dân và cộng đồng trước các hiệu ứng tiêu cực của biến đổi khí hậu (Rozenberg & Fay, 2019). Tìm nguồn vốn cho làn sóng đầu tư này bằng những cách không tạo ra lạm phát hoặc không tạo ra các gánh nặng nợ khổng lồ cho chính phủ, doanh nghiệp và hộ gia đình là một trong những vấn đề cấp bách nhất mà khối các nước đang phát triển phải đối diện.

Ba hội nghị quốc tế lớn đã được tổ chức trong những năm gần đây để giải bài toán tài chính phát triển. Hội nghị Tài chính Phát triển Quốc tế tổ chức ở Monterey, Mexico trong năm 2002 tập trung vào vai trò của hỗ trợ phát triển từ nước ngoài (ODA) để thực hiện Mục tiêu Phát triển Thiên niên kỷ (MDG) trước năm 2015. Tuyên bố Doha năm 2008 được công bố thời điểm GFC diễn ra kêu gọi các nước bảo trợ cam kết duy trì dòng vốn ODA trong khủng hoảng tài chính toàn cầu. Hội nghị Tài chính Phát triển Quốc tế lần 3 tổ chức tại Addis Ababa trong năm 2015 để chuẩn bị cho Chương trình Hành động 2030 và các Mục tiêu Phát triển Bền vững (SDG).

Chương trình Hành động Addis Ababa xác định nguồn cung vốn dài hạn và tiếp cận với ngoại tệ là hai giới hạn chính mà các nước đang phát triển phải đối diện. Báo cáo cuối cùng có thái độ cân trọng đối với tự do hóa tài chính và toàn cầu hóa. Điều này đánh dấu một sự thay đổi lớn trong thái độ từ Monterey đến Doha, và từ đồng thuận trước kia giữa các cơ quan phát triển. Theo tài chính phát triển trong sách giáo khoa, tự do hóa tài chính (nới lỏng các kiểm soát của chính đối với ngân hàng, lãi suất, dòng vốn quốc tế và tỷ giá) là giải pháp có sẵn để giải quyết các hạn chế trong tiết kiệm và tỷ giá. Giá thị trường chuyển tải đầy đủ thông tin về tính khả thi và rủi ro của dự án. Tỷ giá hối đoái linh hoạt sẽ kết nối cung và cầu tiền đô la, giảm nhu cầu phải duy trì dự trữ ngoại hối của các ngân hàng trung ương và thiết lập kỷ luật đối với các chính phủ tiêu xài phung phí. Lãi suất do thị trường quyết định sẽ kích thích tiết kiệm, giảm chi phí vay nợ và tái định hướng dòng vốn quốc tế chảy vào các nước đang phát triển, nơi tỷ số vốn-lao động còn thấp và vì vậy đem đến cho nhà đầu tư sinh lợi cao hơn so với các nền kinh tế hiện đại.

Trước Hội nghị Addis Ababa, tự do hóa tài chính đã không còn gì mới lạ. Từ châu Mỹ Latin đến Đông Á, việc gỡ bỏ các kiểm soát đối với lãi suất, cấp giấy phép cho ngân hàng và dòng vốn nước ngoài không tạo ra các hiệu ứng như mong đợi. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư trong nước giảm, tỷ giá hối đoái ngày càng bất ổn và các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra với tần suất thường xuyên đáng báo động. Tệ nhất là, lòng tin mù quáng vào tính hiệu quả của thị trường tài chính đã che mờ mắt các nhà hoạch định chính sách và gom góp mây đen tạo thành Khủng hoảng Tài chính Châu Á và GFC. Thúc tỉnh trước các tai họa này, thậm chí những người ủng hộ tự do hóa tài chính nhiệt thành nhất cũng đã quay đầu và hoan nghênh các biện pháp hạn chế tăng trưởng tín dụng trong nước và kiểm soát dòng vốn chảy giữa biên giới các nước (Gallagher & Tian, 2017).

Tuy nhiên, sự thất bại của tự do hóa tài chính không có nghĩa chúng ta có thể tái thiết lại hệ thống tài chính như thời kỳ trước toàn cầu hóa. Và chúng ta cũng không muốn như vậy. Áp chế tài chính có hiệu quả ở một số nơi, chủ yếu là Đông Á, nhưng không hiệu quả ở những nơi khác. Nếu ngây thơ cho rằng thị trường tín dụng sẽ tự động cân bằng tại mức giá cân bằng như các loại hàng hóa thông thường khác, cũng sẽ ngây ngô không kém khi kỳ vọng tình hình địa chính trị chia rẽ và đa cực như hiện nay sẽ đưa ra được một đồng thuận về một cấu trúc tài chính toàn cầu

mới.⁴ Khi IMF kêu gọi một "Hiệp định Bretton Woods mới", điều này cho thấy thay đổi chỉ diễn ra ở những vấn đề nhỏ nhoi như tái cấu trúc nợ và cho vay ưu đãi, chứ không phải thay đổi toàn bộ hệ thống của dòng chảy hiện tại của vốn và hệ thống tỷ giá thả nổi (Georgieva, 2020). Đồng thuận để thay đổi các vấn đề căn bản hoặc thậm chí cùng nhau đồng ý rằng cần phải thay đổi không tồn tại giữa các siêu cường kinh tế. Một giải pháp toàn cầu đối với bài toán tài chính phát triển sẽ không xuất hiện trong tương lai gần và vì vậy mỗi quốc gia cần tự tìm giải pháp thích hợp với trình độ phát triển của mình, với yêu cầu của nền công nghiệp và với các mục tiêu xã hội và chính trị của nước mình.⁵

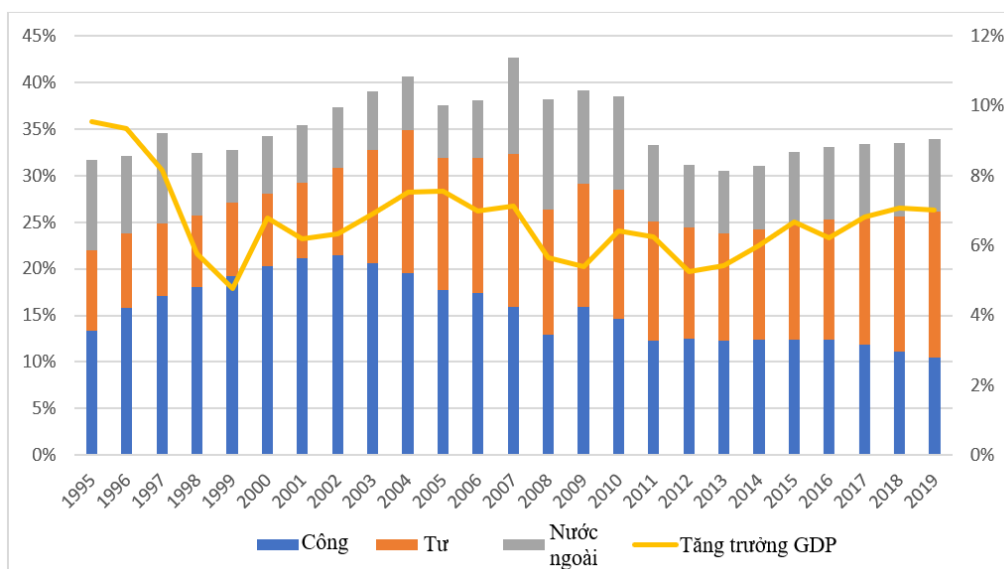
Không may là không có phương thuốc "trị bách bệnh": chính sách phù hợp các nước nhỏ giàu tài nguyên thiên nhiên sẽ không phù hợp với các nước lớn có thu nhập trung bình có thâm hụt thương mại trong nhiều năm. Chính phủ các nước cần phải sáng suốt kết hợp các động lực thị trường với các quy định giám sát để cấp vốn cho đầu tư công và ưu trọng khi giảm các tần suất và mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng tài chính. Ngoài ra, chính phủ cần giữ vai trò chủ động trong việc hạn chế đầu cơ vào đất đai và tài sản tài chính và khuyến khích đầu tư vào các dự án có lợi cho xã hội.

Việt Nam phải đầu tư thu nhập quốc gia với tỉ lệ lớn hơn nữa nếu muốn thực hiện được các mục tiêu đặt ra trong Chiến lược Phát triển 10 năm là lọt vào nhóm nước có thu nhập trung bình cao trước năm 2030 và nhóm nước có thu nhập cao trước kỷ niệm 100 năm thành lập nước năm 2045, đồng thời giải quyết thách thức biến đổi khí hậu. Một mục tiêu hợp lý dựa trên quy mô của các thách thức mà quốc gia này đang phải đối diện là duy trì tỉ lệ đầu tư từ 35 đến 40% thu nhập quốc gia. Việt Nam đã đạt được tỉ lệ đầu tư trong khoảng một thập kỷ từ 2001 đến 2011, sau đó tỉ lệ đầu tư trên tổng thu nhập quốc gia giảm đều theo thời gian (Hình 1). Có nhiều lý do vì sao tỉ lệ đầu tư giảm, một số bắt nguồn từ thay đổi trong nền kinh tế toàn cầu sau GFC và nằm ngoài tầm kiểm soát của chính phủ. Tuy nhiên, chính sách cũng giữ vai trò nhất định, đặc biệt là đầu tư công giảm và chi tiêu công chuyển từ đầu tư sang tiêu thụ. Suất sinh lợi của đầu tư công ở Việt

⁴ Tham khảo trang 10. Không thể đạt được đồng thuận giữa các nước, chứ đừng nói đến đồng thuận trên thế giới. Chia rẽ chính trị sâu sắc ở Mỹ đã cản đường các cải cách hệ thống tài chính quốc gia sau GFC và thực chất đã xóa bỏ cải cách các tổ chức tài chính quốc tế ra khỏi chương trình nghị sự. Sự ra đời của tiền số sẽ khiến chính phủ ngày càng khó khăn trong việc kiểm soát và giám sát dòng vốn quốc tế và đánh thuế các giao dịch này. Điều này đưa đến những hàm ý lớn đối với khả năng thực hiện chính sách tài khóa và tiền tệ của chính phủ.

⁵ Trong bài viết về phát triển muộn ở châu Âu, Alexander Gerschenkron nhấn mạnh công nghiệp hóa bị ảnh hưởng bởi bối cảnh chính trị kinh tế đặc thù ở mỗi quốc gia và cấu trúc và thể chế tài chính là những phản ứng đặc thù theo quốc gia với các điều kiện này (Gerschenkron, 1962). Các bài học tương tự cũng đúng đối với các nước có thu nhập thấp và trung bình hiện nay.

Nam vẫn cao vì lượng vốn công trên đầu người vẫn còn thấp, cho thấy suất sinh lợi của đầu tư công cao là có cơ sở về mặt kinh tế.⁶



Hình 1. Tỷ lệ đầu tư công, tư và nước ngoài trên GDP của Việt Nam từ 1995 đến 2019 (Nguồn: Tổng Cục Thống kê Việt Nam)

Bài viết này biện luận rằng các giải pháp để lấp đầy lỗ hổng của Việt Nam có thể được tìm thấy trên sân nhà. Huy động nguồn lực trong nước là chìa khóa để tăng nguồn cung vốn dài hạn cho đầu tư có lợi. Chính phủ phải giữ vai trò tích cực hơn nữa trong việc huy động nguồn lực và cấu trúc lại động cơ để kéo dài thời hạn đầu tư, bảo tồn nguồn ngoại tệ ít ỏi và khuyến khích đầu tư vào các dự án mà xã hội mong đợi.

Phần kế tiếp của bài viết sẽ trình bày ba nguyên tắc cốt lõi của chiến lược tài chính để phát triển bền vững. Thứ nhất, trái ngược với mô hình trong sách giáo khoa, tài chính phải được hiểu đúng là chuyển các tài sản thanh khoản thành các khoản đầu tư dài hạn chứ không phải chuyển tiền tiết kiệm từ các hộ gia đình đến doanh nghiệp. Nguyên tắc này nghe có vẻ kỹ thuật nhưng có những hàm ý sâu sắc đối với chính sách tài chính phát triển vì nguyên tắc ngụ ý rằng đầu tư tạo ra tiết kiệm chứ không phải tiết kiệm tạo ra đầu tư. Thứ hai, mặc dù thị trường là cơ chế phân bổ hiệu quả, các thị trường tài chính dễ bị tình trạng sử dụng đòn bẩy quá mức và vì vậy bản chất của thị trường là luôn bất ổn. Thứ ba, hầu hết các nước đều phụ thuộc chủ yếu vào thị trường vốn trong

⁶ Đọc trang 50.

nước thậm chí trong giai đoạn toàn cầu hóa, và điều này đặc biệt đúng đối với các nước đang phát triển.

Phần III sẽ dựa trên các nguyên tắc này để xem xét các chiến lược để các nước đang phát triển tăng nguồn cung vốn dài hạn dành cho phát triển. Các chiến lược này bao gồm ngân hàng phát triển quốc gia, tài chính công, quỹ đầu tư quốc gia và các chính sách khuyến khích đầu tư có lợi và hạn chế đầu cơ. Phần cuối sẽ thảo luận các hàm ý chính sách và kết luận.

Bài viết cơ sở này đi kèm với một loạt các bài phân tích chính sách ngắn về một số chủ đề tài chính phát triển trong đó có tóm tắt lại các vấn đề được trình bày bên dưới và ứng dụng vào tài chính phát triển ở Việt Nam. Các bài phân tích chính sách khác sẽ trình bày tóm tắt kinh nghiệm của các nước đã công nghiệp hóa thành công ở châu Âu và Đông Á.

III. Ba nguyên tắc cốt lõi của tài chính phát triển

Gần đây tài chính đã quay trở lại thành tâm điểm trong hoạch định chính sách phát triển sau một thời gian dài ở phía hậu trường. Niềm tin rằng thị trường tài chính vận hành hiệu quả - nghĩa là giá chuyển tải đầy đủ thông tin về giá trị và rủi ro đi kèm với tài sản tài chính - khiến nhiều nhà kinh tế học và chuyên gia tài chính đưa ra kết luận là chính sách tốt nhất là không có chính sách nào hết. Theo quan điểm này, chính phủ là chướng ngại vật chính đối với tăng tiết kiệm và tăng đầu tư. Quan điểm này vẫn được ưa chuộng thậm chí sau Khủng hoảng Tài chính Đông Á năm 1997-98 mà nguyên nhân của khủng hoảng này là do chủ nghĩa "tư bản thân hữu" và lòng tin bị đặt sai chỗ vào tỷ giá hối đoái cố định. Nhưng khi Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu 2008-09 (GFC) diễn ra, ý tưởng cho rằng thị trường tài chính có thể tự cân bằng ngày càng khó duy trì. Hyman Minsky, một nhà kinh tế học người Mỹ ít tên tuổi đã cảnh báo trước từ thập niên 1960 về bản chất bất ổn của thị trường tài chính, leo lên đầu danh sách các tác giả bán chạy nhất mặc dù quyển sách cuối cùng của ông đã được xuất bản vào năm 1986 (Minsky qua đời vào năm 1996). Giới báo chí tài chính đặt tên cho sự sụp đổ của Lehman Brothers, vụ phá sản lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ là "Khoảnh khắc Minsky", báo hiệu thời điểm giả thuyết của ông về tính bất ổn của thị trường tài chính chuyển từ một giả thuyết bên lề trở thành một học thuyết kinh tế chính thống. Lý do thứ hai khiến tài chính phát triển được quan tâm trở lại là biến đổi khí hậu. Các nhà hoạch định chính sách đã thức tỉnh và nhận ra quy mô đầu tư cần thiết để phát triển các hệ thống năng lượng tái tạo và bảo vệ các cộng đồng dễ bị tổn thương trước các hiện tượng như mực nước biển dâng cao và thời tiết khắc nghiệt. Tuy nhiên những nỗ lực để tăng quy mô đầu tư xuất hiện tại

thời điểm khi bảng cân đối kế toán của khu vực công và tư đã bị quá tải với nợ sau hai năm chiến đấu với đại dịch coronavirus và sau một thập kỷ dài phục hồi một cách ỉ ạch từ GFC.

Chủ đề chính của bài viết này là tài chính phát triển là một công tác quan trọng ở cấp quốc gia và chính phủ giữ vai trò quan trọng trong việc tăng khả năng tiếp cận với nguồn vốn dài hạn trực tiếp hoặc thông qua định hình các động lực thị trường để khuyến khích đầu tư có lợi và hạn chế đầu cơ vào các tài sản tài chính và tài sản cố định. Để hiểu lý do vì sao lại như vậy, chúng ta phải tìm hiểu một số nguyên tắc cơ bản của tài chính từ góc nhìn của các nước đang phát triển. Phần này sẽ thảo luận ba chủ đề chính: i) mối quan hệ giữa đầu tư và tiết kiệm trong nước; ii) bản chất bất ổn của thị trường tài chính; và iii) rủi ro khi quá lệ thuộc vào dòng vốn quốc tế. Sau đó chúng ta sẽ áp dụng những nguyên tắc này để xây dựng các chiến lược tài chính phát triển ở phần sau.

Tiết kiệm sinh ra từ đầu tư (chứ không phải đầu tư sinh ra từ tiết kiệm)

Trong phiên bản sách giáo khoa về hệ thống tài chính, các hộ gia đình tiết kiệm và doanh nghiệp đầu tư. Hộ gia đình sẽ đưa ra quyết định tiêu thụ dựa trên ưu tiên về thời gian - tiêu thụ mức vào ngày hôm nay hay ngày mai - và dựa trên lãi suất. Thu nhập không dùng đến sẽ được gửi tiết kiệm trong ngân hàng và ngân hàng sẽ dùng khoản tiền tiết kiệm này để cho các doanh nghiệp vay để thực hiện đầu tư. Thị trường tài chính sẽ cân bằng tại mức lãi suất thực, tại mức giá này cung của "vốn vay" (tiền tiết kiệm của các hộ gia đình) sẽ bằng với lượng vốn mà doanh nghiệp cần để thực hiện các kế hoạch đầu tư. Các nước có thể tăng tỉ lệ đầu tư trên thu nhập quốc gia nếu người dân (và chính phủ) tiêu xài tiết kiệm và tỉ lệ đầu tư trên thu nhập quốc gia giảm nếu người dân (và chính phủ) tiêu thụ thu nhập nhiều.

Phiên bản sách giáo khoa được điều chỉnh đôi chút trong thế giới của các thị trường tài chính hội nhập toàn cầu. Các nước ghi nhận thặng dư thương mại xuất khẩu vốn sang các nước có thâm hụt thương mại. Thặng dư tài khoản vãng lai của Trung Quốc được chuyển thành dự trữ ngoại tệ, và lượng tiền dự trữ ngoại tệ này được đầu tư vào trái phiếu chính phủ Mỹ. Ngoài Mỹ, các nước nhập khẩu vốn cũng được cho là bao gồm hầu hết các nước đang phát triển sử dụng dòng ngoại tệ đổ vào nước mình để mua hàng hóa vốn là máy móc, trang thiết bị và công nghệ để phát triển công nghiệp.

Phiên bản sách giáo khoa dựa trên hai giả định khá là mơ hồ. Giả định thứ nhất cho rằng cung tín dụng bị giới hạn bởi lượng vốn vay hay lượng tiền được tiết kiệm từ thu nhập.⁷ Theo quan điểm này, các ngân hàng chỉ giữ vai trò thụ động, nhận tiền từ các hộ gia đình và chuyển khoản tiền này lại cho các nhà đầu tư. Điều mà phiên bản sách giáo khoa bỏ qua là ngân hàng có khả năng tạo ra tiền trong quá trình thực hiện các khoản vay. Khi ngân hàng cho vay họ tạo ra nguồn tiền mà doanh nghiệp dựa vào đó để trả lương cho nhân viên và chi trả các chi phí sản xuất khác. Các chi tiêu này tạo ra thu nhập và một phần thu nhập sẽ được gửi thành tiền tiết kiệm. Như vậy, trong một nền kinh tế vận hành bằng tiền, sẽ đúng hơn nếu nói thế này: đầu tư tạo ra tiết kiệm chứ không phải ngược lại. Tiết kiệm và đầu tư sẽ không cân bằng với nhau tại lãi suất thực; tiết kiệm và đầu tư luôn bằng nhau trong sổ kế toán *hậu kiểm* dù lãi suất hiện hành đang ở mức nào. Đầu tư cũng thay đổi phân phối thu nhập, ảnh hưởng đến cầu đầu tư và tỉ lệ tiết kiệm.

Nếu hiểu đúng, tài chính là cung cấp thanh khoản (tiền mặt) cho nhà đầu tư để trang trải các khoản chi tiêu không thể trang trải bằng lợi nhuận.⁸ Khả năng tạo ra tiền của các ngân hàng không bị hạn chế bởi lượng tiền tiết kiệm có sẵn mà bởi sự tồn tại của các dự án xứng đáng rót tín dụng và bởi nhu cầu phải thực hiện các nghĩa vụ tài chính của ngân hàng trong đó có nghĩa vụ phải chuẩn bị sẵn tiền mặt để hoàn trả theo yêu cầu của người gửi tiết kiệm (Kaldor, 1978, tr. 179). Ngân hàng và doanh nghiệp (nếu vay tiền hoặc bán cổ phần trực tiếp cho công chúng) phải dựa vào thị trường tài chính để kết nối khoảng cách giữa nhu cầu vốn dài hạn và nhu cầu thanh khoản để trang trải các nghĩa vụ trước mắt. Thị trường thứ cấp giúp các ngân hàng thu hẹp khoảng cách giữa nợ ngắn hạn với tài sản dài hạn. Việc ngân hàng không dựa vào tiền tiết kiệm trước đó để cho vay có thể thấy rõ nhất trong các làn sóng đầu cơ, khi giá tài sản bị thổi phồng khiến ngân hàng bạo dạn cung cấp tín dụng tại mức lãi suất có thể gây bất ổn cho thị trường từ góc nhìn vĩ mô.

Giả định sai lầm rằng tiết kiệm sẽ cấp vốn cho đầu tư hiện tại thường dẫn các nhà kinh tế học và các nhà hoạch định chính sách vào những con ngõ nhỏ mù quáng trong lý luận. Vào đầu thập niên 1990, các nhà kinh tế học lo ngại dân số già ở châu Âu, Bắc Mỹ và Nhật Bản sẽ dẫn đến *thiếu hụt tiết kiệm* dài hạn và khiến lãi suất luôn ở mức cao (Baldassarri đtg., 1993; Silk, 1992).

⁷ Trong các tư liệu nghiên cứu về kinh tế học, đây được gọi là giả định cho rằng cung tiền có tính ngoại sinh hay phát sinh bên ngoài hệ thống ngân hàng.

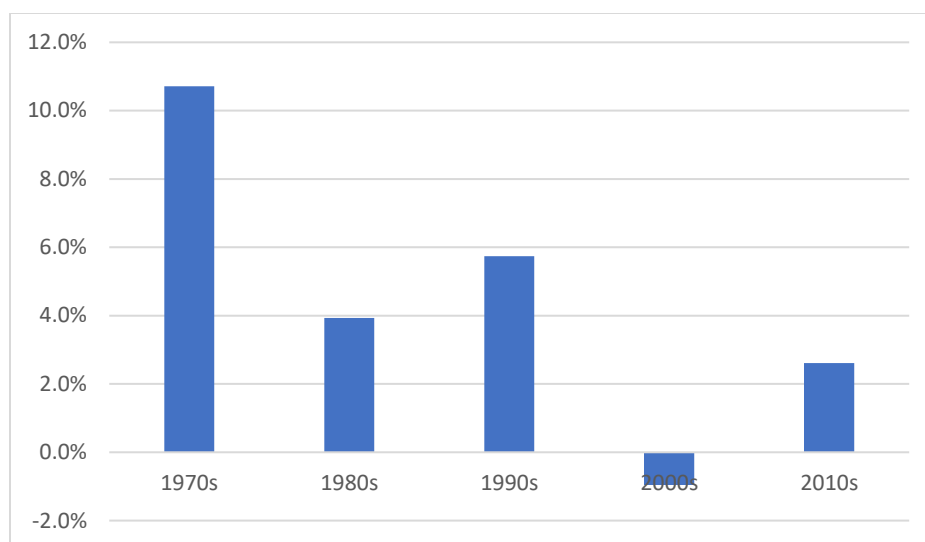
⁸ "Đầu tư tăng luôn đi cùng với tiết kiệm tăng, nhưng tiết kiệm chưa bao giờ đi trước đầu tư. Giảm bớt tồn trữ và mở rộng tín dụng không chỉ là một phương án khác thay thế cho tăng tiết kiệm mà còn là sự chuẩn bị cần thiết để tăng tiết kiệm. Đầu tư là cha mẹ chứ không phải anh em song sinh với tiết kiệm." (Keynes, 2013, tr. 281).

Phiền phức là ngay sau dự báo thiếu hụt tiết kiệm dài hạn là giai đoạn lãi suất thực giảm trong suốt một thập kỷ và tỉ lệ tiết kiệm trên tổng sản lượng thế giới đều đặn tăng.⁹

Gần đây, suy giảm tăng trưởng trong thập kỷ sau GFC khiến các nhà kinh tế học tuyên bố thế giới đang trong 'làn sóng tiết kiệm toàn cầu', tiêu dùng ỉ ạch và "đình trệ" kéo dài (Krugman, 2013; Summers, 2014). Thay đổi về nhân khẩu học một lần nữa lại là thủ phạm, nhưng lần này xã hội với dân số già lại tiết kiệm quá nhiều và đầu tư quá ít (vì vậy tạo ra thặng dư tiết kiệm). Cũng có ý kiến tranh cãi rằng thay đổi công nghệ đang kiềm hãm đầu tư vì một trong hai nguyên nhân: i) tiến bộ công nghiệp giúp chi tiêu vốn hiệu quả hơn nhiều và chúng ta cần ít vốn để đầu tư hơn; hoặc ii) công nghệ thông tin chưa đủ hiệu quả để tạo ra tăng trưởng kinh tế nhanh. Vì vậy làn sóng dư thừa tiết kiệm toàn cầu là do sự thành công vượt trội của công nghệ thông tin hoặc do thất bại toàn tập của công nghệ thông tin. Dù thế nào, kết quả vẫn là dư thừa tiết kiệm.

Giả thuyết đình trệ kéo dài hiện nay cũng không khá hơn giả thuyết thiếu hụt tiết kiệm ở thập niên 1990. Làn sóng dư thừa tiết kiệm không gây hại cho thế giới, cái gây hại chính là tỉ lệ đầu tư thấp do cầu yếu. Tốc độ đầu tư của doanh nghiệp ở các nước tiên bộ đã liên tục giảm từ thập niên 1970 (Hình 2). Có nhiều yếu tố góp phần vào tỉ lệ đầu tư thấp như bất bình đẳng tăng và kéo nhu cầu tiêu thụ hàng hóa và dịch vụ xuống thấp; động lực đổ diện lãnh đạo các doanh nghiệp đang thay đổi và chuyển sang ưu tiên lợi nhuận ngắn hạn thay vì tăng trưởng dài hạn và từ đó tạo ra "lợi nhuận nhưng không thịnh vượng" (Lazonick, 2014); và tỉ lệ đầu tư vào hàng hóa công như cơ sở hạ tầng và giáo dục thấp, từ đó hạ thấp suất sinh lợi của đầu tư tư nhân. Ugo Pagano cho rằng thị trường độc quyền nhóm trong đó một hoặc một vài người kiểm soát quyền sở hữu trí tuệ và việc ứng dụng một cách cứng nhắc các điều khoản bảo hộ Sở hữu Trí tuệ trong các Hiệp định Thương mại, đã giới hạn dòng chảy tri thức và là van khóa đầu tư (Pagano, 2014). Một số hoặc tất cả các yếu tố trên có thể làm chậm tốc độ đầu tư, tạo ra ảo giác dư thừa tiết kiệm.

⁹ Tỉ lệ tiết kiệm trên GDP thế giới tăng từ 22 đến 27% trong giai đoạn 1991 đến 2007 theo Các chỉ số Phát triển Thế giới



Hình 2. Tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm của đầu tư tài sản cố định của doanh nghiệp Mỹ (Nguồn: OECD)

Điều này đưa chúng ta đến với giả định thứ hai trong sách giáo khoa mà theo giả định này nền kinh tế vận hành ở trạng thái toàn dụng tại lãi suất thực cân bằng thị trường. Với giả định này, tiết kiệm không có tác động nào đối với tổng cầu: tiêu thụ bị bỏ qua sẽ tự động và ngay lập tức được chuyển hóa thành đầu tư. Nhưng trong thế giới thực, tổng cầu có tăng và giảm theo chu kỳ kinh tế, làm tăng hoặc giảm lợi nhuận kỳ vọng và kế hoạch đầu tư. Khi lãi suất giảm, doanh nghiệp không phản ứng bằng cách đổ xô đi tăng đầu tư để tận dụng chi phí vốn thấp. Thay vào đó doanh nghiệp sẽ hoãn kế hoạch đầu tư khi phải điều chỉnh lại kỳ vọng về doanh thu và lợi nhuận trong tương lai dựa trên những thay đổi trong tổng cầu (Taylor, 1983). Do đó, tiết kiệm càng nhiều nghĩa là tiêu thụ càng thấp và đầu tư càng thấp, như vậy không phải cứ tiết kiệm tăng là đầu tư tăng.¹⁰

Giả định về trạng thái toàn dụng sai ở mọi khu vực, nhưng đặc biệt sai trong bối cảnh của các nền kinh tế dư thừa lao động như Việt Nam, nơi tỉ lệ lớn lực lượng lao động tham gia vào các hoạt động có năng suất thấp như nông nghiệp hoặc các dịch vụ truyền thống. Tình trạng thiếu việc làm đã giữ mức lương trung bình ở mức thấp và tạo cơ hội cho các nhà đầu tư nước ngoài và trong nước kiếm được lợi nhuận khi sản xuất hàng hóa để xuất khẩu như thiết bị điện tử, may

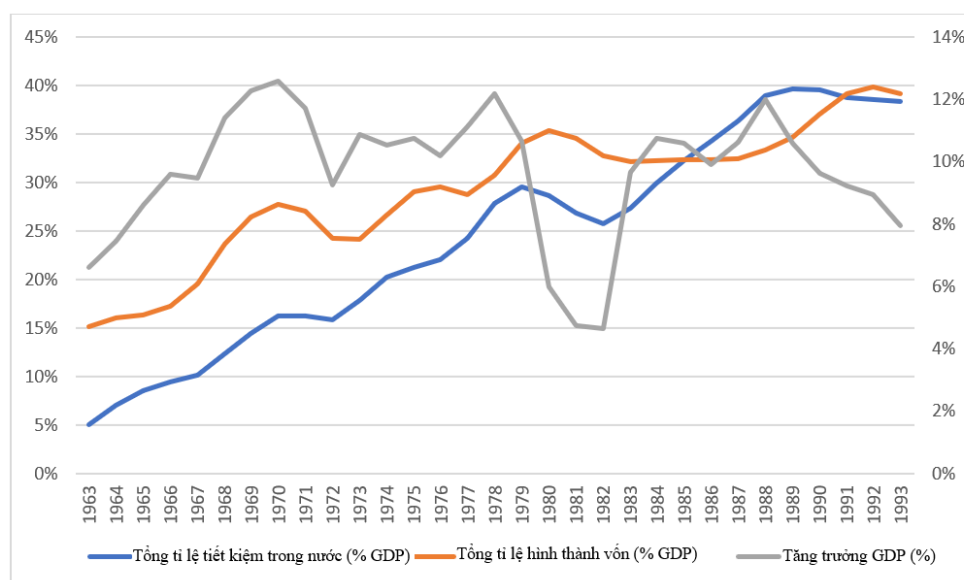
¹⁰ "Ý tưởng kỳ quặc mặc dù rất phổ biến rằng hành động tiết kiệm của một cá nhân cũng tốt cho cầu như tiêu thụ, xuất phát từ một ảo tưởng, nhìn bề ngoài có vẻ đúng nhưng thực chất lại sai hoàn toàn. Ảo tưởng này là nhu cầu muốn nắm giữ tài sản cũng tương tự như nhu cầu muốn nắm giữ các khoản đầu tư và sẽ là động lực để sản xuất ra các dự án đầu tư; như vậy mức độ tiết kiệm thúc đẩy đầu tư sẽ bằng với mức độ thu nhập không được tiêu thụ" (Keynes, 2013, tr. 211).

mặc và giày dép bằng các dây chuyền sản xuất thâm dụng lao động. Các nền kinh tế đang phát triển có cầu bị giới hạn, điều này thể hiện qua việc cầu từ xuất khẩu có thể tác động tích cực lên tăng trưởng sản lượng và tăng trưởng năng suất. Từ quan điểm này, lợi ích chính của đầu tư trực tiếp từ nước ngoài không nhất thiết là dòng vốn nước ngoài chảy vào nền kinh tế mà nói đúng hơn lợi ích đến từ khả năng tiếp cận được các thị trường xuất khẩu khi sản xuất cho các thương hiệu lớn của thế giới.¹¹ Đưa lao động từ nông nghiệp sang các ngành công nghiệp phục vụ xuất khẩu không làm giảm sản lượng của nông nghiệp là vì lao động còn đang ở trạng thái thiếu dụng (underutilized). Tiếp cận được với cầu tiêu thụ hàng hóa tiêu dùng ở thị trường nước ngoài huy động lực lượng lao động dư thừa, thiết lập mối quan hệ thân thiết giữa tốc độ tăng trưởng của xuất khẩu công nghiệp và tăng trưởng năng suất lao động, một đặc điểm lâu dài của quá trình phát triển (Nguyen Thang & Pincus, 2021). Nói lỏng giả định về trạng thái toàn dụng cho phép chúng ta bỏ qua khái niệm trong sách giáo khoa rằng đầu tư bị hạn chế bởi tiết kiệm. Vì đầu tư tạo ra cả thu nhập và tiết kiệm, tỉ lệ tiết kiệm trong nước thấp phản ánh thiếu các cơ hội đầu tư tiềm năng chứ không phải do lãi suất thấp. Tỉ lệ đầu tư thay đổi theo cầu và kỳ vọng về lợi nhuận, hai yếu tố vốn độc lập với lãi suất. Nghiên cứu giữa các quốc gia cũng khẳng định tiết kiệm nên được xem là kết quả từ đầu tư và tăng trưởng năng suất chứ không phải là nguồn gốc của đầu tư (Kumar đtg. 2020).

Ý tưởng cho rằng tiết kiệm đến từ đầu tư và đầu tư chủ yếu xuất phát từ kỳ vọng về lợi nhuận tương lai chứ không xuất phát từ tiết kiệm đã xuất hiện từ lâu trong kinh tế học phát triển. Các tác giả tiên phong ủng hộ ý tưởng này nhận ra các nước công nghiệp muộn phải cạnh tranh với các nước đã công nghiệp hóa thành công sở hữu lợi thế từ công nghệ hiện đại, nền kinh tế có quy mô lớn, và có kinh nghiệm quản lý các tập đoàn lớn phức tạp (Hirschman, 1972; Kaldor, 1967). Cần có các chính sách từ chính phủ giảm rủi ro đầu tư và tăng kỳ vọng về lợi nhuận như các quy định về hàm lượng nội địa, bảo hộ có chọn lọc, trợ cấp R&D, động lực xuất khẩu và tiếp cận với tín dụng ưu đãi (UNCTAD, 2016a). Các phương pháp này cùng nhiều phương pháp khác đã được sử dụng rất nhiều bởi các nước công nghiệp hóa thành công ở Đông Á, bắt đầu từ Nhật Bản vào đầu thế kỷ 20 và sau đó là Hàn Quốc, Đài Loan, Singapore và Trung Quốc. Chiến lược tài

¹¹ Một phần lớn trong vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đến từ lợi nhuận được tái đầu tư, có nghĩa là cũng như các doanh nghiệp trong nước, FDI hầu hết được rót vốn từ lợi nhuận của chính họ. Đọc trang 20 ở bên dưới.

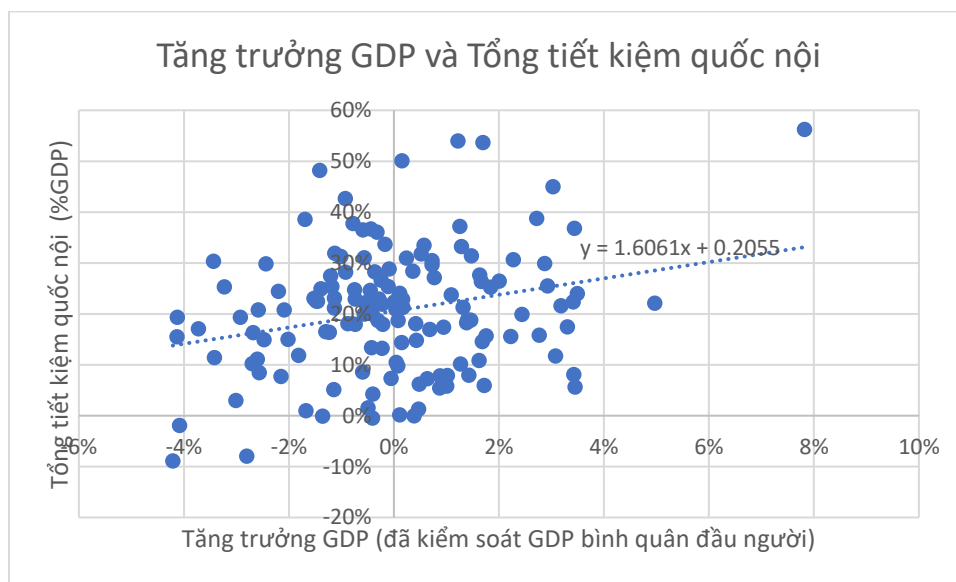
chính phát triển gắn chặt với chính sách công nghiệp và không thể tách rời với phát triển năng lực kỹ thuật, khuyến khích xuất khẩu và giúp các doanh nghiệp trong nước lớn mạnh. Kinh nghiệm của Hàn Quốc đã minh họa điểm này. Hàn Quốc bắt đầu công nghiệp hóa vào thập niên 1960 với tỉ lệ tiết kiệm cực kỳ thấp: tổng tỉ lệ tiết kiệm trong nước chỉ chiếm 0,3% trên GDP trong năm 1960 và chưa đạt đến mức 20% cho đến năm 1973 (Hình 3). Tuy nhiên, khi tỉ lệ đầu tư tăng xuyên suốt thập niên 1970, tỉ lệ tiết kiệm cũng tăng tương ứng và đạt đỉnh 30% trong năm 1978 và giữ nguyên tại đó mỗi năm cho đến hiện tại. Tiết kiệm là kết quả không phải là nguyên nhân tạo ra tăng trưởng (Shin & Chang, 2003, tr. 7). Yếu tố chính hạn chế đầu tư là lượng ngoại tệ trong tay, vì Hàn Quốc cần phải nhập khẩu công nghệ và hàng hóa vốn. Cho đến năm 1984, Hàn Quốc liên tục ghi nhận thâm hụt thương mại lớn, trung bình 8% trên GDP từ 1960 đến 1983. Chính phủ chủ động đưa tín dụng và ngoại tệ đến các ngành công nghiệp sản xuất phục vụ xuất khẩu, hạn chế tín dụng tiêu dùng và đầu cơ.



Hình 3. Trung bình trượt 3 năm của tổng tỉ lệ tiết kiệm trong nước, tổng tỉ lệ hình thành vốn và tăng trưởng GDP của Hàn Quốc từ 1963 đến 1993 (Nguồn: Ngân hàng Thế giới)

Tiết kiệm trong nước có quan hệ chặt chẽ với thu nhập theo đầu người và tốc độ tăng trưởng của sản lượng kinh tế như ta kỳ vọng nếu đầu tư tạo ra tiết kiệm thay vì ngược lại (Hình 4). Như trong trường hợp của Hàn Quốc, các nước có thu nhập thấp có tiết kiệm nhỏ nhoi vì lượng vốn

và tỉ lệ lợi nhuận còn thấp. Khi đầu tư tăng tốc, lợi nhuận tăng và cùng với đó là tiết kiệm tăng.¹² Tiết kiệm và tăng trưởng đều có quan hệ mật thiết với tỉ lệ đầu tư và tăng giảm song hành với nhau (Warman & Thirlwall, 1994). Giả thuyết về chu kỳ tiết kiệm cũng cho rằng yếu tố nhân khẩu học ảnh hưởng đến tỉ lệ tiết kiệm theo hình chữ U ngược thể hiện xu hướng người lao động ở độ tuổi trung niên sẽ tiết kiệm cho gia đình và để chuẩn bị cho giai đoạn nghỉ hưu (Modigliani, 1986). Như chúng ta sẽ thấy bên dưới, không có bằng chứng cho thấy tỉ lệ tiết kiệm có bất kỳ mối liên hệ nào với lãi suất thực.



Hình 4. Tổng tiết kiệm quốc nội, GDP bình quân đầu người và tăng trưởng GDP từ 2015-2019 của 141 quốc gia (Nguồn: Các chỉ số phát triển thế giới)

Lưu ý: Đối với nhóm gồm 141 quốc gia từ 2015 đến 2019, thu nhập bình quân đầu người tăng \$1000 (sức mua tương đương theo đồng đô la năm 2017) thì tổng tiết kiệm quốc nội tăng 0,4% (tỉ lệ % trên GDP). Kiểm soát hiệu ứng của thu nhập bình quân đầu người, tăng trưởng GDP tăng 1% thì tổng tiết kiệm quốc nội tăng 1,6%.

Các khoản vay không giống như sừn cốt lết

Kể từ khi Joseph Schumpeter xuất bản quyển sách Theory of Economic Development (Lý thuyết Kinh tế học Phát triển) vào năm 1911, các nhà kinh tế học đã tìm hiểu chức năng doanh nhân của các tổ chức tài chính (Schumpeter, 1983). Đối lập với mô hình sách giáo khoa, Schumpeter nhấn mạnh vai trò chủ động của ngân hàng trong việc đánh giá khả năng sinh lời của các dự án đầu tư

¹² Ở các nước cực kỳ nghèo, chỉ số đo tỉ lệ tiết kiệm và đầu tư thường không chính xác vì tiết kiệm và đầu tư sẽ diễn ra bên ngoài hệ thống tiền tệ và thông qua giao dịch hiện vật hoặc bảo quản hiện vật (ví dụ, giữ lại thóc để gieo hạt).

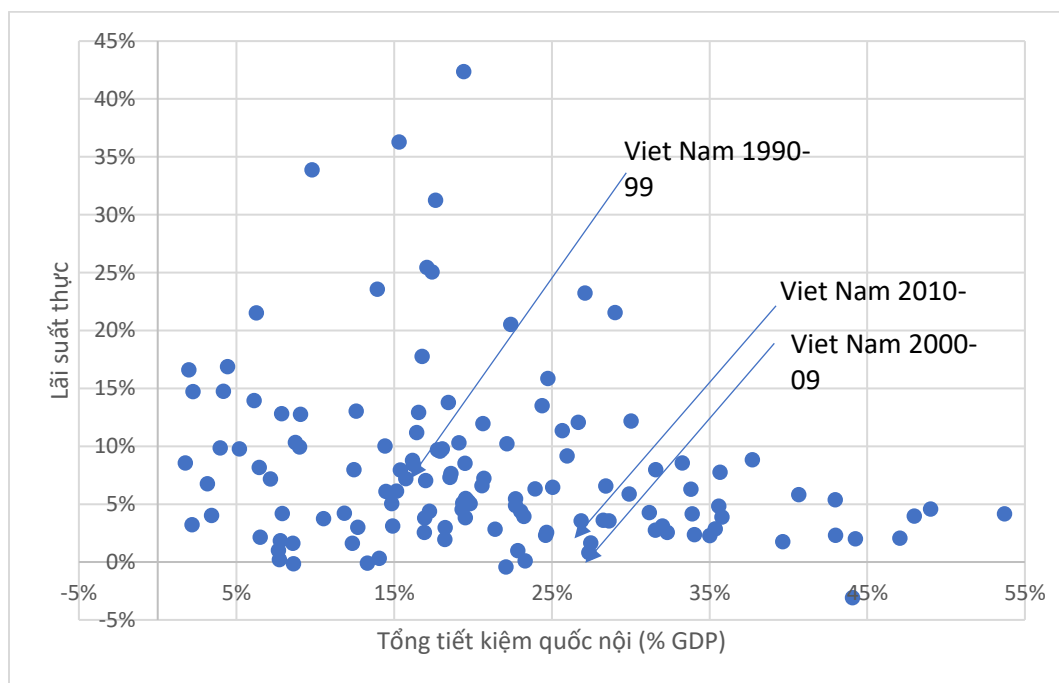
khác nhau và khả năng trả nợ của người đi vay.¹³ Đối với Schumpeter, doanh nghiệp thực hiện các dự án đầu tư từ lợi nhuận nhưng cần tín dụng để trang trải các chi phí phát sinh trong quá trình sản xuất. Chính nhu cầu thanh khoản của nhà đầu tư và kết quả chưa biết trước của các dự án đầu tư đã trao cho ngân hàng một vai trò chiến lược trong quá trình phát triển. Các quyết định đầu tư không dựa trên lãi suất thực mà dựa trên phán đoán của ngân hàng.

Bắt đầu từ thập niên 1960, ý tưởng cho rằng giá thể hiện tất cả các thông tin liên quan về giá trị của tài sản tài chính bắt đầu nhận được nhiều sự chú ý trong giới các nhà kinh tế học và hoạch định chính sách. Cùng với cách tiếp cận vốn vay, giả thuyết thị trường hoạt động hiệu quả trở thành cơ sở lý thuyết cho tự do hóa tài chính. "Áp chế tài chính" là kết quả của sự can thiệp chính phủ để giữ lãi suất ở mức thấp trái với thực tế, hạn chế tiết kiệm và khiến các hộ gia đình nắm giữ các tài sản không sinh lời như vàng, đất đai và ngoại tệ thay vì gửi tiết kiệm vào ngân hàng. Lãi suất thấp giảm lợi nhuận khi phân bổ vốn đến cho các dự án có rủi ro thấp (McKinnon, 1973; Shaw, 1973). Các mô hình về nền kinh tế đóng đi liền với một loạt các lập luận ủng hộ tự do hóa tài khoản vốn. Những người ủng hộ tự do hóa tài chính biết rằng dòng vốn tự do đi kèm với rủi ro nhưng họ lại lập luận nguy cơ dòng vốn đảo chiều sẽ áp đặt kỷ luật lên chính phủ ở các nước đang phát triển, một luận điểm vẫn được các tổ chức tài chính quốc tế tung hô trước đêm tối của Khủng hoảng Tài chính Đông Á (Fischer, 1997).

Luận điểm trung tâm của tự do hóa tài chính là thị trường định giá tài sản tài chính sẽ tăng tiết kiệm và đầu tư trong nước. Tuy nhiên, mối quan hệ kỳ vọng giữa lãi suất và tiết kiệm không hề tồn tại. Maxwell Fry, tác giả của một quyển sách giáo khoa hàng đầu về tài chính phát triển và một người nhiệt thành ủng hộ tự do hóa tài chính, kết luận một cách miễn cưỡng trong bài khảo sát các bằng chứng của ông rằng "lãi suất thực không hề có tác động trực tiếp nào đối với tiết kiệm nhưng có thể tạo ra tác động gián tiếp thông qua tăng tốc độ tăng trưởng kinh tế" (Fry, 1995, tr. 188). Tỷ lệ tiết kiệm trước và sau tự do hóa có quan hệ mật thiết hơn với tăng trưởng thu nhập so với lãi suất thực. Như trong Hình 5, ở các nước có thu nhập thấp và trung bình, không hề có mối quan hệ nào tồn tại giữa lãi suất thực và tổng tiết kiệm trong nước trong vòng bốn thập kỷ vừa qua. Quả thật, mối quan hệ lỏng lẻo nếu có tồn tại lại là quan hệ tỉ lệ nghịch. Tiết kiệm tăng ở các nền kinh tế tăng trưởng nhanh có tỉ lệ đầu tư trên thu nhập quốc gia cao như Trung Quốc,

¹³ 'Ngân hàng không chỉ phải biết dự án mà mình sắp cấp vốn và kết cục của dự án đó mà còn phải hiểu về khách hàng, công việc kinh doanh của khách, thậm chí các thói quen cá nhân và bằng cách thường xuyên 'trò chuyện giao lưu với khách hàng' để nắm rõ tình hình.' (Schumpeter, 1939, tr. 116).

Hàn Quốc và Singapore. Chúng ta đã bàn về cách Hàn Quốc sử dụng áp chế tài chính để đưa tín dụng và ngoại tệ đến các ngành công nghiệp phục vụ xuất khẩu. Ở Việt Nam, sau năm 2000, tỉ lệ tiết kiệm tăng dù lãi suất thực có xu hướng giảm, điều này phản ánh quốc gia này có thu nhập bình quân trên đầu người cao hơn và tăng trưởng nhanh hơn.



Hình 5. Lãi suất thực và tổng tiết kiệm quốc nội (tỉ lệ % trên GDP) của các nước có thu nhập thấp và thu nhập trung bình giai đoạn 1980 đến 2019 (Nguồn: Các chỉ số phát triển thế giới)

Lưu ý: Đồ thị thể hiện giá trị trung bình của lãi suất thực và tổng tiết kiệm quốc nội (tỉ lệ % trên GDP) của các nước thu nhập thấp và thu nhập trung bình mà chúng tôi tiếp cận được)

Nếu tự do hóa tài chính thất bại trong việc tăng tỉ lệ tiết kiệm, ít nhất tự do hóa tài chính có thành công trong việc cải thiện phân bổ vốn đầu tư hay không? Ở đây bằng chứng cũng rất mong manh, chỉ có một vài nghiên cứu với độ phủ địa lý hạn chế và trong những khoảng thời gian tương đối ngắn ngủi. Tuy nhiên, có một số dấu hiệu cho thấy ít nhất trong ngắn hạn tự do hóa tài chính có liên quan đến suất sinh lợi trên vốn cao hơn nếu đo theo tỷ lệ vốn trên sản lượng (Galindo đtg. 2007). Ta có thể hình dung giảm tín dụng theo chỉ đạo sẽ giải phóng cho các ngân hàng được tự do phân bổ vốn vào các dự án có lời hơn. Tuy nhiên, tự do hóa cũng có quan hệ với tốc độ tăng trưởng nhanh của cho vay tiêu dùng và các hành vi nhiều rủi ro như cho vay theo quan hệ và đầu cơ tài sản tài chính (Bhaduri & Bhattacharya, 2018).

Lợi ích của việc vốn đầu tư được phân bổ vào các dự án có suất sinh lời cao hơn bị bù trừ bởi việc các cuộc khủng hoảng tài chính xảy ra thường xuyên hơn sau khi thực hiện tự do hóa tài chính. Bất ổn không chỉ giới hạn trong các sự kiện toàn cầu như khủng hoảng GFC trong năm 2008/09 và Khủng hoảng Tài chính Đông Á 1998/99, mà còn hiện diện trong làn sóng khủng hoảng ngân hàng ảnh hưởng đến mọi ngóc ngách trên thế giới. Arestis và Stein xem xét bằng chứng từ 53 quốc gia trong những năm từ 1980 đến 1995 (Arestis & Stein, 2005). Hai tác giả kết luận lãi suất thực tăng và nói lỏng giám sát không thể giúp tăng tiết kiệm trong nước hoặc đầu tư trong nước mà ngược lại còn kích thích vay tiêu dùng tăng và đầu cơ vào các tài sản cố định và tài sản tài chính tăng. Rủi ro quá mức và các làn sóng tăng trưởng tín dụng nóng kém bền vững là những nguyên nhân chính của các cuộc khủng hoảng ngân hàng và tài chính ở các thị trường mới nổi (Eichengreen & Arteta, 2002). Kaminsky và Reinhart phát hiện các cuộc khủng hoảng ngân hàng có quan hệ gần gũi với các cuộc khủng hoảng tiền tệ do tự do hóa tài khoản vốn (G. L. Kaminsky & Reinhart, 1999).

Vì sao quá phụ thuộc vào các tín hiệu từ giá lại thất bại và không đem đến các kết quả như mong đợi? Có thể truy ra nguồn gốc của vấn đề bắt nguồn từ thuyết thị trường vận hành hiệu quả và giả định cho rằng thị trường tín dụng cũng vận hành hết như các thị trường hàng hóa thông thường khác. Trong bài phân tích chỉ trích tự do tài chính ở châu Mỹ Latin, Carlos Diaz-Alejandro so sánh thị trường thịt heo với thị trường tín dụng để giải thích vì sao tín hiệu từ giá không thể tạo ra trạng thái cân bằng ổn định trong thị trường vốn.¹⁴ Khi chúng ta đến cửa hàng thịt gần nhà, chúng ta trao đổi tiền mặt để nhận lại một khối lượng thịt nhất định với chất lượng đã được chứng minh. Ngược lại, các khoản vay, trái phiếu và cổ phiếu là lời hứa sẽ trả lại lợi nhuận đầu tư tại một thời điểm trong tương lai. Giá trị cuối cùng của đầu tư là một ẩn số không thể biết trước và xác suất người đi vay vỡ nợ lớn hơn 0. Vì vậy, ngân hàng, người đi mua lời hứa này phải xem xét các yếu tố khác ngoài giá (giá ở đây là lãi suất). Ngân hàng và các tổ chức cho vay phải phân bổ tín dụng dựa trên đánh giá chủ quan về mức độ đáng tin cậy của người đi vay và khả năng sinh lời của dự án của họ. Giá là một dấu hiệu thể hiện giá trị không chính xác vì

¹⁴ Ông viết như sau: "Thị trường thịt heo là thị trường giao ngay; thị trường tài chính là lời hứa sẽ hoàn trả tiền trong tương lai và lời hứa này có thể hoặc có thể không chân thành hoặc không đáng tin. Thực thi hợp đồng cho vay hoặc thanh lý tài sản thế chấp đều đi kèm với chi phí và cho dù có thực thi nhanh, ngân hàng vẫn không thể thu tất cả tiền lại được. Ngân hàng sẽ chịu chi phí tìm hiểu mức độ tín nhiệm của người đi vay; người bán thịt không cần quan tâm lắm đến danh tiếng của khách hàng mang theo tiền mặt." Tài chính là giao dịch những lời cam kết về tương lai, và vì vậy luôn cần phải phân bổ dựa trên mức độ tín nhiệm của người đi vay và khả năng tiếp cận với thanh khoản (Diaz-Alejandro, 1985, tr. 2).

những người đi vay rủi ro nhất là những người cần vốn một cách tuyệt vọng và sẵn sàng trả mức lãi suất cao nhất (Stiglitz & Weiss, 1981). Người cho vay viết vào hợp đồng cho vay nhiều giao kèo để giảm khả năng vỡ nợ ví dụ như yêu cầu thế chấp tài sản và quyền thu hồi vốn trong trường hợp xảy ra các sự kiện không lường trước được. Nhưng không thể thu thập thông tin hoàn chỉnh về người đi vay (bất cân xứng thông tin) và người đi vay có động lực để nhận rủi ro cao hơn so với rủi ro mà họ khai báo với người cho vay (rủi ro đạo đức). Thị trường tín dụng chịu nhiều ảnh hưởng khó dự đoán mà không thể nào cắt giảm được vì tương lai là điều không ai biết và không thể dự đoán dựa trên các sự kiện trong quá khứ.

Trước những lời chỉ trích này, những người ủng hộ tự do hóa tài chính nhấn mạnh tầm quan trọng của thắt chặt giám sát và quản lý hệ thống ngân hàng, tăng cường các yêu cầu về tỉ lệ vốn an toàn và các biện pháp bảo hộ khác để cắt giảm rủi ro và cho vay quá mức. Một số người lập luận tự do hóa tài chính có khả năng thành công cao hơn nếu có sự hiện diện của một số điều kiện có sẵn như ổn định vĩ mô, hệ thống tài chính trưởng thành và thương mại tự do (McKinnon, 1993). Tuy nhiên, kinh nghiệm gần đây trong đó có khủng hoảng tài chính Đông Á và GFC cho thấy thậm chí với những điều kiện có sẵn, các thị trường tài chính tự do ở cả nước đang phát triển và nước tiên bộ đều chịu ảnh hưởng từ hành vi bầy đàn và bất ổn.

Chúng ta đã học được từ kinh nghiệm cay đắng rằng các cơ quan giám sát thị trường tài chính nhìn chung đều được chuẩn bị rất tốt để ứng phó với khủng hoảng trong quá khứ nhưng lại bất lực trong việc ngăn cản cuộc khủng hoảng tiếp theo. Chính bản chất của đổi mới sáng tạo tài chính là tìm ra những cách mới để tăng đòn bẩy khi giá tài sản tăng để thỏa mãn cầu tín dụng. Ngân hàng thu lợi nhuận nhờ cho vay và như chúng ta đã chứng minh lượng tín dụng mà ngân hàng có thể cho vay không bị giới hạn bởi lượng tiền tiết kiệm có trong kết cấu của ngân hàng. Ngoài việc phải đáp ứng yêu cầu rút tiền mặt của người gửi tiền tiết kiệm, giới hạn chính đối với cho vay là nguồn cung các dự án đầu tư đáng tin cậy có thể tạo ra lợi nhuận để trả nợ và có trả lãi cho khoản vốn đầu tư. Khi giá tài sản tăng, từng ngân hàng riêng lẻ mở rộng tín dụng là điều hoàn toàn lý trí cho dù tác động lên vĩ mô sẽ là tạo ra bong bóng tín dụng có thể gây bất ổn cho hệ thống tài chính (H. Minsky, 1992). Cơ chế chính xác có thể thay đổi nhưng cơ chế bên trong vẫn giữ nguyên như cũ. Thị trường tín dụng vốn luôn mong manh chứ không phải luôn cân bằng. Indonesia là một câu chuyện cảnh giác. Trong năm 1996, hai nhà kinh tế Harvard xuất bản một quyển sách ca ngợi thành tựu của Indonesia trong duy trì ổn định vĩ mô đồng thời vẫn mở cửa thị

trường tài chính một cách lý trí. "Kinh nghiệm của Indonesia trong việc thực hiện các chính sách đối với ngành ngân hàng," hai tác giả này đã viết như sau:

chúng minh giải phóng và gỡ bỏ các kiểm soát trực tiếp lên giá, phân bổ vốn và các tổ chức mới gia nhập thị trường không hẳn sẽ dẫn đến khủng hoảng và hỗn loạn như ở một số nước, nhưng thay vào đó có thể tạo ra tăng trưởng lành mạnh, mở rộng dịch vụ và cải thiện tính hiệu quả (Cole & Slade, 1996, tr. 140).

Trong vòng hai năm sau khi quyền sách ra đời, hệ thống ngân hàng của Indonesia sụp đổ, đồng rupiah rơi tự do và chính phủ quân phiệt ở Indonesia cai trị đất nước trong vòng 30 năm bị buộc phải từ nhiệm. Nền kinh tế suy giảm 15% và tỉ lệ nghèo tăng từ 44 lên 63% chỉ trong một năm.¹⁵ Nguyên nhân sâu xa của khủng hoảng là bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp bị đục rỗng từ bên trong khi các tập đoàn lớn của Indonesia trong đó có nhiều tập đoàn tự mở ngân hàng dưới thời tự do hóa tài chính, chế tạo ra các cấu trúc tài chính phức tạp để giữ quyền kiểm soát tài sản trong nước đồng thời neo tiền mặt của mình ở nước ngoài (Matsumoto, 2010). Nhiều khoản nợ trong số này không hợp pháp, nhưng cho dù các khoản nợ này có bị cơ quan nhà nước phát hiện ra, có rất nhiều tổ chức cho vay trong nước và nước ngoài sẵn sàng nhảy vào. Trong giai đoạn dẫn đến khủng hoảng, các doanh nghiệp Indonesia đã thành công niêm yết các công ty con trên thị trường chứng khoán quốc tế và phát hành trái phiếu quốc tế, trong đó có đợt phát hành trái phiếu trị giá \$14 tỷ đô của Tập đoàn Sinarmas cuối cùng trở thành thương vụ tai tiếng là vụ vỡ nợ doanh nghiệp lớn nhất châu Á. Bài học từ Indonesia và các nước bị ảnh hưởng nặng nề từ Khủng hoảng Tài chính Đông Á là thị trường tài chính rất dễ bất ổn trong những giai đoạn tăng trưởng kinh tế; đổi mới sáng tạo trong tài chính không phải luôn đem lại lợi ích cho xã hội; và chính phủ phải bước vào để chặn đứng sự hình thành các bong bóng tín dụng trước khi các bong bóng này đạt đến trình độ có thể gây xáo trộn hệ thống tài chính.

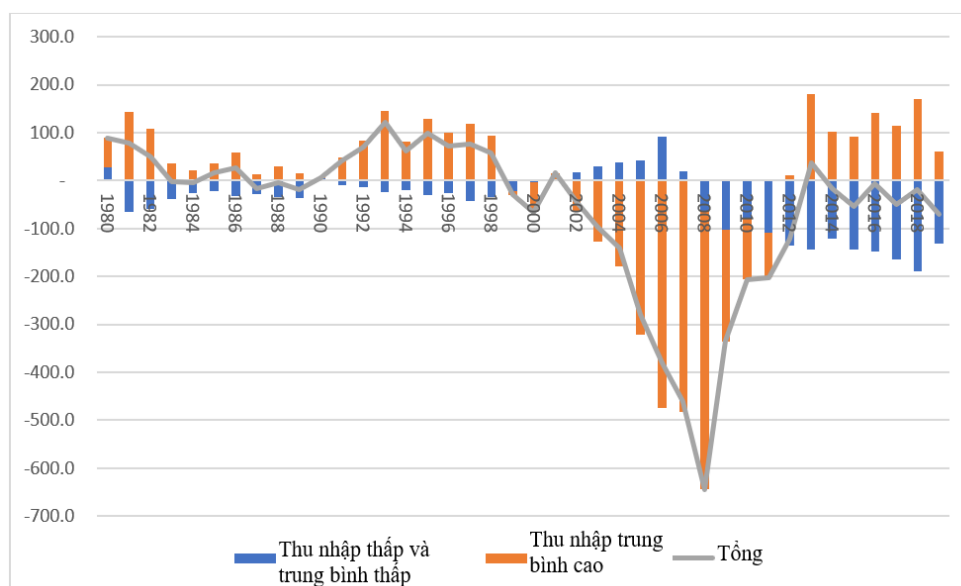
Vai trò hỗ trợ nhỏ bé của vốn nước ngoài

Nghịch lý Lucas

Vì lượng vốn trên mỗi lao động ở nước đang phát triển thấp hơn nước phát triển, từ lâu các nhà kinh tế học đã có quan điểm là suất sinh lợi trên vốn ở nước đang phát triển cao hơn nước phát triển. Vì vậy các dòng vốn quốc tế sẽ tăng tốc tăng trưởng và có khả năng thu hẹp

¹⁵ Tỉ lệ nghèo được đo bằng số lượng người dân sống dưới mức \$1,90 đô la một ngày (giá trị đô la năm 2011), dữ liệu công bố trong Các chỉ số Phát triển Thế giới

khoảng cách bất bình đẳng giữa các nước (Viner, 1947). Tuy nhiên, dòng vốn kỳ vọng từ nước giàu sang nước nghèo không bao giờ thành sự thật, thậm chí là sau khi toàn cầu hóa tài chính phổ biến từ thập niên 1980. Dòng vốn chảy vào các nước đang phát triển rất nhỏ trong suốt thập niên 1990 và chuyển sang âm trong thập kỷ đầu của thiên niên kỷ này (Hình 6).



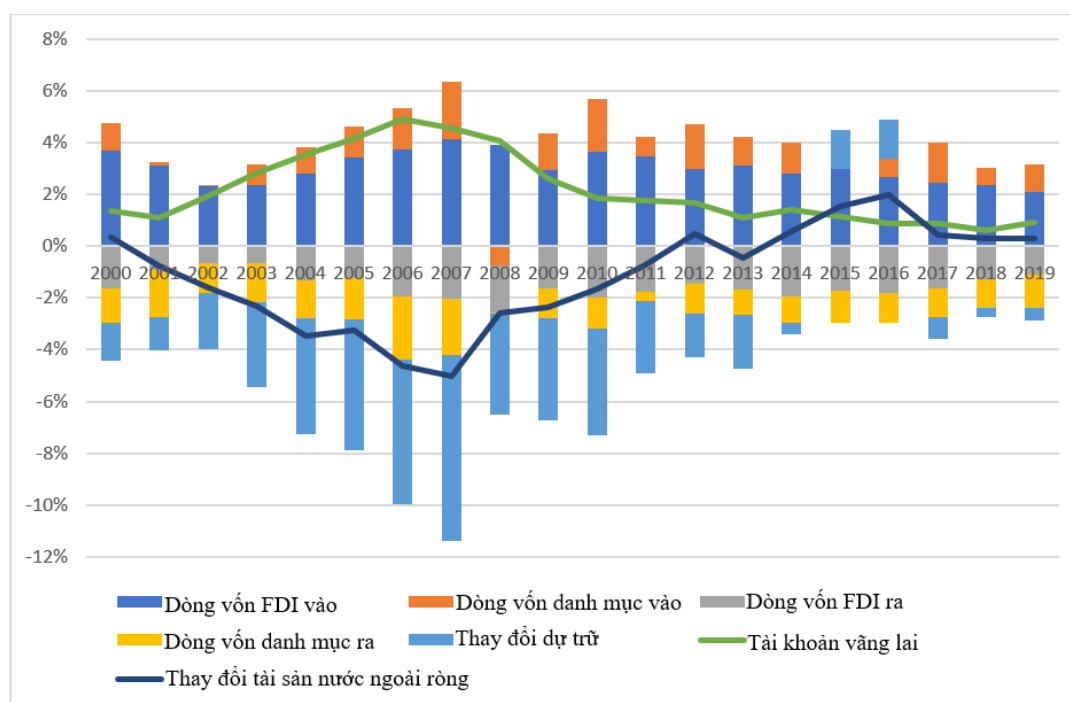
Hình 6. Dòng vốn tài chính chảy vào các nước có thu nhập thấp và thu nhập trung bình giai đoạn 1980 đến 2019 (đơn vị: tỷ đô, theo giá năm 2015) (Nguồn: IMF)

Trong năm 1990, Robert Lucas nói lên sự thất vọng của các nhà kinh tế học khi các dòng vốn quốc tế không thể hoàn thành vai trò cách mạng như dự đoán của lý thuyết (Lucas, 1990). Lucas và các tác giả khác đưa ra các lời giải thích khác nhau về xu hướng của dòng vốn giữa các nước giàu thay vì chảy từ nước dòng sang nước nghèo: thiếu hụt kỹ năng ngăn cản các nước đang phát triển sử dụng vốn một cách hiệu quả; khoảng cách trong cơ sở hạ tầng gây nản lòng các nhà đầu tư; quy mô kinh tế ở các nước phát triển cũng tăng lợi nhuận trong các cụm khu vực năng động (hiệu ứng Thung lũng Silicon), và các thể chế kinh tế sai lệch chức năng như bảo vệ quyền sở hữu yếu và tham nhũng. Những lời tường thuật này của Nghịch lý Lucas đã buộc tội các nước đang phát triển vì không làm hết sức để giành lấy các nhà đầu tư nước ngoài.

Tuy nhiên, nếu chúng ta rời bỏ thể giới kỳ quặc trong các mô hình tăng trưởng một ngành, dòng vốn không chảy từ Bắc xuống Nam không phải là điều gì quá bất ngờ. Theo định nghĩa, các nước ghi nhận thặng dư cán cân tài khoản vãng lai đã xuất khẩu vốn dưới hình thức này hoặc hình thức khác. Các nhà xuất khẩu hàng hóa có thặng dư thương mại lớn khi giá cao, ví dụ trong giai

đoạn siêu chu kỳ hàng hóa trong những năm đầu của thế kỷ này. Việc công nghiệp chế biến thâm dụng lao động dịch chuyển đến Trung Quốc và Đông Nam Á đã tạo ra thặng dư thương mại và xuất khẩu vốn từ các nước này.

Các nước đang phát triển ở châu Á đã chuyển thặng dư xuất khẩu thành dự trữ ngoại tệ, như Hình 7. Hình 7 thể hiện dòng vốn của 30 nước đang phát triển lớn nhất thế giới tính theo quy mô dân số kể từ năm 2000. Dự trữ ngoại tệ chiếm phần lớn dòng vốn ra ròng, đặc biệt là trong giai đoạn siêu chu kỳ hàng hóa. Liên tục trải qua các cuộc khủng hoảng tài chính bắt đầu từ khủng hoảng Mexico năm 1994 và kéo dài đến Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu năm 2008 đã thuyết phục các nước này tích lũy nguồn ngoại tệ như một cách để tự bảo hiểm cho mình trước các biến động của thị trường vốn và tỷ giá. Chỉ từ \$223 nghìn tỷ đô trong năm 1990, dự trữ ngoại tệ tăng lên \$8,1 nghìn tỷ đô trong năm 2020. Dự trữ do các nước đang phát triển châu Á nắm giữ tăng từ \$73 tỷ đô lên \$4,8 nghìn tỷ đô trong cùng kỳ, chỉ riêng Trung Quốc đã nắm giữ \$3,2 nghìn tỷ đô. Các nước ASEAN lớn (Indonesia, Malaysia, Philippines và Việt Nam) hiện nắm giữ dự trữ ngoại tệ tương đương 25% GDP.



Hình 7. Dòng vốn chảy vào 30 nước đang phát triển lớn nhất (tỉ lệ % trên GDP) (Nguồn: IMF)

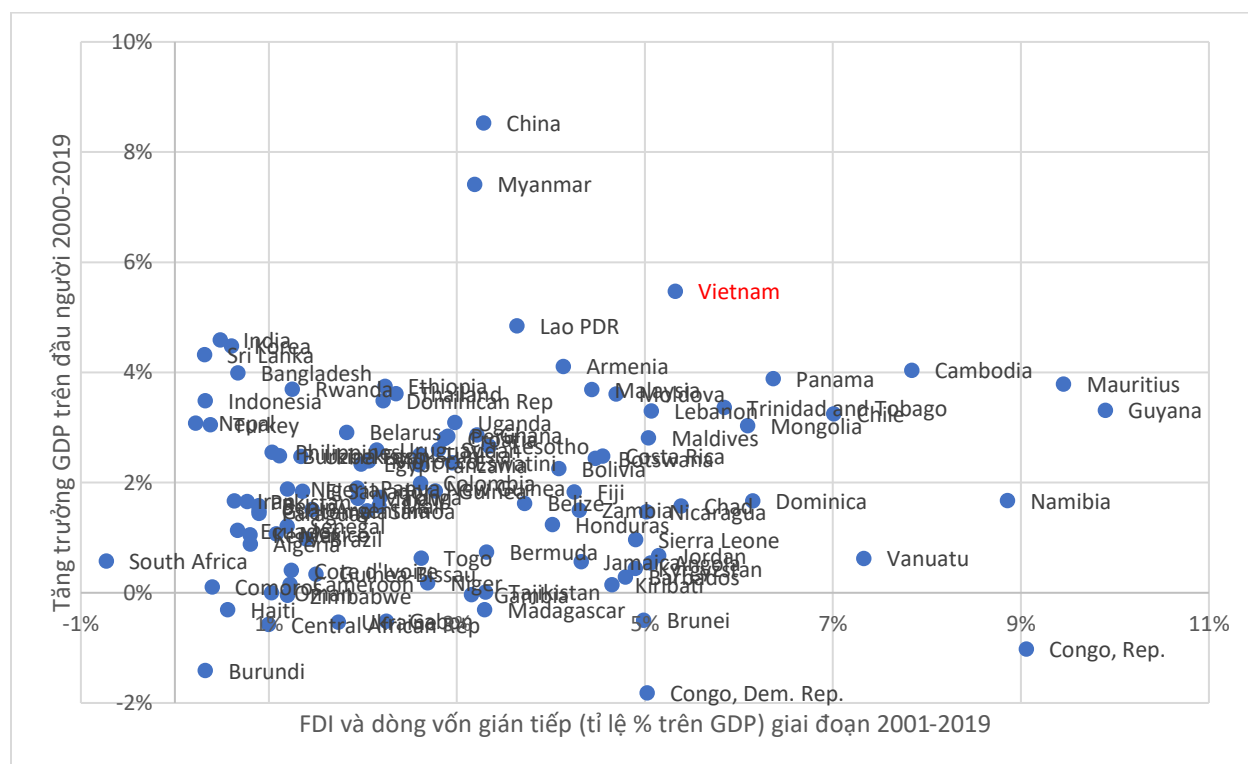
Những người ủng hộ tự do hóa tài chính dự đoán rằng việc nới lỏng kiểm soát dòng vốn cùng với đưa vào tỷ giá linh hoạt sẽ giảm nhu cầu nắm giữ dự trữ ngoại tệ vì tỷ giá sẽ tự cân bằng dựa trên

tình hình thương mại và dòng vốn hiện tại. Tuy nhiên, các nước học được kinh nghiệm là tỷ giá linh hoạt không những không giảm áp lực cho cán cân thanh toán mà còn có hiệu ứng ngược là tạo tiền đề cho bất ổn và phóng đại rủi ro. Các ảnh hưởng lên cán cân thanh toán không được xem xét đến trong các mô hình kinh tế vĩ mô truyền thống thường gây mất ổn định. Khi nhà đầu tư nước ngoài mua tài sản trong nước, giá trị của đồng tiền nội địa sẽ tăng, và hạn chế dòng vốn nước ngoài chảy vào nền kinh tế, khiến tín dụng tăng trưởng nhanh và thổi phồng bong bóng tài sản. Bất cứ nỗ lực nào của cơ quan tiền tệ để hạ nhiệt thị trường bằng cách tăng lãi suất chỉ có tác dụng là hút thêm dòng vốn nước ngoài vào. Hệ thống tài chính sẽ chịu gánh nặng đòn bẩy quá lớn (overleverage) thay vì ở trạng thái cân bằng. Ở kịch bản ngược lại, tỷ giá giảm khi nhà đầu tư nước ngoài bán tháo tài sản trong nước và trong trung hạn sẽ giúp hàng xuất khẩu nội địa có tính cạnh tranh cao hơn và giảm thâm hụt của tài khoản vãng lai. Nhưng đồng tiền nội địa giảm sẽ làm tăng giá trị của các khoản nợ đô la (theo mệnh giá của đồng tiền nội địa) trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp và chính phủ, tăng rủi ro khủng hoảng tài chính và hạn chế khả năng tăng vay nợ của ngân hàng. Một lần nữa, các tác động lên bảng cân đối kế toán bù trừ hiệu ứng cân bằng của các dòng chảy tài chính xuyên biên giới.

Ngân hàng trung ương ở các nước đang phát triển tích lũy dự trữ ngoại tệ trên quy mô lớn để tự vệ trước các rủi ro này và hạn chế đầu cơ bằng đồng tiền nội địa. Nhưng tự bảo hiểm cũng đi kèm với chi phí: hàng nghìn tỷ đô la dự trữ nằm ở các tài sản an toàn như trái phiếu chính phủ Mỹ có lợi suất thấp hơn so với trái phiếu nội địa. Ngoài ra, các nước như Ấn Độ và Indonesia cũng có thâm hụt thương mại trong nhiều năm dự trữ bằng cách mua các khoản nợ đất đỏ có rủi ro cao như đầu tư trực tiếp từ nước ngoài và trái phiếu đô la. Sự bất cân đối trong bảng cân đối kế toán làm tăng rủi ro tỷ giá cho các nước có liên quan đặc biệt là nếu các khoản đầu tư này tạo ra lợi suất bằng đồng tiền nội địa (ví dụ FDI phục vụ các dịch vụ trong nước) (UNCTAD, 2020b).

Một vấn đề khác của Nghịch lý Lucas là thiếu bằng chứng đáng tin cậy về mối liên hệ giữa dòng vốn vào và tăng trưởng kinh tế. Trong các nước đang phát triển, hơn 90% các dự án đầu tư cố định do trong nước cấp vốn và vì lý do này, chúng ta kỳ vọng dòng vốn vào chỉ có tác động nhỏ bé. Nhưng điều quan trọng cần phải nhớ là dòng vốn chảy vào các nước đang phát triển vì nhiều lý do: để cấp vốn cho việc khai thác tài nguyên thiên nhiên và sản xuất công nghiệp phục vụ xuất khẩu, để bán sản phẩm và dịch vụ ở thị trường nội địa, để mua các tài sản trong nước như bất động sản, chứng khoán, cổ phiếu và để tiêu thụ. Vì vậy không có gì ngạc nhiên khi không có

quan hệ nhất quán thể hiện qua dữ liệu giữa tỉ lệ dòng vốn trên GDP và tốc độ tăng trưởng kinh tế (Hình 8).



Hình 8. Tăng trưởng GDP trên đầu người và dòng vốn vào ròng (tỉ lệ % trên GDP) giai đoạn 2000 đến 2019 (Nguồn: IMF)

Một số tác giả đã phát hiện ra mối quan hệ *ngược* giữa dòng vốn quốc tế và tăng trưởng. Prasad, Rajan và Subramian phát hiện mối quan hệ tỉ lệ nghịch mạnh mẽ giữa tỉ lệ dòng vốn vào trên GDP và tăng trưởng bình quân đầu người sau khi kiểm soát mức thu nhập ban đầu và tỉ số phụ thuộc.¹⁶ Họ phát hiện thấy các nước tăng trưởng nhanh nhất duy trì *tỉ lệ đầu tư* cao hơn trung vị của tất cả các nước và cũng *ít phụ thuộc vào vốn nhập khẩu* hơn nước ở vị trí trung vị. Một trong những lời giải thích họ đưa ra cho hiệu ứng ngược của dòng vốn nước ngoài là dòng vốn vào có quan hệ với đồng tiền nội địa bị định giá quá cao, ảnh hưởng xấu đến xuất khẩu (Prasad đtg. 2007). Tương tự, Aizenman và các đồng tác giả phát hiện ra "các nước có tỉ lệ tự cấp vốn cao sẽ tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với nước có tỉ lệ tự cấp vốn thấp" (Aizenman đtg., 2007, tr.

¹⁶ Mức thu nhập ban đầu có quan hệ tỉ lệ nghịch với tốc độ tăng trưởng vì nước giàu sẽ tăng trưởng chậm hơn. Tỉ lệ người trưởng thành lao động trên tổng dân số (tỉ lệ phụ thuộc trừ 1) có quan hệ tỉ lệ thuận với tăng trưởng vì tỉ lệ người lao động trong tổng dân số càng cao thì nền kinh tế càng năng động.

684). Nói cách khác, nước nào càng ít phụ thuộc vào vốn nước ngoài thì bình quân nước đó tăng trưởng càng nhanh.

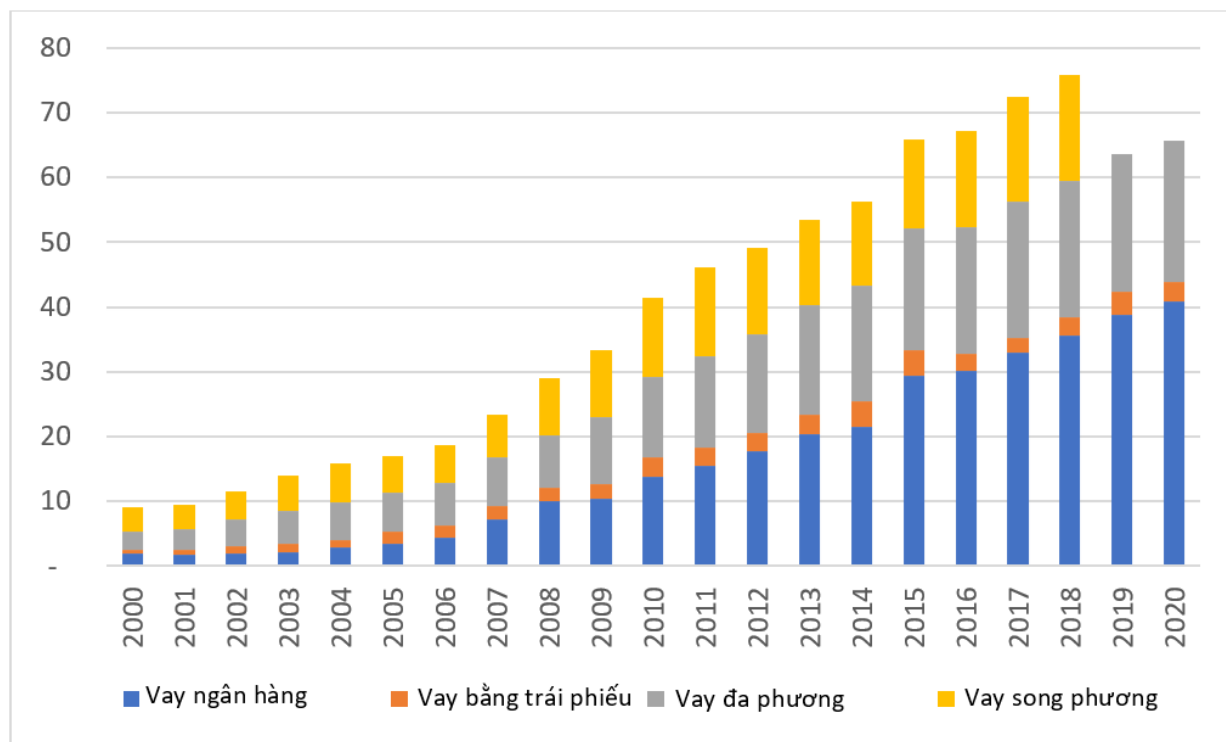
Một trong những lý do khiến việc phụ thuộc vào vốn nước ngoài có quan hệ với tăng trưởng kinh tế thấp là dòng vốn có tính chu kỳ cực cao, nghĩa là khẩu vị rủi ro sẽ tăng trong giai đoạn kinh tế bùng nổ và giảm khi giá tài sản giảm. Vì vậy, các nước đang phát triển có thể tiếp cận dễ dàng và tương đối rẻ với vốn nước ngoài khi lãi suất ở các nền kinh tế phát triển thấp và dòng vốn sẽ ồ ạt đảo chiều khi lãi suất ở các nước phát triển tăng trở lại.

Toàn cầu hóa tài chính tương tác với tự do hóa tài chính thông qua chu kỳ kinh tế toàn cầu vốn theo nhịp điệu với điều kiện kinh tế ở các nước phát triển nhưng có tính chu kỳ cực cao, tạo tiền đề cho tăng trưởng và trầm trọng hóa suy thoái ở các thị trường mới nổi. Tác động của dòng vốn vào đối với tín dụng trong nước, tỷ giá và giá tài sản là các nước đang phát triển không thể duy trì chính sách tiền tệ độc lập dù có tỷ giá linh hoạt (Rey, 2015).¹⁷ Tài khoản vốn đóng một phần của Việt Nam cho phép các cơ quan tiền tệ nhắm đến tỷ giá và lãi suất trong mọi trường hợp nhưng nói lỏng kiểm soát dòng vốn vào có thể nhanh chóng đưa đến tình huống là không thể kiềm chế tăng trưởng tín dụng trong nước.

Vay nợ nước ngoài

Nhiều nước đang phát triển đã mở cửa thị trường trái phiếu chính phủ có mệnh giá đồng tiền nội địa cho nhà đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư nước ngoài rất ưa chuộng trái phiếu chính phủ mệnh giá đồng tiền nội địa nhưng không thích trái phiếu doanh nghiệp có mệnh giá đồng đô la Mỹ. Lãi suất thấp ở các nền kinh tế phát triển đã khiến trái phiếu mệnh giá đồng tiền địa phương càng thêm hấp dẫn, chuyển rủi ro tỷ giá từ chính phủ sang nhà đầu tư. Tuy nhiên, như thảo luận ở phần tiếp theo, việc nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường trái phiếu chính phủ trong nước không phải không đi kèm chi phí (đọc trang 41). Vay nợ ở khu vực tư đã chuyển dịch từ vay ngân hàng sang vay thông qua phát hành trái phiếu (Akyuz, 2017, tr. 79), một xu hướng vẫn chưa mạnh ở Việt Nam nơi mà các doanh nghiệp trong nước phát hành trái phiếu quốc tế vẫn là điều hiếm hoi (Hình 9).

¹⁷ Lý thuyết kinh tế vĩ mô truyền thống cho rằng các nước đối diện với "bộ ba bất khả thi" trong đó họ phải chọn giữa chính sách tiền tệ độc lập (nhắm đến lãi suất) hoặc tỷ giá cố định nhưng không thể đạt mục tiêu thực hiện cả hai khi có sự hiện diện của dòng vốn tự do. Rey cho rằng dòng bộ dòng vốn toàn cầu và tác động của dòng vốn này với tăng trưởng tín dụng trong nước đã giảm quy mô của chính sách tiền tệ độc lập thậm chí khi tỷ giá linh hoạt.



Hình 9. Vay nợ nước ngoài của Việt Nam giai đoạn 2000 đến 2020 (Nguồn: Joint External Debt Hub). Lưu ý: Dữ liệu của vay song phương trong năm 2019 và 2020 không được báo cáo.

Tuy nhiên, việc các doanh nghiệp và cả ngân hàng vay tiền từ ngân hàng quốc tế đã tăng 17% mỗi năm kể từ 2000. Tốc độ tăng trưởng đặc biệt cao trước và sau GFC, đạt 29% mỗi năm từ 2000 đến 2013 và giảm trở lại mức dưới 10% trong suốt thời gian còn lại của thập kỷ. Trong năm 2020, xấp xỉ phân nửa các khoản vay quốc tế là do ngân hàng vay nhưng tỉ lệ này giảm xuống còn 25% trước năm 2020.

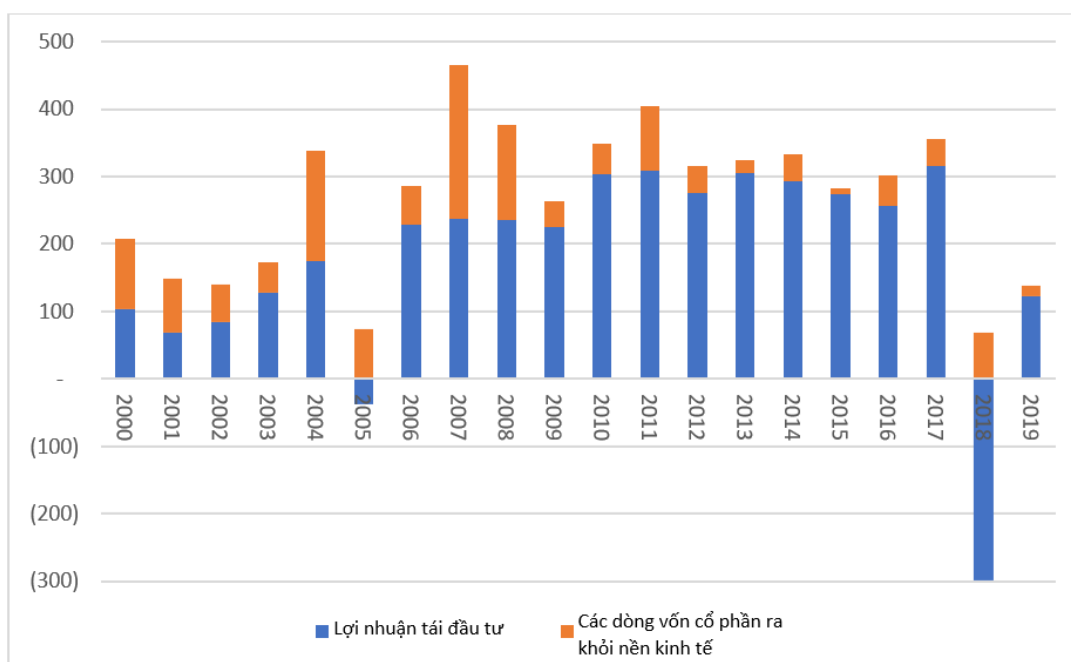
Đầu tư trực tiếp từ nước ngoài

Sau Khủng hoảng Tài chính Đông Á, chính phủ các nước hạn chế vay nợ quốc tế ngắn hạn, điều mà họ cho là góp phần tạo ra khủng hoảng và chuyển sang thu hút vốn đầu tư trực tiếp từ nước (FDI) như một nguồn vốn nước ngoài an toàn hơn. Suy nghĩ của chính phủ là đầu tư trực tiếp thể hiện sự cam kết gắn bó lâu dài hơn và có tính chu kỳ thấp hơn các dòng vốn gián tiếp. Vì tài sản FDI bao gồm nhà máy, trang thiết bị và nhà xưởng, công ty mẹ cũng nhận lãnh phần nào rủi ro đầu tư, FDI được xem là có độ ổn định cao hơn. Trung Quốc chứng minh FDI đầu tư vào công nghiệp chế biến có thể là một phần trong chiến lược tăng trưởng nhờ xuất khẩu, giúp công nghiệp trong nước thâm nhập vào chuỗi cung ứng toàn cầu, trong quá trình này sẽ tạo ra được

công ăn việc làm đều đặn và ở khu vực kinh tế chính thức cho người lao động có kỹ năng thấp. "Lan tỏa" công nghệ từ doanh nghiệp nước ngoài sang doanh nghiệp trong nước cũng giúp tăng tốc tăng trưởng và kích thích đầu tư tư nhân trong nước. Với những lợi ích này, chính phủ các nước đón nhận FDI đã nới lỏng quy định đầu tư và đưa các ưu đãi về thuế và các động lực khác để thu hút FDI.

Tuy nhiên, khác nhau giữa đầu tư trực tiếp FDI và đầu tư gián tiếp qua danh mục thường không cách biệt nhiều như chúng ta vẫn tưởng. FDI được định nghĩa là đầu do công dân của một nước sở hữu "cổ phần dài hạn" trong doanh nghiệp ở một nước khác. Theo số liệu thống kê chính thức, "cổ phần dài hạn" sẽ được tính là FDI khi nhà đầu tư kiểm soát 10% cổ phần của một cơ sở sản xuất nước ngoài; dưới mức này, khoản đầu tư này sẽ được xếp vào đầu tư gián tiếp như khi nhà đầu tư mua cổ phiếu trên thị trường chứng khoán. Một khi khoản đầu tư ban đầu đã được thực hiện, tất cả các giao dịch sau này như cho vay đều được ghi nhận là đầu tư trực tiếp. Lợi nhuận giữ lại đầu tiên được ghi nhận là dòng vốn ra của thu nhập đầu tư trên tài khoản vãng lai và sau đó được ghi nhận như dòng vốn FDI vào trên tài khoản tài chính. Lợi nhuận tái đầu tư chiếm một phần lớn trong tổng vốn FDI, theo ước tính của UNCTAD, lợi nhuận tái đầu tư chiếm khoảng 50% tổng lượng vốn đầu tư và có lẽ tỉ lệ này cao hơn ở các nước đang phát triển (UNCTAD, 2020a, tr. 4). Nhưng thậm chí dù như vậy con số này vẫn chưa phải là thống kê đầy đủ thể hiện sự đóng góp của lợi nhuận giữ lại trên FDI. Dữ liệu thống kê từ Bộ Thương mại Hoa Kỳ chứng minh lợi nhuận giữ lại chiếm 79% tổng dòng vốn FDI ra khỏi Hoa Kỳ trong thập kỷ 2010 đến 2019 (Hình 10).¹⁸ Chưa đến phân nửa vốn FDI là cổ phần mới và các khoản vay mới được đầu tư vào các nước đang phát triển và thay vào đó FDI phần lớn là lợi nhuận kiếm được ở các nước này và được tái phân loại thành FDI.

¹⁸ Con số âm của lợi nhuận giữ lại trong năm 2018 là phản ứng của các nhà đầu tư với điều khoản trong Luật Cắt giảm Thuế và Việc làm Mỹ năm 2017, luật này đánh thuế một lần đối với lợi nhuận nước ngoài chưa phân chia cho cổ đông vào quý 4 năm 2017. Các tập đoàn đa quốc gia của Mỹ có thể gửi tiền mặt nắm giữ ở các chi nhánh nước ngoài về nước trong năm 2018 mà không cần phải đóng thêm thuế.

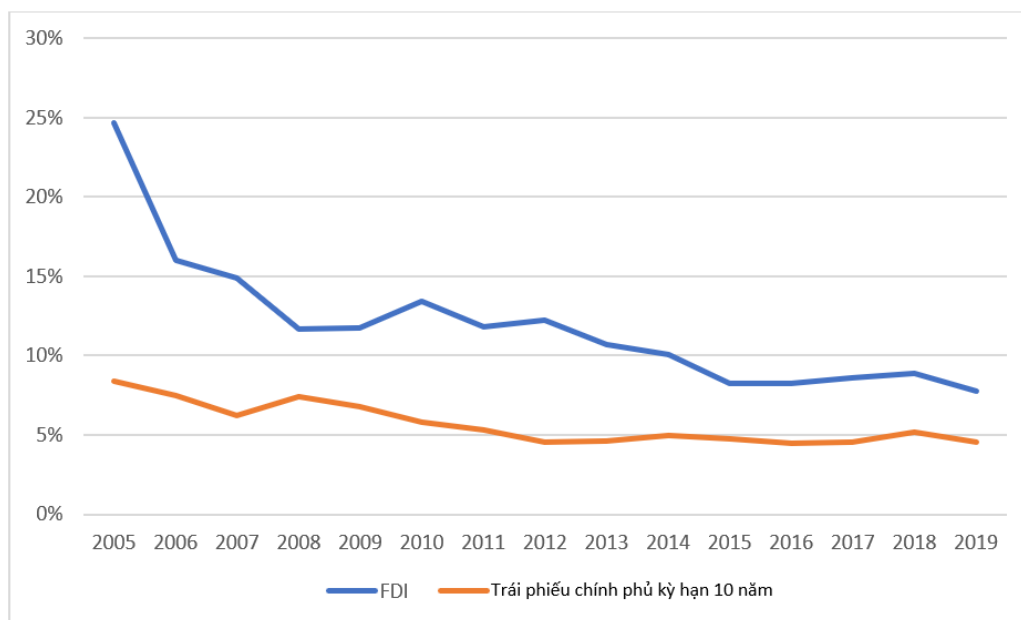


Hình 10. Lợi nhuận tái đầu tư và vốn cổ phần (dòng vốn FDI chảy ra khỏi nền kinh tế Mỹ) trong giai đoạn 2000 đến 2019 (Nguồn: Cục Phân tích Kinh tế, Bộ Thương mại Hoa Kỳ)

Còn có những vấn đề khác đối với cách phân loại thông thường phân biệt giữa FDI và đầu tư gián tiếp. Suy nghĩ cho rằng tài sản FDI khó thanh lý hơn các khoản đầu tư gián tiếp không đúng trong thực tế. Thông thường các chi nhánh nước cũng đi vay và thế chấp bằng tài sản trong nước, lợi nhuận từ khoản vay có thể dùng để thu mua thêm các tài sản khác hoặc gửi về nước. Nhà đầu tư nước ngoài có thể tăng lợi nhuận gửi về nước hoặc trả nợ cho công ty mẹ (Bird & Rajan, 2002). Cùng với sự thật là khối lượng các khoản nợ này có thể dồn lại theo thời gian từ lợi nhuận của cơ sở sản xuất trong nước, ngày càng khó để tìm ra khác biệt có ý nghĩa giữa dòng vốn gián tiếp ngắn hạn và dòng vốn FDI dài hạn.

Trên một số phương diện dòng vốn gián tiếp có khi tốt hơn dòng vốn FDI. Nhà đầu tư nước ngoài kỳ vọng suất sinh lợi cao hơn khi đầu tư trực tiếp vì họ đã nhận một phần rủi ro. Hình 11 chứng minh suất sinh lợi trung bình của đầu tư FDI và lợi suất của trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm của 4 nước Đông Nam Á: Indonesia, Malaysia, Thái Lan và Philippines (không có dữ liệu của Việt Nam). Trong giai đoạn 15 năm từ 2005 đến 2019, suất sinh lợi trung bình của đầu tư FDI cao gấp đôi lợi suất trái phiếu (12% so với 6%). Thậm chí cách biệt lớn này có lẽ đã đánh giá thấp suất sinh lợi của FDI vì hầu hết các công ty quốc tế sẽ không thực hiện dự án nếu dự án đó không đạt được suất sinh lợi trên 20% mỗi năm và có thời gian thu hồi vốn ngắn (Kregel,

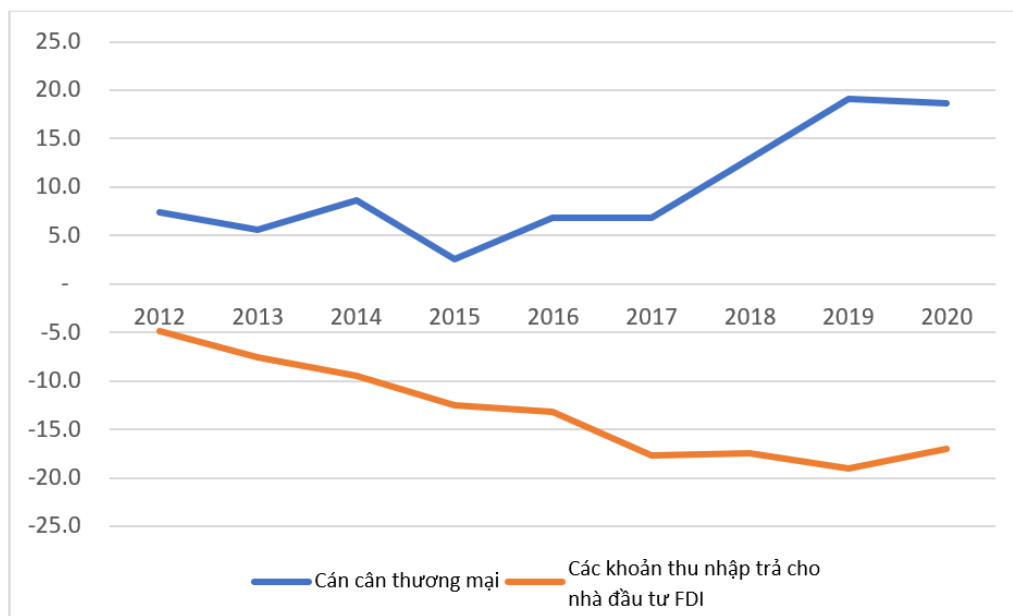
2014, tr. 67). Khác biệt trong suất sinh lợi có giảm trong vài năm gần đây khi siêu chu kỳ hàng hóa chấm dứt và khi tăng trưởng của thương mại toàn cầu của hàng hóa công nghiệp chế biến bắt đầu chậm lại. Các doanh nghiệp FDI cũng tăng lợi nhuận thông qua các cơ chế chuyển nhượng giá (kê giá nhập khẩu nguyên liệu lên cao và hạ giá thành phẩm xuất khẩu xuống thấp), chuyển nhượng giá giúp giảm nghĩa vụ thuế phải đóng cho nước chủ nhà.



Hình 11. Suất sinh lợi của FDI so với trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm ở Indonesia, Malaysia, Philippines, và Thái Lan từ 2005 đến 2019 (UNCTAD và IMF, xem lợi suất trái phiếu tại investing.com)

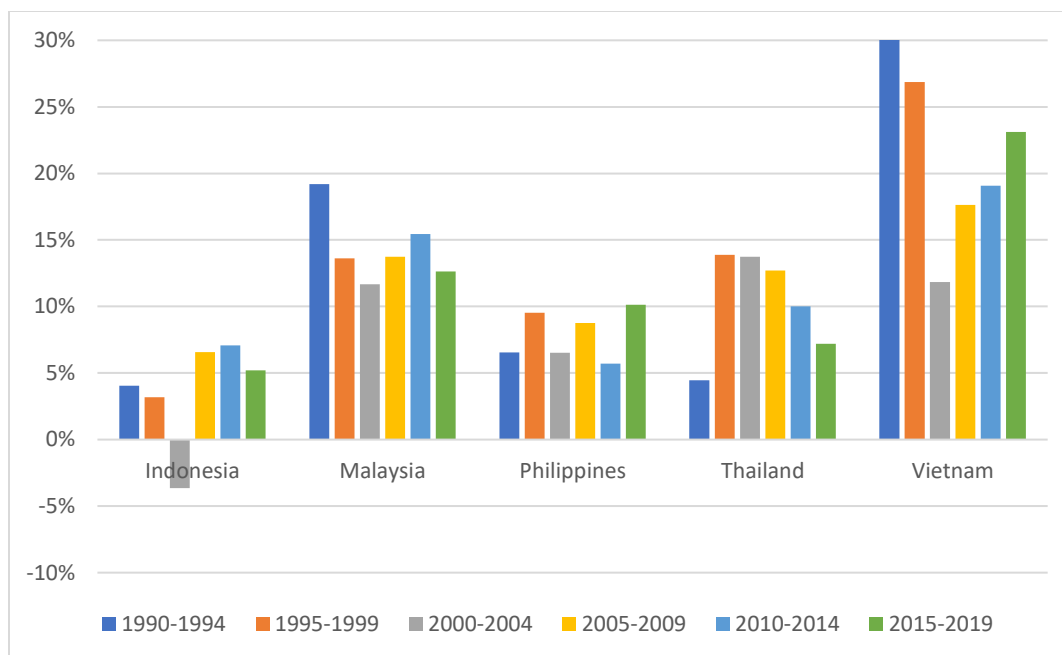
Lợi nhuận gửi về nước và tiền trả nợ tích lũy dần theo thời gian khi lượng vốn FDI tăng. Hình 12 thể hiện hai mặt tốt xấu của dòng xu FDI tại Việt Nam. Khi Việt Nam thâm nhập vào chuỗi cung ứng toàn cầu, cán cân thương mại đã dứt khoát chuyển sang bức tranh tươi sáng hơn, Việt Nam liên tục đạt thặng dư thương mại từ 2014 và trước 2019, thặng dư thương mại của Việt Nam là gần 20 tỷ USD. Tuy nhiên, dòng vốn thanh toán ra cũng tăng lên con số 19 tỷ USD trong năm đó. Tình huống thậm chí còn u ám hơn khi các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam có tính hướng nội và không tạo ra đủ ngoại tệ cần thiết để gửi lợi nhuận về nước hoặc gửi các khoản thu nhập khác về nước. Ví dụ, vì Indonesia có thâm hụt thương mại trường kỳ, các khoản lợi nhuận gửi ra khỏi Indonesia liên quan đến FDI phải được trang trải bằng dòng vốn vào dưới dạng đầu tư gián tiếp với khối lượng còn lớn hơn dòng vốn ra. Trong trường hợp của Indonesia, các dòng vốn này bao gồm cả trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và các khoản vay ngân hàng. Khi nợ tích

lũy, dư địa chính sách vĩ mô của Indonesia sẽ thu hẹp vì những người nắm giữ tài sản của Indonesia sẽ đòi hỏi suất sinh lợi cao hơn đối với trái phiếu và các khoản vay và tỷ giá bị định giá cao so với đồng đô la Mỹ. Đây là một vòng tròn lẩn quẩn (vòng tròn đi xuống) khi tỷ giá bị đẩy lên cao, lãi suất cao sẽ khiến hàng hóa xuất khẩu mất khả năng cạnh tranh và làm giảm tỉ lệ đầu tư trong nước (Akyuz, 2017, tr. 184).



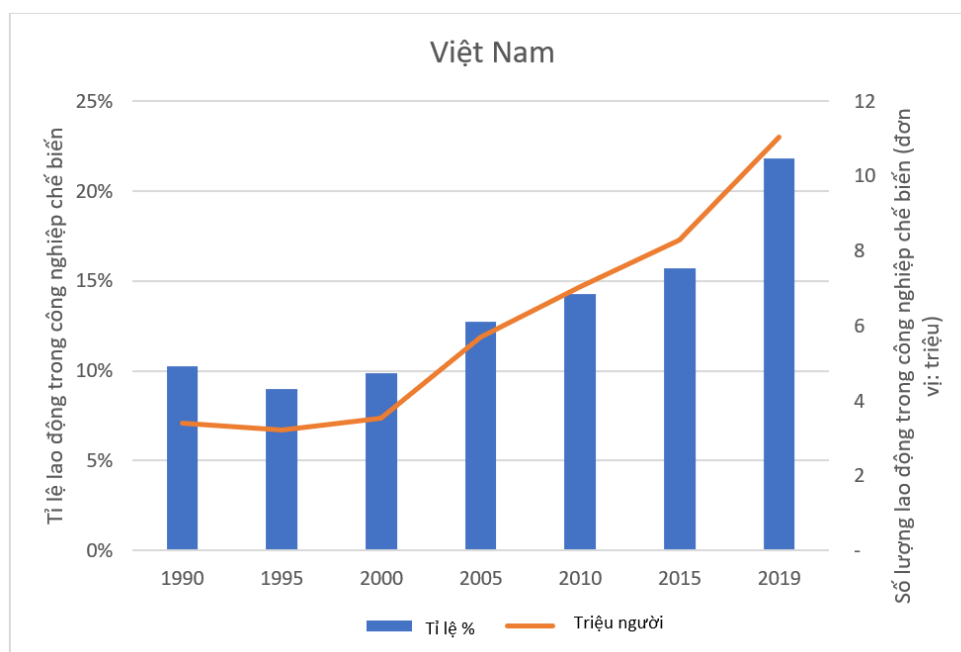
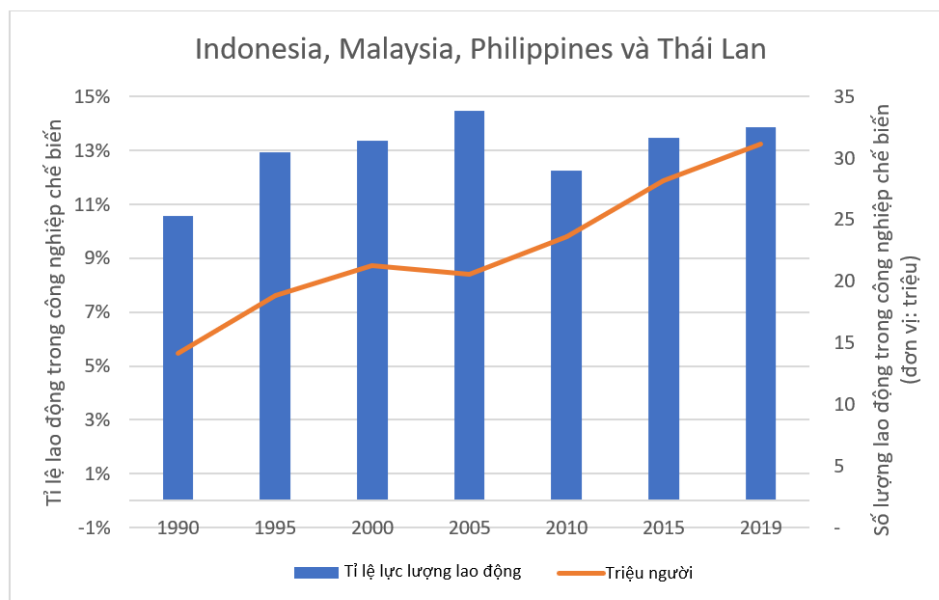
Hình 12. Thu nhập chính ròng và cán cân thương mại, đơn vị: tỷ đô, của Việt Nam (Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam)

Trong nhóm các nước ASEAN, Malaysia và Việt Nam phụ thuộc lớn vào FDI với tỉ lệ FDI lớn trong tổng vốn đầu tư (Hình 13). Việt Nam cũng được hưởng việc làm trong công nghiệp chế biến tăng trưởng cao, tăng gần gấp 4 lần trong ba thập kỷ sau 1990. Trước 2019, 22% lực lượng lao động làm việc trong công nghiệp chế biến, cao hơn nhiều so với các nước ASEAN lớn khác (14%) (Hình 14). Đối với các nền kinh tế dư thừa lao động như Việt Nam, FDI đầu tư vào công nghiệp chế biến đem đến tăng trưởng năng suất nhanh khi người lao động chuyển từ các ngành có năng suất thấp trong nông nghiệp và thủ công nghiệp truyền thống sang các ngành công nghiệp trong khu vực kinh tế chính thức sử dụng công nghệ hiện đại để sản xuất sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn để xuất khẩu.



Hình 13. Tỷ lệ FDI ròng trên tốc độ hình thành vốn của các nước ASEAN (nguồn: UNCTAD)

Các nghiên cứu tìm hiểu mối quan hệ giữa FDI và tăng trưởng kinh tế đã cho ra các kết quả khá mơ hồ. Nói thẳng ra, không tìm thấy mối quan hệ tổng quát dẫn chúng ta đến kết luận rằng FDI chắc chắn tốt hoặc xấu cho tăng trưởng (Lipsey, 2004). Nhiều tác giả đã cố gắng xác định các điều kiện mà FDI có liên hệ với tăng trưởng nhanh: một số cho biết mối quan hệ này chỉ mạnh ở các nước giàu (de Vita & Kyaw, 2009); hoặc ở các nước có thị trường tài chính phát triển (C.-C. Lee & Chang, 2009); hoặc các nước có trình độ giáo dục cao (Li & Liu, 2005); các nước theo chế độ thương mại tự do (Zhang, 2001); hoặc có khả năng kiểm soát tham nhũng tốt (Okada & Samreth, 2014). Các tác giả khác không tìm thấy mối quan hệ bền vững giữa FDI và tăng trưởng (Carkovic & Levine, 2005) và một số tác giả thậm chí còn phát hiện mối quan hệ ngược (Herzer, 2012).



Hình 14. Tỉ lệ lực lượng lao động làm việc trong công nghiệp chế biến (Nguồn: ILO)

Một lý do khiến nghiên cứu cho ra các kết quả khác nhau là vì đầu tư nước ngoài tồn tại dưới rất nhiều hình thức khác nhau. Albert O. Hirschman quan sát thấy độ sâu của liên kết phía trước và liên kết phía sau dao động giữa các ngành nghề và bối cảnh vẫn là yếu tố quan trọng dù trong thế giới toàn cầu và sản xuất phi tập trung (Hirschman, 1972). Hầu hết đầu tư nước ngoài ở các nước đang phát triển đều hướng đến khai thác tài nguyên thiên nhiên, ngành này có thể tạo ra lợi

nhuận từ xuất khẩu và thu ngân sách cho nhà nước nhưng lại không tạo ra nhiều công ăn việc làm và các liên kết phía trước và phía sau trong sản xuất (Morris đtg. 2012). Các công ty sản xuất hàng tiêu dùng và dịch vụ cho thị trường trong nước có tạo ra công ăn việc làm nhưng tác động của họ lên cán cân thương mại phụ thuộc vào mức độ nhập khẩu trong sản xuất và mức độ hàng hóa sản xuất trong nước của các công ty nước ngoài này có thể thay thế hàng nhập khẩu hoặc hàng hóa do công ty trong nước sản xuất. Vì vậy, tác động của doanh nghiệp nước ngoài đối với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế trong nước phụ thuộc vào đặc điểm của doanh nghiệp đó và mối quan hệ với toàn bộ nền kinh tế trong nước.

Công nghiệp chế biến phục vụ xuất khẩu có thể tạo ra việc làm và kiếm được ngoại tệ. Trong số các nước châu Á, Wang phát hiện FDI có thể thúc đẩy tăng trưởng trong công nghiệp chế biến nhưng không thúc đẩy tăng trưởng đối với các ngành nghề khác trong thập kỷ trước Khủng hoảng Tài chính Đông Á (Wang, 2009). Hiệu ứng cải thiện năng suất của công nghiệp chế biến thâm dụng lao động đặc biệt lớn ở các nền kinh tế dư thừa lao động. Tuy nhiên, chính tăng trưởng trong sản lượng của công nghiệp chế biến mới là yếu tố quan trọng chứ không phải đầu tư từ nước ngoài. Như một bài tập đơn giản để minh họa điểm này, chúng ta chia các nước có thu nhập thấp và trung bình thành bốn nhóm: nước mà tỉ lệ FDI trên GDP lớn hơn 5% hoặc nhỏ hơn 5% và nước ghi nhận tốc độ tăng trưởng của giá trị gia tăng trong công nghiệp chế biến trên 5% mỗi năm hoặc dưới 5% mỗi năm trong khoảng thời gian 10 năm (2000-2009 và 2019-2019) (Bảng 1). Trong giai đoạn đầu, các nước nhận nhiều FDI hơn sẽ tăng trưởng nhanh hơn nhưng kết quả chủ yếu là nhờ công nghiệp chế biến tăng trưởng nhanh ở các nước này. Trong giai đoạn thứ hai, tốc độ tăng trưởng của các nước nhận FDI ít và nhiều là như nhau nhưng các nước có nền công nghiệp chế biến tăng trưởng nhanh vẫn tăng trưởng kinh tế nhanh hơn nhóm còn lại.

Bảng 1. Đầu tư trực tiếp từ nước ngoài, công nghiệp chế biến và tăng trưởng GDP: các nước thu nhập thấp và thu nhập trung bình từ 2000 đến 2009 (Nguồn: Các chỉ số phát triển thế giới)

2000-2009	Giá trị gia tăng của công nghiệp chế biến tăng trưởng dưới 5%		Giá trị gia tăng của công nghiệp chế biến tăng trưởng trên 5%		Tổng	
	Tăng trưởng GDP theo đầu người	Số lượng	Tăng trưởng GDP theo đầu người	Số lượng	Tăng trưởng GDP theo đầu người	Số lượng
FDI < 5% GDP	1,8%	51	4,6%	18	2,5%	69
FDI > 5% GDP	2,2%	13	5,2%	16	3,9%	29
Tổng	1,9%	64	4,9%	34	2,9%	98
2010-2019						
	Tăng trưởng GDP theo đầu người	Số lượng	Tăng trưởng GDP theo đầu người	Số lượng	Tăng trưởng GDP theo đầu người	Số lượng
FDI < 5% GDP	1,9%	54	3,8%	21	2,4%	75
FDI > 5% GDP	1,8%	17	3,2%	14	2,4%	31
Tổng	1,9%	71	3,6%	35	2,4%	106

Sự đóng góp của các doanh nghiệp nước ngoài phục vụ xuất khẩu đối với cán cân thanh toán phụ thuộc vào mức độ nhập khẩu trong hoạt động sản xuất. Các hiệp định thương mại giới hạn phạm vi chính phủ có thể buộc doanh nghiệp FDI phải mua nguyên liệu đầu vào từ nhà cung cấp trong nước bằng quy định hàm lượng nội địa hoặc thuế quan. Không có những quy định này, các công ty nước ngoài sẽ ít thiết lập liên kết phía sau với doanh nghiệp địa phương, đặc biệt là trong ngành may mặc và điện tử (Sanchez Martin đtg. 2015; Winkler, 2013). Mặc dù kết quả nghiên cứu có thay đổi tùy theo ngành nghề, các nhà nghiên cứu đã phát hiện sự hiện diện của doanh nghiệp FDI trong nền kinh tế địa phương không thúc đẩy chuyển giao công nghệ nhiều hơn mối quan hệ thương mại thông thương là bao nhiêu (Newman đtg. 2018).

Theo thời gian dài, tác động của FDI đối với việc hình thành vốn phụ thuộc vào việc FDI sẽ chèn ép hay thu hút đầu tư tư nhân trong nước. FDI tìm kiếm thị trường có xu hướng chèn ép đầu tư tư nhân trong nước nếu doanh nghiệp nước sử dụng công nghệ hiện đại và có nhiều kinh nghiệm quản lý các chuỗi vận hành quy mô lớn. Amighini và các đồng nghiệp phát hiện ra thậm chí khi

FDI tăng tổng tỉ lệ đầu tư, FDI cũng sẽ chèn ép đầu tư trong nước ở một số ngành nghề. Tác động chèn ép lớn nhất trong các ngành liên quan đến thương mại và FDI trong công nghiệp chế biến có thể tăng tổng tỉ lệ đầu tư hơn là FDI trong các ngành khác (Amighini đtg. 2017).

Morrissey và Udomkerdmongkol phát hiện thấy FDI chèn ép đầu tư tư nhân trong nước và tác động này mạnh mẽ nhất ở các nước có nền chính trị ổn định. Họ đặt ra giả thuyết là các nhà đầu tư nước ngoài né tránh các nước có chính phủ bất ổn, từ đó cạnh tranh với doanh nghiệp tư nhân trong nước cũng giảm (Morrissey & Udomkerdmongkol, 2012). Jude và Levieuge cho rằng hiệu ứng này sẽ biến mất trong dài hạn khi nhà đầu tư trong nước tiến vào các ngành phụ mà không có doanh nghiệp trong nước nào tồn tại trước đó (Jude & Levieuge, 2017, tr. 5). Ở Trung Quốc, FDI sẽ thúc đẩy đầu tư tư nhân tăng khi FDI trở thành đối tác trong các công ty liên doanh, và sẽ chèn ép đầu tư tư nhân khi FDI ở dưới hình thức các doanh nghiệp nước ngoài độc lập (G. S. Chen đtg. 2017).

Hầu hết các nghiên cứu về tác động của FDI đối với đầu tư trong nước không phân biệt giữa đầu tư mới và thu mua và sáp nhập, hầu hết là vì giả định cho rằng việc thu mua tài sản ở nước chủ nhà sẽ giải phóng nguồn vốn để có thể đem đi đầu tư ở nơi khác. Nhưng chưa chắc là như vậy, vì lợi nhuận từ việc bán tài sản cũng có thể được đem đi để tiêu thụ, đầu tư vào tài sản cố định (như vàng hoặc bất động sản), giữ lại dưới dạng tiền mặt hoặc rời khỏi đất nước đó. Một vài nghiên cứu kết luận đầu tư nước ngoài mới có tác động tích cực đối với tăng trưởng kinh tế, nghiên cứu thực hiện ở nhiều nước, trong khi M&A lại có tác động tiêu cực (Harms & Meon, 2018; Nanda, 2009). Tuy nhiên, nếu mẫu nghiên cứu chỉ hạn chế ở các nước đang phát triển, khác biệt giữa đầu tư mới và đầu tư M&A sẽ không còn và cũng không đóng góp vào tăng trưởng kinh tế ở các nước này (Ashraf đtg. 2016).

Tác động của đầu tư trực tiếp từ nước ngoài lên cán cân thanh toán, tăng trưởng kinh tế và hình thành vốn phụ thuộc vào một loạt các yếu tố như đặc điểm cụ thể của nước chủ nhà, ngành nghề nhận đầu tư, định hướng thương mại của doanh nghiệp FDI và hình thức đầu tư. Độ rộng và độ sâu của các liên kết với doanh nghiệp trong nước trong đó có lan tỏa công nghệ, tri thức và kỹ năng từ doanh nghiệp nước ngoài sang doanh nghiệp trong nước là những yếu tố quan trọng trong dài hạn. Vì vậy, chính sách FDI nên chú ý chặt chẽ đến tác động của các dự án đầu tư nước ngoài lên cán cân thanh toán, tiềm năng phát triển liên kết phía sau giữa doanh nghiệp nước ngoài với doanh nghiệp trong nước và quy mô chuyển giao công nghệ thay vì chỉ chăm chăm vào các yếu tố ngắn hạn như khối lượng đầu tư hoặc số lượng công ăn việc làm được tạo ra.

IV. Các chiến lược để tăng nguồn cung vốn phát triển dài hạn

"Đóng góp thiết yếu của thị trường tài chính đối với quá trình phát triển", theo lời Jan Kregel "là...làm biến các nhu cầu vốn dài hạn có đủ tính thanh khoản để có thể thực hiện các cam kết đóng góp nguồn lực cho các mục đích sử dụng dài hạn mà nhà đầu tư cá nhân không cần phải cấp vốn trong dài hạn (Kregel, 2014, tr. 11). Nói một cách đơn giản, các dự án đầu tư đặc biệt là các dự án có quy mô lớn với thời gian thai nghén lâu cần phải có nguồn vốn dài hạn nhưng nhà đầu tư lại ưa thích các tài sản có thể dễ dàng chuyển thành tiền mặt. Vai trò của thị trường tài chính là kết nối khoảng cách này giữa cung và cầu của tín dụng dài hạn.

Nợ của các ngân hàng thương mại chủ yếu là ngắn hạn (các khoản tiền gửi tiết kiệm) và bị giới hạn trong khả năng thực hiện chức năng trên. Thị trường thứ cấp có độ sâu và có tính thanh khoản cao có thể giúp ngân hàng chuyển các khoản nợ ngắn hạn thành các tài sản dài hạn. Thị trường cổ phiếu giúp các công ty tiếp cận được với vốn dài hạn thông qua cơ chế cho phép nhà đầu tư rút tiền mặt ra bất cứ khi nào họ muốn. Nhưng trong giai đoạn đầu của phát triển, thị trường thứ cấp và các tổ chức tài chính vẫn còn quá nhỏ và quá nông để cung cấp thanh khoản trên quy mô và trong thời gian dài theo nhu cầu của công nghiệp để thực hiện các dự án thai nghén lâu dài và thâm dụng vốn. Các nước công nghiệp hóa muộn đã thực hiện nhiều chiến lược khác nhau để vượt những trở ngại này (Gerschenkron, 1962). Các nước châu Âu đã vốn hóa các ngân hàng phát triển tư nhân, đảm bảo các khoản vay và trực tiếp bơm vốn đến cho các ngành công nghiệp non trẻ từ giữa thế kỷ 19. Chính phủ Nhật Bản trước thế chiến mua lại trái phiếu của các ngân hàng thương mại để tạo ra các khoản nợ dài hạn cho hệ thống ngân hàng. Các ngân hàng phát triển quốc gia thuộc sở hữu của nhà nước nổi lên như một công cụ để hỗ trợ công nghiệp hóa ở các nước mới giành được độc lập sau Chiến tranh Thế giới II (Amsden, 2001). Việt Nam cũng giống như nhiều nước công nghiệp hóa muộn là quá lệ thuộc vào tín dụng ngân hàng (Bảng 2). Châu Á có thành tựu tốt hơn các nước thu nhập trung bình khác trong khả năng huy động tín dụng (ngoại trừ Indonesia và Philippines). Thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp giữ vai trò lớn ở Malaysia và Thái Lan nhưng không nhất thiết là như vậy: châu Á vẫn đi theo mô hình chung là hệ thống tài chính do ngân hàng làm chủ đạo trong giai đoạn công nghiệp hóa. Cũng như ở châu Âu, các tập đoàn công nghiệp dựa trên ngân hàng ở Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan có các khoảng thời gian đủ dài để đầu tư vào các ngành nghề cần nhiều thời gian để có được năng lực cạnh tranh (Khanna & Yafeh, 2007). Chính phủ tạo động lực để khuyến khích

các tập đoàn thép hướng đến công nghiệp chế biến và xuất khẩu thậm chí chính phủ còn bảo vệ các ngành này trước sản phẩm nhập khẩu đặc biệt là các ngành công nghiệp thượng nguồn. Tài chính là một công cụ quan trọng để tăng lợi nhuận cho các dự án đầu tư công nghiệp để thực hiện chuyển đổi cơ cấu kinh tế (Di John, 2020).

Bảng 2 Nguồn gốc của các dòng vốn đầu tư (tỉ lệ % trên GDP) năm 2017

(Nguồn: Cơ sở Dữ liệu Tài chính Phát triển của Ngân hàng Thế giới)

	Tín dụng tư qua tỉ lệ tiết kiệm trên GDP (%)	Tỉ lệ trái phiếu do doanh nghiệp phát hành trên GDP (%)	Vốn hóa thị trường cổ phiếu trên GDP (%)	Tổng
Việt Nam	121%	0%	44%	165%
Trung Quốc	151%	4%	65%	220%
Ấn Độ	47%	1%	75%	123%
Indonesia	37%	1%	47%	85%
Malaysia	116%	4%	128%	249%
Philippines	44%	1%	82%	127%
Thái Lan	113%	4%	110%	226%
Các nước có thu nhập trung bình thấp	35%	1%	36%	72%
Các nước có thu nhập trung bình cao	48%	2%	60%	110%

Lưu ý: Con số trái phiếu doanh nghiệp Việt là trong năm 2016; con số tín dụng ngân hàng Thái Lan là trong năm 2016.

Thậm chí ở các nước phát triển có các tập đoàn công nghiệp có năng lực cạnh tranh mạnh mẽ và thị trường vốn phát triển, chính phủ vẫn cảm thấy cần phải nhảy vào để tăng vốn tài chính dài hạn. Chính phủ Mỹ đã thành lập hai tổ chức bán tư là Fannie Mae và Freddie Mac, để mua lại các khoản vay thế chấp thấp hơn ngưỡng giá trị từ các ngân hàng và các công ty tài chính.¹⁹ Fannie và Freddie sau đó nắm giữ các khoản vay thế chấp này trên sổ sách của họ hoặc biến các khoản vay này thành chứng khoán và bán lại cho các nhà đầu tư tổ chức.²⁰ Hiệp hội Các doanh nghiệp nhỏ (SBA) là một ví dụ nổi bật khác. Gần đây cơ quan này đã lên báo khi được giao nhiệm vụ quản lý chương trình bảo vệ người lao động nhận lương trị giá \$349 nghìn tỷ đô của

¹⁹ Tên gọi chính thức là Hiệp hội Thế chấp Quốc gia Liên bang (Federal National Mortgage Association) và Tập đoàn Thế chấp Cho vay Mua nhà Liên bang (Federal Home Loan Mortgage Corporation).

²⁰ Các công ty này đã sụp đổ một cách đầy tai tiếng và Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ phải nhảy vào cứu trong năm 2008 khi giá nhà giảm sâu trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu xảy ra.

chính phủ Mỹ trong đại dịch Covid-19. Trước nhiệm vụ thu hút nhiều sự chú ý này, tổ chức này vốn có sự tồn tại khiêm tốn hơn và chỉ là cơ quan trung gian trên thị trường vốn cho các doanh nghiệp nhỏ. Được thành lập vào năm 1953, SBA đã phát triển thành một trong những cơ quan cho vay và đảm bảo các khoản vay lớn nhất trên thế giới với tài sản hơn \$100 nghìn tỷ đô (Orzechowski, 2020).²¹

Như vậy kể cả Mỹ, quốc gia có thị trường vốn lớn nhất thế giới, cũng phải dựa vào các chương trình của chính phủ để đưa tín dụng dài hạn đến cho một số đối tượng đi vay đặc biệt. Trên đây chỉ là hai ví dụ: ngoài ra còn có chương trình cho vay và đảm bảo cho vay dành cho nông dân, sinh viên đại học và các dự án cơ sở hạ tầng. Theo ước tính gần đây, chính phủ Mỹ đã thực hiện cho vay và bảo lãnh cho vay với giá trị sáu nghìn tỷ đô từ 1992 đến 2012. Và con số này còn chưa bao gồm hàng tỷ đô la cho vay cứu trợ dành cho các ngân hàng, công ty bảo hiểm và ngành sản xuất ô tô trước làn sóng khủng hoảng tài chính toàn cầu hoặc các quỹ đầu tư mạo hiểm không lồ do nhà nước cấp vốn được phân bổ qua các cơ quan như NASA, DARPA và các chương trình nghiên cứu ở các trường đại học (Elliot, 2011; Mazzucato, 2015). Các tổ chức và chương trình này trên thực tế đã sử dụng bảng cân đối kế toán của chính phủ để cấp thanh khoản và điều chỉnh các phép tính lợi nhuận của doanh nghiệp để huy động vốn cho đầu tư dài hạn.

Ngân hàng Phát triển Quốc gia

Các ngân hàng phát triển đa phương (MDB) như Ngân hàng Thế giới và Ngân hàng Phát triển Châu Á vay tiền trên thị trường vốn quốc tế với mức lãi suất ưu đãi và sử dụng nguồn vốn này để cấp vốn cho dự án ở các nước đang phát triển. Hiện tại có khoảng 30 ngân hàng đa phương đang hoạt động trong đó có các ngân hàng khu vực. Sự ra đời của các ngân hàng đa phương mới trong những năm gần đây cho thấy mô hình này vẫn hiệu quả. Các ngân hàng mới ra đời là Ngân hàng Tái kiến thiết và Phát triển Châu Âu (1991), Ngân hàng Phát triển mới (2014) do Brazil, Trung

²¹ Các công cụ cho vay chính của SBA Chương trình Cho vay 7(a) và 504, chương trình này bảo lãnh các khoản vay hoặc chiết khấu lãi suất vay ngân hàng cho các doanh nghiệp nhỏ đạt tiêu chuẩn. Các hình thức bảo lãnh trong chương trình 7(a) dao động từ 50% đến 90% để các ngân hàng tham gia có động lực duy trì chất lượng tín dụng. Chương trình Cho vay 504 trực tiếp cung cấp các khoản vay lãi suất cố định cho các doanh nghiệp nhỏ để mua bất động sản hoặc các tài sản cố định dài hạn, giá trị tối đa của khoản vay là 40% giá trị tài sản. Các ngân hàng có thể cho vay tiếp 40% chi phí còn lại. SBA cũng duy trì một mạng lưới Tập đoàn Đầu tư Doanh nghiệp nhỏ, là các quỹ đầu tư thuộc sở hữu tư nhân hoặc sở hữu nhà nước (chính quyền địa phương). Các quỹ này đầu tư cổ phần vào các doanh nghiệp nhỏ. SBIC, do SBA cấp phép, có thể vay khoản tiền lên đến \$30 triệu đô với sự bảo lãnh của SBA. Các nghiên cứu đã phát hiện thấy quan hệ tích cực giữa sự hiện diện của SBA với thành tích kinh tế ở các địa phương nơi có SBA, mặc dù không thể kết luận các thành tích hoàn toàn là do hoạt động bảo lãnh cho vay và cho vay của SBA (Craig đtg. 2009).

Quốc, Ấn Độ, Nga và Nam Phi (Ngân hàng BRIC) thành lập, Quỹ Phát triển Quốc tế OPEC (2014) và Ngân hàng Đầu tư Cơ sở Hạ tầng Châu Á của Trung Quốc (2015). MDB đã đa dạng hóa danh mục đầu tư theo thời gian, bổ sung các công cụ mới như đảm bảo cho vay, đầu tư cổ phần và bảo hiểm rủi ro chính trị.

Ngân hàng Phát triển Quốc gia (NDB) hoạt động theo phương thức tương tự, sử dụng khả năng vay tiền với lãi suất thấp của chính phủ để chuyển tín dụng đến các dự án đầu tư ưu tiên, các đối tượng người cho vay và tổ chức đặc biệt để thực hiện mục tiêu chính sách.²² NDB nổi lên như các tổ chức tài chính quan trọng hậu Chiến tranh Thế giới II khi các nước mới giành được độc lập và các nước phải phục hồi sau chiến tranh thành lập các cơ quan công để huy động vốn cho cơ sở hạ tầng và công nghiệp hóa. Hai trăm năm mươi NDB hiện đang hoạt động trong đó có hơn 70 ngân hàng ở châu Á (Nehru, 2019). Trong năm 2015, NDB huy động \$5 nghìn tỷ để đầu tư, cao hơn gấp 5 lần số vốn do các ngân hàng phát triển đa phương huy động được (Griffith Jones d9tg. 2018, tr. 36). Hoạt động kinh doanh chính của NDB là chiết khấu và đảm bảo các khoản vay của các ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư mặc dù nhiều NDB cũng trực tiếp cho vay. Một trong những lợi ích chính của NDB so với ngân hàng đa phương là NDB cho vay bằng đồng tiền nội địa và giảm rủi ro tỷ giá cho người đi vay. Hầu hết các ngân hàng NDB đều có lợi và duy trì tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản cao hơn khối ngân hàng thương mại. Nhà nước sở hữu phần lớn cổ phần của gần như tất cả NDB mặc dù một phần tư ngân hàng NDB có cổ đông từ khu vực tư.

NDB một lần nữa đứng ở tuyến đầu sau khủng hoảng GFC vì NDB là một trong số các kênh cung cấp vốn ít ỏi có khả năng tăng cường đầu tư tại thời điểm mà gần như tất cả các tổ chức tài chính khác đều đang cắt giảm cho vay (Luna-Martinez & Vicente, 2012, tr. 8).

Tài chính đi ngược chu kỳ - tăng cho vay trong giai đoạn suy thoái và giảm cho vay trong giai đoạn tín dụng tư nhân tăng trưởng nhanh - là một công cụ thiết yếu của chính sách tài khóa.

Stefanie Griffith-Jones xác định bốn vai trò khác của NDB là: i) cấp vốn cho đổi mới sáng tạo và chuyển đổi cơ cấu kinh tế thông qua đầu tư vào các ngành nghề mới; ii) tài chính toàn diện và tăng nguồn cung tín dụng cho các SME; iii) các dự án cơ sở hạ tầng và dự án có quy mô lớn; iv)

²² Các tổ chức tài chính phát triển trong đó có Ngân hàng Phát triển Quốc gia trong pháp luật thường được định nghĩa chung là các tổ chức tài chính độc lập có sự hỗ trợ của chính phủ, được giao nhiệm vụ thực hiện mục tiêu chính sách công trong một khu vực, ngành nghề hoặc cho một đối tượng dân cư đặc biệt. Các ngân hàng này thuộc sở hữu của nhà nước toàn bộ hoặc bán phần nhưng cũng có những ngân hàng phát triển thuộc sở hữu tư nhân như Credit Mobilier của Pháp được thành lập trong năm 1848 (Di John, 2020).

cấp vốn cho các loại hàng hóa công khác, đặc biệt là khắc phục và thích ứng với biến đổi khí hậu (Griffith Jones đtg. 2018).

Để cảm nhận được tiềm năng của các tổ chức này, hãy nhìn vào bốn ngân hàng lớn nhất tính theo tỉ lệ tài sản trên GDP. Đó là: Ngân hàng Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) của Đức (14,5%); Ngân hàng Phát triển Trung Quốc (12,2%); Ngân hàng Phát triển Brazil (BNDES) (11,8%); và Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc (KDB) (6,7%). Bốn ngân hàng này không chỉ là bốn ngân hàng lớn nhất mà còn là một trong những ngân hàng sáng tạo nhất, thích ứng thành công với thay đổi cơ cấu sâu sắc trong nền kinh tế quốc gia và hệ thống tài chính toàn cầu.

KfW được thành lập năm 1949 để quản lý Kế hoạch Huy động vốn Marshall của Mỹ sau Chiến tranh Thế giới II. Các chức năng mới được bổ sung sau giai đoạn kiến thiết là cho vay SME và các công ty khởi nghiệp vay, cho vay mua nhà, đi học và cho các dự án tái tạo năng lượng vay. KfW duy trì nhiều bộ phận để hỗ trợ các công ty xuất khẩu của Đức và các dự án phát triển quốc tế và giữ vai trò nổi bật trong huy động vốn cho việc thống nhất nước Đức trong thập niên 1990. 80% ngân hàng thuộc sở hữu của chính quyền liên bang Đức và 20% là sở hữu của các tiểu bang, và ngân hàng tự cấp vốn cho mình trên thị trường vốn bằng cách phát hành trái phiếu do liên bang đảm bảo. Tổng tài sản của ngân hàng hơn 500 tỷ euro và hầu hết các khoản nợ được cung cấp thông qua các tổ chức tài chính trong nước. Người đi vay thường sẽ nộp đơn vay tiền thông qua ngân hàng địa phương, ngân hàng sẽ chuyển đơn lên KfW để được vay với lãi suất ưu đãi và với thời hạn lâu hơn. Nợ được chia sẻ giữa KfW và ngân hàng thực hiện khoản vay để duy trì mối quan hệ với người đi vay và tổ chức tài chính địa phương. KfW cũng cho vay trực tiếp vì mục đích giáo dục, tài trợ vốn cho xuất khẩu và các dự án cơ sở hạ tầng lớn.

Khả năng cấp vốn trên quy mô lớn và kiểm soát kết quả chặt chẽ của ngân hàng là một trụ cột đối với chương trình kích cầu của chính phủ Đức hậu GFC. KfW giải ngân hơn 7 tỷ euro trong năm 2009 thông qua cho vay trực tiếp và thông qua đảm bảo các khoản vay của ngân hàng thương mại. Trước khi chương trình kích cầu kết thúc, các khoản vay đã đến được tay của 11 ngàn doanh nghiệp, 94% là doanh nghiệp SME. Nhờ vai trò chủ chốt của KfW trong thực thi, gói kích cầu của Đức có thành tựu tốt và kích cầu hiệu quả hơn các chương trình kích cầu ở các nước khác chỉ thực hiện kích cầu thông qua ngân hàng thương mại và ngân hàng đầu tư (Moslener đtg. 2018, tr. 112).

Trung Quốc cũng có 3 ngân hàng phát triển: Ngân hàng Xuất nhập khẩu Trung Quốc, Ngân hàng Phát triển Nông nghiệp Trung Quốc và Ngân hàng Phát triển Trung Quốc (CDB). CDB được

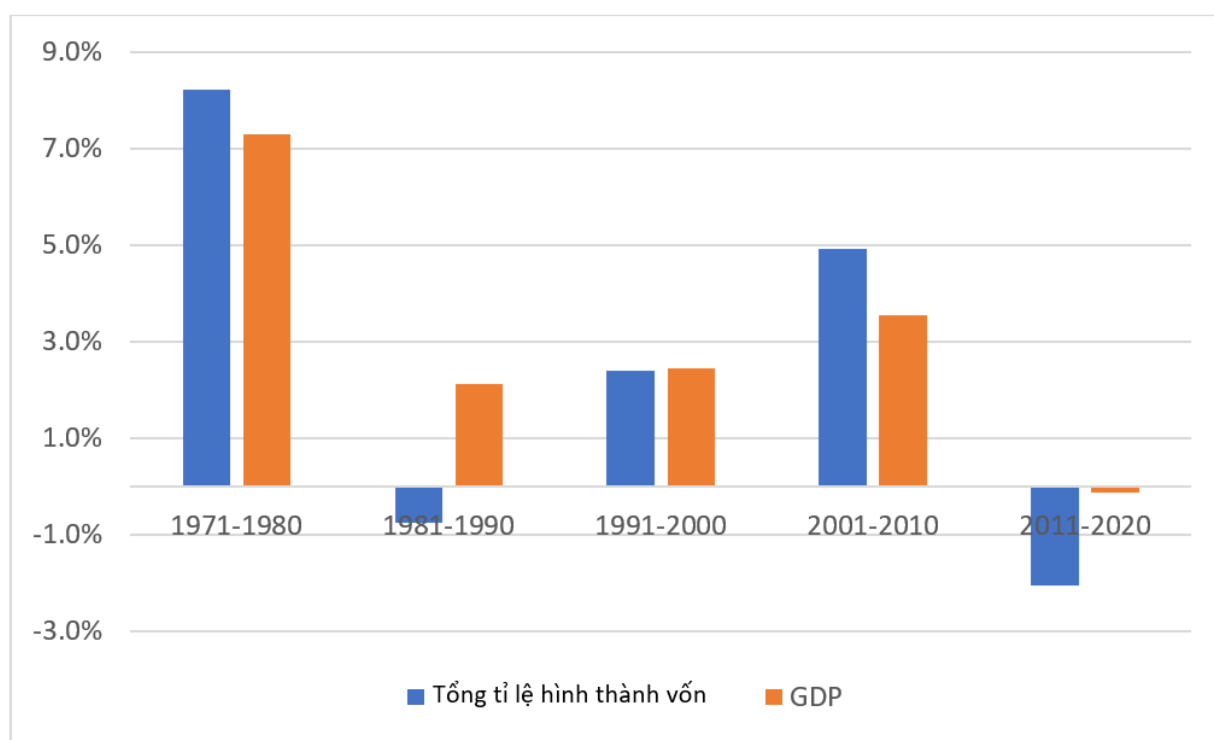
thành lập vào năm 1994 với mục tiêu tạo ra sự tách biệt rõ ràng giữa các ngân hàng chính sách và ngân hàng thương mại. Với việc thực thi Luật Ngân hàng Thương mại trong năm 1995, các ngân hàng thương mại được cởi bỏ gánh nặng tín dụng theo chỉ đạo và bắt đầu hoạt động độc lập. Tuy nhiên, CBD thừa kế một danh mục đầu tư trong đó hầu hết là các dự án không khả thi mà ngân hàng này vốn cũng không hiểu rõ. Khi Khủng hoảng Tài chính Đông Á xảy ra vào năm 1997, CBD thực tế đã bị phá sản. Chính quyền trung ương đã cứu ngân hàng non trẻ này vào năm 1999, thành lập một công ty quản lý tài sản thu mua phần lớn các khoản nợ xấu. Với việc thu mua lại Ngân hàng Đầu tư Trung Quốc, CBD thành lập một mạng lưới chi nhánh và đưa trách nhiệm giám sát các khoản nợ vào trong nội bộ. Hệ thống quản trị được tái cấu trúc lại để tách chức năng đánh giá các khoản cho vay và phê duyệt các khoản vay ra khỏi các cán bộ và chi nhánh cho vay, điều này giúp bảo vệ ngân hàng trước áp lực tài cấp vốn cho các dự án mà chính quyền trung ương ưu ái (Xu, 2018, tr. 82).

Với tổng tài sản \$2,5 nghìn tỷ đô vào cuối năm 2020, CDB hiện là ngân hàng phát triển lớn nhất trên thế giới. Khoảng 20% tài sản của CDB nằm trong các dự án phát triển quốc tế trong đó có các khoản vay liên quan đến sáng kiến Một vành đai, Một con đường (OBOR) của Trung Quốc. Ngân hàng đã mở 10 văn phòng đại diện ở Trung Quốc, Châu Phi, Châu Âu và Úc ngoài chi nhánh ở Hồng Kong. Khoảng hai phần ba vốn được huy động thông qua phát hành trái phiếu do chính phủ trung ương đảm bảo và vì vậy có mức lãi suất thấp (M. Chen, 2020).

Các cải cách tài khóa trong thập 1990 cấm chính quyền địa phương không được đảm bảo cho vay, hạn chế khả năng huy động vốn của chính quyền địa phương từ ngân hàng thương mại. Để ứng phó, các thành phố thành lập các công cụ huy động vốn cho chính quyền địa phương (LGFV) chuyên nhận đất và cơ sở hạ tầng như tài sản thế chấp để kêu gọi vốn mà không cần phải có đảm bảo cho vay. Các dự án đầu tư địa phương là công cụ chính của chính sách tài khóa ngược chu kỳ của chính phủ trong năm 2009, khi cho vay của CDB tăng 88% trong một năm. CDB chủ động tham gia vào cho vay cơ sở hạ tầng dựa trên mô hình này cho đến khi luật ngân sách mới ra đời vào năm 2015 một lần nữa cho phép chính phủ địa phương trực tiếp phát hành trái phiếu.

Quá trình phát triển của Brazil là câu chuyện trong đó thời kỳ lạm phát xen kẽ với đình trệ (Hình 15). Sau những năm kinh tế bùng nổ trong thập niên 1970 là hai thập kỷ siêu lạm phát, nợ tăng, bất bình đẳng tăng và nghèo đói. Lịch sử của BNDES gắn liền với làn sóng lên xuống của đầu tư công và tư. Ngân hàng chủ động tham gia cung cấp vốn cho công nghiệp trong nước khi Brazil

thực hiện chính sách thay thế nhập khẩu trong thập niên 1970. BNDES đầu tư vào ngành hóa dầu, trang thiết bị và công nghệ thông tin. Trong thập kỷ đó, BNDES chiếm 11% tỉ lệ đầu tư vào công nghiệp chế biến (Griffith Jones đtg., 2018). Là tổ chức lớn duy nhất cung cấp tài chính dài hạn ở Brazil, BNDES giữ vai trò trung tâm trong tư nhân hóa các ngành công nghiệp lớn thuộc sở hữu của nhà nước trong thập niên 1990 (Macedo, 2000). Từ đầu thiên niên kỷ này đến 2015, BNDES tập trung vào việc lấp đầy khoảng trống cơ sở hạ tầng của Brazil. Chương trình Tăng tốc Tăng trưởng (PAC) trong nhiệm kỳ của Lula da Silva vào năm 2007 có các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng lớn và trở thành chương trình tiêu biểu của chính sách tài khóa đi ngược chu kỳ của chính phủ khi GFC ập đến. Chương trình được tiếp tục dưới thời của Tổng thống Rousseff (PAC-2) bổ sung thêm Chương trình Đầu tư Logistics (PIL) từ 2012 dành riêng cho các dự án xây đường cao tốc và hệ thống đường sắt. Các khoản giải ngân tăng gấp 4 lần từ 2007 đến 2013, khiến BNDES trở thành một trong năm ngân hàng phát triển lớn nhất trên thế giới (Studart & Ramos, 2018).



Hình 15. Tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm của tổng tỉ lệ hình thành vốn và GDP của Brazil (Nguồn: Các chỉ số phát triển thế giới)

Các chương trình cho vay gián tiếp của BNDES cho phép các ngân hàng công và tư kéo dài kỳ hạn của các khoản vay và đảm bảo cho vay của BNDES thu hút vốn tư nhân vào các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng trong PAC và PIL. Tuy nhiên, chính phủ quyết định giữ thuế quan (phí và thuế)

ở mức thấp buộc BNDES phải cung cấp vốn dưới mức lãi suất công bố, và buộc ngân hàng này phải phụ thuộc nhiều hơn vào kho bạc quốc gia để bơm vốn. Tái phụ thuộc vào sự hỗ trợ của chính phủ khiến ngân hàng nhạy cảm trước sự đổi chiều của làn gió chính trị và khi chính phủ mới ban hành chương trình thắt lưng buộc bụng trong năm 2016, BNDES buộc phải cắt giảm hoạt động (Studart & Ramos, 2018).

Cũng như KfW, nguồn gốc của Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc (KDB) bắt đầu từ sự hỗ trợ phát triển của chính phủ Mỹ để Hàn Quốc tái thiết đất nước sau chiến tranh. Được thành lập vào năm 1954, ngân hàng này ban đầu phân bổ nguồn vốn nhận từ Mỹ và tự phát hành trái phiếu của riêng mình để huy động vốn cho các dự án đầu tư dài hạn. Khi chính sách của chính phủ chuyển sang hỗ trợ xuất khẩu trong thập niên 1960, KDB cung cấp vốn trực tiếp cho các doanh nghiệp công nghiệp chế biến và cũng đảm bảo các khoản vay nước ngoài cho hàng hóa vốn nhập khẩu (K. Lee, 2017, tr. 5). Trước thập niên 1970, trọng tâm của chính phủ chuyển sang phát triển các ngành công nghiệp nặng như hóa chất, đóng tàu, sản xuất thép, máy móc, và thiết bị điện tử. Các ngành công nghiệp thâm dụng vốn và thâm dụng công nghệ đòi hỏi phải nhập khẩu hàng hóa vốn và vì vậy cần phải có khả năng tiếp cận với nguồn cung ngoại tệ dồi dào. Quỹ Đầu tư Quốc gia được thành lập để chuyển vốn thông qua KDB đến các ngành công nghiệp mới. KDB cũng vay mượn từ các tổ chức như Ngân hàng Thế giới và phát hành trái phiếu quốc tế để huy động thêm vốn. Khối lượng cho vay tăng gấp 10 lần trong thập niên 1970 nhưng chậm lại vào thập niên 1980 khi trọng tâm của chính phủ một lần nữa thay đổi, lần này là chuyển sang các ngành công nghệ cao. KDB thành lập Tập đoàn Huy động vốn Công nghệ Hàn Quốc để kích thích đầu tư mạo hiểm vào các ngành nghề mới và trực tiếp cung cấp vốn cho đầu tư R&D.

Vai trò của KDB tiếp tục tiến hóa trong đó có lần sâu sang ngân hàng đầu tư quốc tế, chính sách tài khóa đi ngược chu kỳ và tái cấu trúc doanh nghiệp sau Khủng hoảng Tài chính Đông Á. Đồng thời, ngân hàng cũng tiếp tục thực hiện chức năng chính là cung cấp vốn dài hạn cho phát triển công nghiệp và các dự án cơ sở hạ tầng (UNCTAD, 2016b).

Kinh nghiệm của các tổ chức này đã minh họa các công cụ được NDB sử dụng để tăng nguồn cung vốn dài hạn cho cơ sở hạ tầng và công nghiệp. Trong hoàn cảnh của một nước đang phát triển, các thị trường thứ cấp chưa đủ thanh khoản hoặc độ sâu để nối liền khoảng cách giữa nhu cầu vốn dài hạn và sự ưa chuộng các tài sản thanh khoản cao của nhà đầu tư. NDB tận dụng khả năng tiếp cận với thị trường vốn của chính phủ để mở rộng nguồn cung tín dụng ngoài nhà nước thông qua cho vay lại, đảm bảo cho vay, cho vay hợp vốn và các công cụ khác. Chúng ta đã thấy

ở các nước phát triển như Mỹ và Đức, vẫn cần phải có các cơ quan công để thực hiện một số mục tiêu chính sách như hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và bảo tồn năng lượng. Một chủ đề chung là khả năng hành động đi ngược chu kỳ của NDB để hỗ trợ đầu tư và tổng cầu trong giai đoạn kinh tế suy thoái hoặc khủng hoảng như Khủng hoảng Tài chính Đông Á hoặc Khủng hoảng GFC. Không phải tất cả NDB đều thành công và có rất nhiều ví dụ về các ngân hàng phát triển quốc gia ở châu Á hoạt động tệ vì các hạn chế về quản lý hoặc kỹ thuật hoặc gục ngã trước các scandal. Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB) chịu trách nhiệm xử lý vốn ODA và huy động vốn từ thị trường vốn trong nước, vẫn hoạt động như một ngân hàng chính sách truyền thống rất giống với Ngân hàng Phát triển Trung Quốc trước giai đoạn cải cách trong thập niên 1990. Các bất thường kế toán rất phổ biến và ngân hàng không vận hành theo cơ chế thương mại (Duc Tho, 2021). Các báo cáo thường niên không xuất hiện định kỳ và thậm chí Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cũng không báo cáo về hoạt động của ngân hàng này. Cũng như các nước khác ở châu Á, khi thiếu vắng một khung giám sát thích hợp, "NDB có thể trở thành con mồi của các thế lực chính trị quyền lực có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các ngân hàng này" (Nehru, 2019, tr. 262).

Yêu cầu tư nhân cùng cấp vốn cho các khoản vay NDB và đảm bảo cho vay của NDB được chứng minh là một công cụ kiểm soát hiệu quả đối với sự thao túng chính trị đối với hoạt động của ngân hàng phát triển. Sự tham gia của tư nhân tăng hiệu quả kiểm soát và giám sát. Thậm chí dù tư nhân là cổ đông nhỏ lẻ, chính phủ vẫn giữ được quyền kiểm soát với các tài sản chiến lược thông qua cổ phiếu vàng và các cơ chế khác (Musacchio Farias & Lazzarini, 2014). Các ngân hàng NDB yêu cầu tài sản thế chấp có giá trị cao từ các doanh nghiệp tư nhân tín dụng của NDB để tăng động lực cho các doanh nghiệp tư nhân sử dụng các khoản vay vào các mục đích có lợi (Xu, 2018)...

Quỹ Đầu tư Quốc gia

Các nước thường xuyên ghi nhận thặng dư thương mại đã thành lập các quỹ đầu tư quốc gia (SWF) để huy động ngoại tệ nước ngoài cho các mục đích sử dụng trong nước. Các tổ chức này quản lý nguồn vốn quốc gia để thực hiện các mục tiêu chiến lược như bảo tồn giá trị của doanh thu từ tài nguyên thiên nhiên để bảo vệ tiêu chuẩn sống cho thế hệ tương lai, để cấp vốn cho quá trình công nghiệp hóa hoặc đầu tư ngược chu kỳ mà không tạo ra thâm hụt ngân sách lớn. Vì quỹ SWF không có bất kỳ khoản nợ ngắn hạn nào, các quỹ này tự do tài trợ cho các dự án mạo hiểm dài hạn không bị giới hạn bởi nỗi lo về thanh khoản. Các quỹ này hoạt động độc lập với ngân

hàng nhà nước, bộ tài chính và các cơ quan khác để bảo vệ các quỹ này trước sức ép chính trị. 100 quỹ SWF hàng đầu thế giới kiểm soát khối lượng tài sản trị giá \$8,6 nghìn tỷ đô trong năm 2020, 85% trong số này nằm ở các nước đang phát triển (Bảng 3).²³ 52 quỹ SWF mới được thành lập trong giai đoạn 2000-2015, trong đó có 40 quỹ ở khối nước đang phát triển.

Bảng 3. Mười Quỹ Đầu tư Quốc gia (SWF) lớn nhất thế giới năm 2020 (Nguồn: Viện Nghiên cứu về SWF)

Quốc gia	Tên quỹ	Tài sản (tỷ đô USD)
Na Uy	Government Pension Fund Global	1289,5
Trung Quốc	China Investment Corporation	1045,7
Kuwait	Kuwait Investment Authority	692,9
Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	649,2
Hồng Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	580,5
Singapore	Temasek Holdings	484,4
Singapore	GIC Private Limited	453,2
Ả Rập Saudi	Public Investment Fund	430,0
Trung Quốc	National Council for Social Security Fund	372,1
Dubai	Investment Corporation of Dubai	302,3
Tổng		6299,8

Trong khi đa số các quỹ SWF hoạt động nhờ doanh thu xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên, những năm gần đây đã chứng kiến ngày càng nhiều quỹ SWF hoạt động nhờ các nguồn khác. Các nước châu Á đã tích lũy được nguồn dự trữ ngoại tệ dồi dào từ thặng dư thương mại đã bắt đầu hoài nghi sự sáng suốt của việc sử dụng nguồn ngoại tệ này để mua các tài sản có mệnh giá đô la Mỹ có lợi tức thấp. Ở các nước khác, lợi nhuận từ việc tư hữu hóa các tài sản nhà nước như cổ phần của các công ty được tư hữu hóa cũng được chuyển vào SWF. Thay đổi trong nguồn gốc của vốn đi kèm với thay đổi trong mục tiêu của quỹ SWF từ đảm bảo công bằng giữa các thế hệ sang phát triển quốc gia và thực hiện chính sách đầu tư ngược chu kỳ. Trong quá khứ, động lực của SWF là bảo tồn của cải của quốc gia bằng cách giữ gìn doanh thu từ tài nguyên thiên nhiên từ khai thác dầu khí và các khoáng sản bằng cách đầu tư quốc tế. Vì vậy, thế hệ tương lai của Na Uy vẫn có thể được hưởng lợi từ nguồn tài nguyên dầu mỏ của quốc gia một thời gian dài sau khi giếng dầu cuối cùng được khai thác cạn kiệt. Tuy nhiên, quỹ SWF ở châu Á ngoài việc quản lý

²³ Truy cập www.swfinstitute.org.

của cải quốc gia còn tìm cách đóng góp vào ổn định kinh tế quốc gia và chuyển đổi nền kinh tế trong nước.

Các mục tiêu này không nhất thiết phải loại trừ lẫn nhau. Quỹ SWF có lịch sử lâu dài đầu tư vào cơ sở hạ tầng, bệnh viện, trường học đồng thời xây dựng một danh mục đầu tư đa dạng gồm các tài sản quốc tế. Tuy nhiên, nếu một trong những mục tiêu của các quỹ này là trung hòa tác động của chu kỳ kinh tế đối với cầu trong nước, cần phải cẩn thận để đảm bảo các khoản giải ngân từ các quỹ này cho các dự án quốc gia có thời điểm trùng hợp với những giai đoạn tín dụng trong nước tăng trưởng chậm.

Một nguyên lý chung của SWF là các quỹ này sẽ tự khoan vùng trong các dự án đầu tư khả thi về mặt thương mại để kiếm được suất sinh lợi đủ cao để bảo tồn giá trị của vốn theo giá trị thực. Các dự án có suất sinh lợi xã hội dương nhưng không khả thi về mặt tài chính thuộc kế hoạch đầu tư công của chính phủ, và phải có các điều khoản hợp lý để trợ cấp và chi trả các chi phí vận hành và bảo trì. Giới hạn SWF ở vai trò các cổ đông nhỏ lẻ trong các dự án đầu tư không chỉ đảm bảo SWF chỉ cấp vốn cho các dự án khả thi và cho phép SWF có thể tiếp cận với các chuyên gia có chuyên môn bên ngoài (Gelb đtg., 2014, tr. 11).

Hạn chế đầu cơ

Tạo ra các nguồn lực có thể đầu tư là một tư; đầu tư vào chúng một cách khôn ngoan lại là một khôn ngoan lại là một chuyện hoàn toàn khác. Có thể truy ra nguồn gốc của GFC và các cuộc khủng hoảng tài chính đều bắt nguồn từ sự hình thành các bong bóng tài sản, thường là trong thị trường bất động sản. Trong kỷ nguyên tài chính, các ngân hàng và tổ chức tài chính luôn nghĩ các phương thức sáng tạo để tăng đòn bẩy trong khuôn khổ (và đôi khi là ngoài khuôn khổ) của các quy định và pháp luật hiện hành. Từ giao dịch ký quỹ trước Đại khủng hoảng, trái phiếu đầu cơ (junk bond) nguyên nhân dẫn đến khủng hoảng tiết kiệm và nợ ở Mỹ cho đến các khoản nợ thế chấp nguyên nhân của GFC, sáng tạo trong tài chính là nhiên liệu để thổi bùng lên các bong bóng tài sản và cuối cùng bong bóng nổ tạo ra các hệ quả thảm khốc cho nền kinh tế thực (H. P. Minsky, 2008, tr. 199).

Từ góc độ của nền kinh tế quốc gia, bong bóng tài sản là cơ hội bị bỏ lỡ theo hai nghĩa. Đầu tiên và rõ ràng nhất, bong bóng cuối cùng sẽ nổ, tạo ra sự tàn phá tài chính khi bong bóng nổ. Bong bóng tài sản cũng hút mất nguồn vốn lẽ ra phải đi vào các dự án đầu tư có lợi cho xã hội mà thay vào đó đổ vào việc đầu cơ các tài sản rủi ro. Ở Mỹ, đầu tư tư nhân vào bất động sản không phải nhà ở vẫn chưa thể phục hồi từ GFC, nhưng giá nhà đã phá vỡ mức giá ghi nhận trong năm 2007 và

S&P 500 hiện đang giao dịch ở mức giá cao gấp 3 lần so với trước khủng hoảng. Cần có các chính sách để thay đổi cấu trúc động lực mà các doanh nghiệp và cá nhân đối diện, khiến việc đổ tiền vào đầu cơ các tài sản rủi ro ngày càng khó khăn và khuyến khích đầu tư vào các dự án tạo ra việc làm, tăng năng suất và tạo ra thu nhập từ xuất khẩu.

Cũng như Hàn Quốc, Nhật Bản sử dụng áp chế tài chính để định hướng dòng tín dụng từ các mục đích sử dụng ngắn hạn sang các mục đích sử dụng dài hạn. Tuy nhiên, từ đầu thập niên 1980, các quy định hạn chế cho vay đầu tư bất động sản được nới lỏng và khi giá nhà tăng đã thu hút các doanh nghiệp phi tài chính nhảy vào ngành bất động sản. Giá của bất động sản tăng hơn gấp đôi trong nửa sau của thập kỷ. Khi bong bóng vỡ, các doanh nghiệp Nhật phải bán tháo tài sản trong thị trường đang rớt giá, gây thiệt hại hàng nghìn tỷ yên tài sản. Mặc cho nhiều thập kỷ thực hiện các chính sách tài khóa và tài chính kích cầu, đầu tư trong nước vẫn ảm đạm và Nhật Bản bước vào giai đoạn suy thoái mà đến nay vẫn chưa thực sự bước ra được (Koo, 2009).

Một khi bong bóng tài sản đã hình thành, rất khó để đảo chiều về mặt chính trị; rất nhiều người có quyền lực có tài sản nằm trong nhà cửa, tòa nhà và cổ phiếu. Mục tiêu phải là ngăn bong bóng hình thành ngay từ đầu. Có hai công cụ chính để thực hiện mục tiêu này: hạn chế khả năng các ngân hàng cho vay để đầu tư bất động sản và đầu tư cổ phiếu; và đánh thuế lợi nhuận trên vốn để giảm tính hấp dẫn của đầu cơ đất đai và cổ phiếu. Các yêu cầu về vốn đối với cho vay bất động sản phải đủ cao để ngăn ngân hàng cho vay quá mức và phải thiết lập tỷ lệ cho vay trên giá trị tối đa (loan to value ratio) để ngăn người đi vay tăng rủi ro không cần thiết. Thuế lợi nhuận trên vốn không nên loại trừ nhà ở và nhà thế chấp không nên được miễn thuế. Thuế bất động sản phải phản ánh giá trị tăng cao của đất đai và trở thành nguồn thu chính của chính quyền địa phương, tạo động lực cho chính quyền địa phương cải thiện khả năng định giá các bất động sản và thu thuế từ đó (Turner, 2017, tr. 183). Các biện pháp này sẽ không được ủng hộ về mặt chính trị, đặc biệt là tầng lớp trung lưu mới nổi, nhưng là các biện pháp cần thiết để ngăn chặn bong bóng tài sản phình to và việc đầu cơ hút mất nguồn vốn đầu tư của các mục đích sử dụng có lợi.

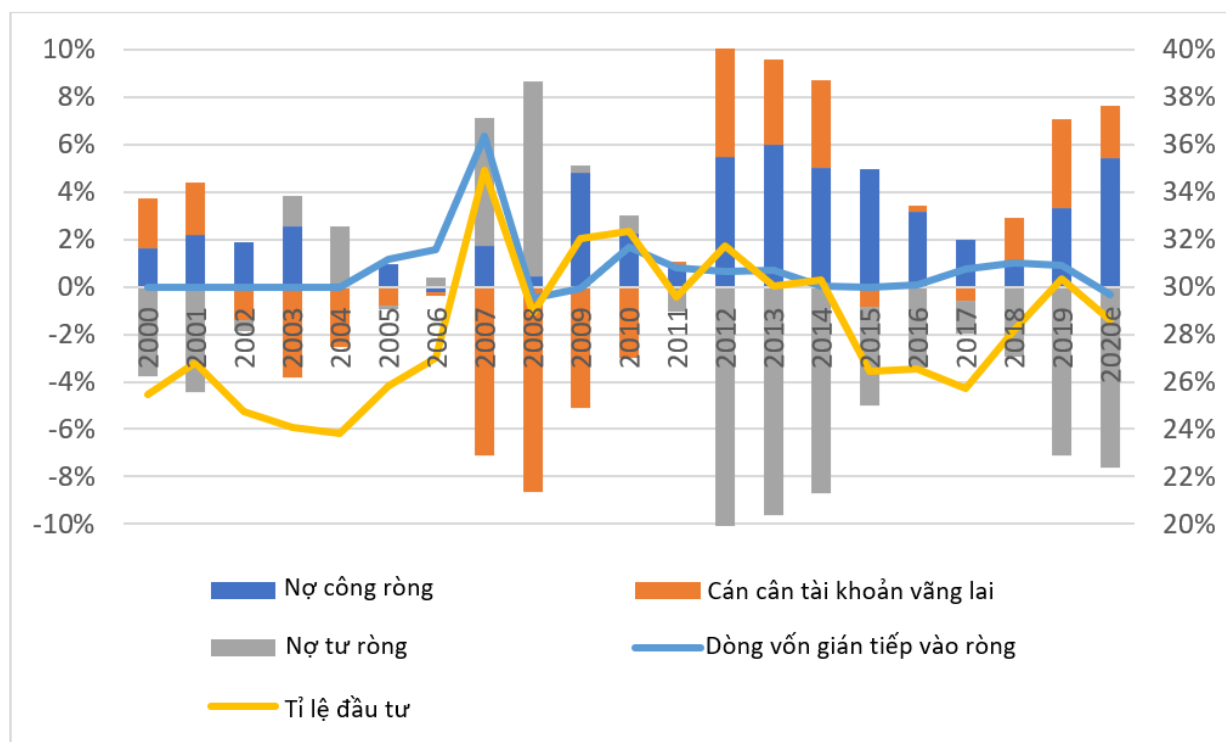
Tài chính công để "thu hút" đầu tư tư nhân

Các mô hình kinh tế vĩ mô cổ điển nhấn mạnh hiệu ứng lấn át khi chi tiêu chính phủ tăng. Trong cách tiếp cận "thâm hụt kép", nợ công sẽ tạo ra lạm phát và làm lãi suất tăng, khiến hàng hóa xuất khẩu mất năng lực cạnh tranh và không thể thu hút vốn đầu tư nước ngoài. Đầu tư tư nhân giảm khi tiết kiệm được đổ vào để cấp vốn cho thâm hụt ngày càng lớn của chính phủ. Hàm ý

chính sách chính là chính phủ nên nhắm đến lập trường tài khóa trung hòa (ngân sách cân bằng giữa thu và chi) trong suốt chu kỳ kinh doanh.

Một cách khác để nhìn nhận vấn đề là thông qua lăng kính của các dòng vốn của tài khoản tài chính, lợi ích của cách nhìn nhận này là có thể mở rộng thảo luận từ các dòng vốn sang khối tài sản tài chính. Mỗi trụ cột (chính phủ, tư nhân và nước ngoài) đều có thu nhập và phải chi tiêu, khác biệt giữa thu nhập và chi tiêu thể hiện việc thu được (bán ra) tài sản tài chính. Vì mỗi khoản nợ phải khớp với mỗi tài sản, nợ công ròng (thâm hụt tài khóa), cán cân tài khoản vãng lai (nợ ròng của nước ngoài) và nợ ròng của tư nhân cộng lại bằng 0. Dòng vốn của tài khoản tài chính tự động công nhận mối quan hệ nhân quả, quan hệ nhân quả phải được suy luận từ phân tích nguồn gốc và rõ ràng của các dòng vốn tài chính.

Ví dụ, ngay trước khủng hoảng GFC trong năm 2008, khu vực tư của Việt Nam đã tích lũy nợ ròng ở mức đáng báo động từ dòng vốn nước ngoài ồ ạt đổ vào đây (Hình 16). Dòng vốn vào tạo điều kiện cho nhập khẩu tăng cao và tạo ra thâm hụt lớn trong tài khoản vãng lai (nợ ròng do khu vực nước ngoài cho vay). Khi giá tài sản đội lên cao, khu vực tư nhân trong nước tăng vay nợ để mua các tài sản đầu cơ (như đất đai và cổ phiếu). Thâm hụt tài khóa không giữ bất cứ vai trò gì trong việc thâm hụt tài khoản vãng lai tăng trong những năm này. Khu vực tư nhân vay nợ quá nhiều tạo ra gánh nặng nợ và gánh nặng này chỉ giảm trong giai đoạn tháo gỡ đòn bẩy kéo dài (2012-2015) trong giai đoạn này tỉ lệ đầu tư giảm mạnh. Chính phủ chịu thâm hụt ngân sách lớn (nợ ròng) và chính phủ vay nợ bằng cách bán các tài sản tài chính cho khu vực tư (cho vay ròng) và tài khoản vãng lai ghi nhận thặng dư lớn. Một lần nữa, không hề có dấu hiệu của "thâm hụt kép" khi Việt Nam phục hồi từ cuộc khủng hoảng vay nợ quá mức tự tạo trong nước và từ khủng hoảng toàn cầu, hiệu ứng quan sát thấy chủ yếu là xuất khẩu giảm. Trong khi đó, chính phủ dần dần giảm thâm hụt (2015-2018) nhờ nỗ lực (vô căn cứ) về gánh nặng nợ quốc gia. Việc chính phủ giảm nợ công ròng đã rút cạn tổng cầu và bây giờ khi nhìn lại, nếu năm 2015-2018 chính phủ có thâm hụt tài khóa lớn có lẽ đã có thể duy trì được tỉ lệ đầu tư cao và tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn này.



Hình 16. Các dòng vốn, dòng vốn gián tiếp ròng và tỉ lệ đầu tư của Việt Nam giai đoạn 2000 đến 2020 (Nguồn: IMF)

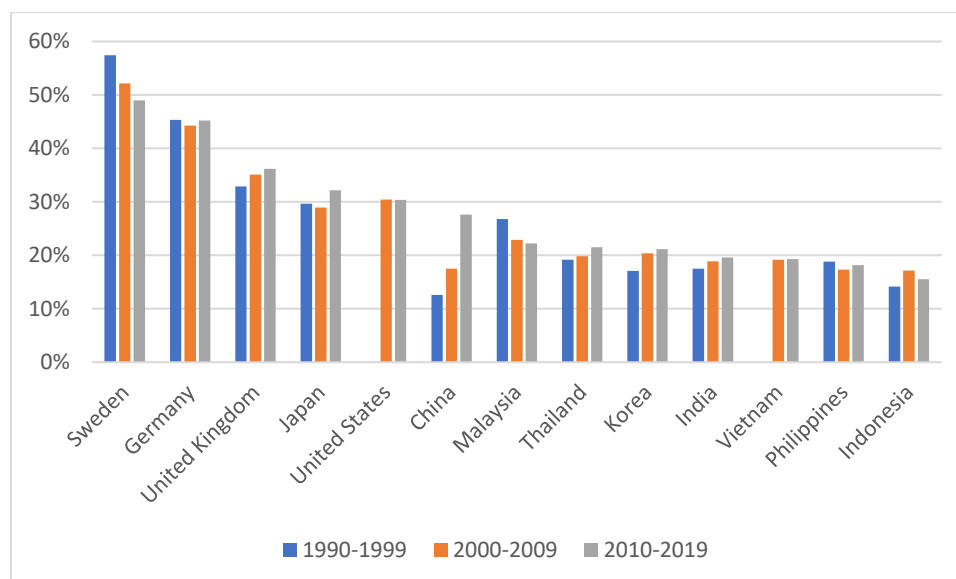
Ở Việt Nam, không xuất hiện mối quan hệ rõ rệt giữa nợ chính phủ và đầu tư tư nhân hoặc nợ chính phủ và lãi suất cho vay. Điều này không có nghĩa là chính phủ có thể vay mượn không giới hạn: thâm hụt lớn có thể hạn chế nguồn cung hàng hóa và lao động trong ngắn hạn, khiến giá cả bị lạm phát. Tuy nhiên, không có bằng chứng cho thấy thâm hụt ngân sách vừa phải có thể chèn ép đầu tư tư nhân hay có thể góp phần tạo ra thâm hụt tài khoản vãng lai.

Chính sách thuế và phát triển

Thuế giúp chính phủ tồn tại và thực hiện đầu tư vào cơ sở hạ tầng và cung cấp các hàng hóa công thiết yếu khác. Tỉ lệ thuế trên thu nhập quốc gia ở các nước đang phát triển nhỏ hơn các nước phát triển vì khu vực kinh tế phi chính thức (không được thống kê) chiếm tỉ trọng lớn trong sản lượng quốc gia. Nhiều hộ gia đình hoặc các hộ kinh doanh nhỏ lẻ không có doanh thu nhiều mặc dù có thể đánh thuế họ và nỗ lực để đăng ký kinh doanh cho các hộ gia đình này để thu thuế cũng không phải không tốn chi phí. Tuy nhiên, khu vực kinh tế phi chính thức cũng có nhiều doanh nghiệp vừa và lớn và né tránh đăng ký kinh doanh để trốn thuế và không tuân thủ các quy

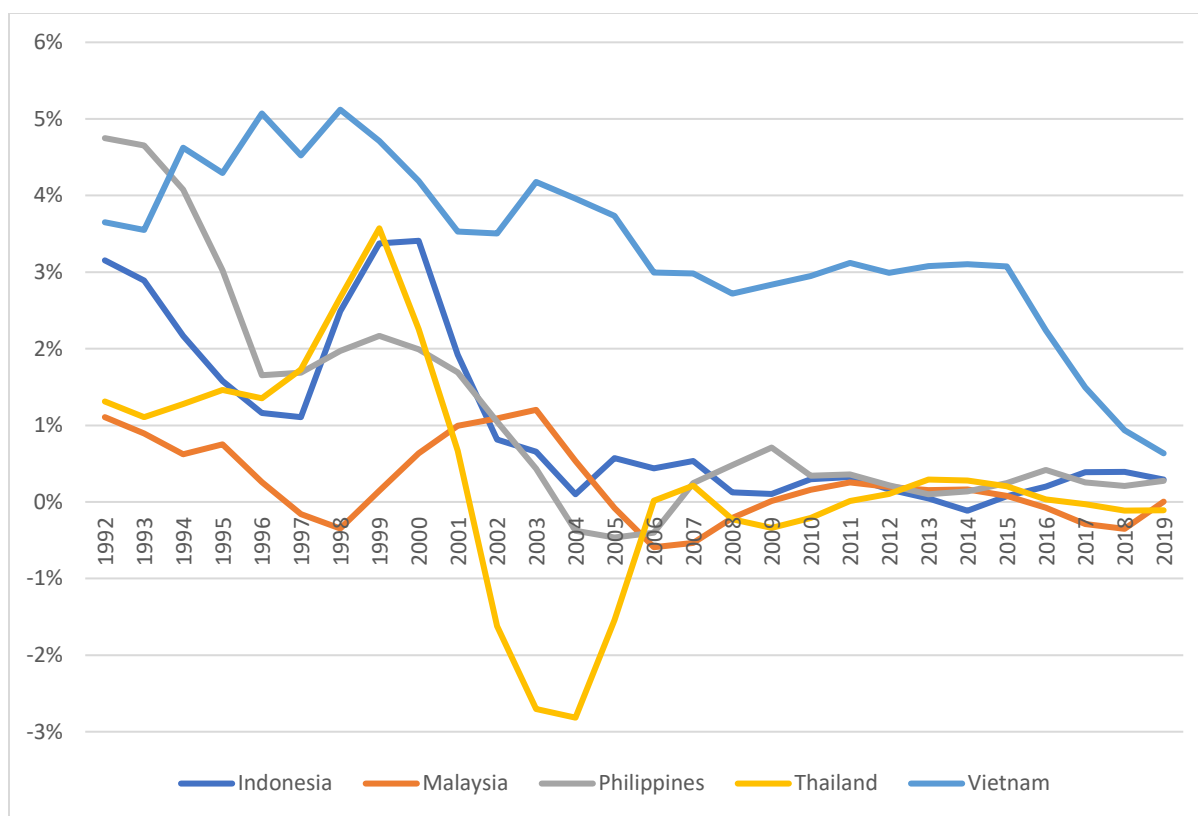
định pháp luật bảo vệ quyền lợi người lao động và bảo vệ môi trường. Vì vậy bất các doanh nghiệp này đăng ký kinh doanh sẽ đạt được nhiều mục đích.

Các thập kỷ vừa qua đã chứng kiến tỉ lệ thu ngân sách trên GDP ổn định ở cả nước đang phát triển và phát triển, trong đó có các nền kinh tế tăng trưởng nhanh ở Đông Á (Hình 17). Đây là vấn đề đáng lo ngại vì cần phải khẩn cấp tăng tỉ lệ đầu tư vào cơ sở hạ tầng, giáo dục, y tế và đầu tư để khắc phục và thích ứng với biến đổi khí hậu. Gánh nặng đặt lên ngân sách chính phủ sẽ tăng ở các nước đang phát triển châu Á khi tỉ lệ người nhận lưu hương trên tỉ lệ người lao động tăng trong 15 năm sắp tới. Hỗ trợ phát triển nước ngoài (ODA) sẽ không còn là nguồn lực lớn ở các nước Đông Nam Á lớn (Hình 18). Cho đến năm 2015 vốn ODA vẫn chiếm 3% trên GDP ở Việt Nam nhưng đã giảm xuống chuẩn chung của khu vực là chưa đến 1% kể từ giai đoạn phục hồi sau Khủng hoảng Tài chính Đông Á vào đầu thiên niên kỷ này.



Hình 17. Tỉ lệ thu ngân sách (đã trừ viện trợ) trên GDP (Nguồn: IMF).

Lưu ý: Dữ liệu của Việt Nam là năm 2000-2013; dữ liệu của Indonesia chỉ có từ năm 2000 đến 2007.



Hình 18. Tỷ lệ vốn Hỗ trợ Phát triển Chính thức (ODA) và các viện trợ tương đương trên GDP
(Nguồn: OECD)

Một số nhà kinh tế học và chính trị gia cho rằng thuế suất thấp hơn là điều tốt cho tăng trưởng vì chi tiêu của khu vực tư bị chi phối bởi các động lực thị trường và vì vậy sẽ hiệu quả trong khi chi tiêu của khu vực công thì không như vậy. Bằng chứng không ủng hộ luận điểm này. Dù là quốc gia nào, khu vực nào, trình độ phát triển cao hay thấp và ở giai đoạn nào, quy mô của chính phủ so với sản lượng quốc gia không hề liên quan đến tốc độ tăng trưởng kinh tế. Đối với các nước OECD, mức chi tiêu cho xã hội cao có liên quan đến tăng trưởng nhanh hơn chứ không phải làm chậm tốc độ tăng trưởng. Toàn cầu cũng không tạo ra cuộc đua xuống đáy, buộc chính phủ các nước phải cắt giảm thuế và chi tiêu phúc lợi xã hội: thực ra phúc lợi xã hội ở các nước có nền kinh tế mở lại cao hơn các nước khác (Lindert, 2004, tr. 30).

Mặc dù tỉ lệ thu ngân sách từ thuế trên GDP giữ vững, cấu trúc thuế đã thay đổi trong những năm qua (Bảng 4). Tự do hóa thương mại đã giảm thu ngân sách từ thuế hải quan, thuế xuất nhập khẩu và chuyển gánh nặng sang thuế thu nhập doanh nghiệp và thu nhập cá nhân hoặc thuế giá trị gia tăng như trong trường hợp của Malaysia. Toàn cầu hóa, ít nhất trong mẫu dữ liệu nhỏ này, dường như không khiến chính phủ các nước phải giảm thuế doanh nghiệp để thu hút đầu tư.

Thuế thu nhập cá nhân và thuế bảo hiểm xã hội có liên quan đến mức thu nhập và tỉ lệ lao động làm việc trong khu vực kinh tế chính thức. Các nước xuất siêu dầu khí và khoáng sản như Indonesia và Malaysia kiếm được phần lớn thu ngân sách từ tiền bán tài nguyên thiên nhiên, điều này khiến chính sách tài khóa của hai nước này phụ thuộc lớn vào chu kỳ kinh tế.

Bảng 4. Cấu trúc thuế năm 1997 và 2018

(Nguồn: OECD, 2020)

Thuế	Năm	Indonesia	Hàn Quốc	Malaysia	Philippines	Thái Lan
Doanh nghiệp	1997		10%	37%	21%	20%
	2018	34%	16%	48%	22%	24%
Thu nhập cá nhân	1997		16%	12%	13%	12%
	2018	9%	18%	18%	12%	10%
Bảo hiểm xã hội	1997		14%	0%	8%	4%
	2018	4%	25%	2%	14%	6%
Thuế bất động sản	1997		13%	0%	1%	2%
	2018	0%	12%	0%	3%	3%
Thuế giá trị gia tăng	1997		19%	0%	11%	23%
	2018	29%	15%	11%	11%	22%
Thuế thương mại	1997		6%	14%	21%	12%
	2018	3%	2%	3%	19%	3%
Thuế tiêu thụ đặc biệt	1997		14%	11%	14%	24%
	2018	9%	7%	6%	9%	23%
Các loại thuế khác	1997		8%	27%	10%	3%
	2018	13%	5%	12%	10%	9%

Nhìn chung các nhà kinh tế học sẽ thích các loại thuế đánh trên diện rộng như thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập cá nhân vì các loại thuế này sẽ thu được nhiều ngân sách nhất ở mức thuế suất thấp nhất và không hạn chế đầu tư tư nhân (Bahl & Bird, 2008). Các con số trong Bảng 4 cho thấy vẫn còn dư địa rất lớn để tăng thu ngân sách thông qua thuế giá trị gia tăng và thuế tiêu thụ đặc biệt. Mặc dù thuế tiêu thụ được xem là thuế lũy thoái, loại thuế này được ưa chuộng vì có thể giải quyết được tác động phân bổ của thuế giá trị gia tăng thông qua chuyển khoản trực tiếp thay vì giảm độ bao phủ của thuế tiêu thụ. Việc miễn trừ các loại hàng hóa mà người nghèo tiêu thụ ra khỏi danh sách hàng hóa chịu thuế giá trị gia tăng như thực phẩm, sách vở và quần áo chỉ giảm thu ngân sách của nhà nước và khiến khoản tiền mà nhà nước có thể tái phân bổ cho người

nghèo thông qua hệ thống phúc lợi xã hội giảm. Tốt hơn là không nên hoặc chỉ nên có một vài trường hợp ngoại lệ và giải quyết vấn đề bất bình đẳng thông qua chuyển khoản.

Ưu đãi thuế dành cho một số dự án cũng nên tránh vì chính sách này sẽ giảm thu ngân sách và tạo ra động lực bị bóp méo ví dụ các doanh nghiệp sẽ chuyển cơ sở sản xuất đến các tỉnh không có cơ sở hạ tầng cần thiết để được hưởng các đợt miễn thuế. Như đã nói ở phần trước, đầu tư trực tiếp từ nước ngoài (FDI) là một nguồn vốn có chi phí cao cho dù không có các ưu đãi từ thuế. Mặc dù ưu đãi từ thuế có thể ảnh hưởng đến quyết định đầu tư, đặc biệt là lựa chọn giữa các địa điểm đầu tư cạnh tranh với nhau và na ná nhau, ưu đãi thuế không hề có tác động gì lên tỉ lệ đầu tư hoặc tăng trưởng kinh tế (Klemm đtg., 2009). Nếu ưu ái các nhà đầu tư nước ngoài, ưu đãi thuế sẽ tạo động lực cho các thương vụ thu mua và sáp nhập nhiều hơn đầu tư mới (greenfield investment) hoặc giảm chi phí của các công ty nước ngoài thấp hơn chi phí của công ty trong nước và đẩy công ty trong nước ra khỏi thị trường. Tùy vào cách thiết kế, ưu đãi thuế cũng sẽ bị lợi dụng: không hiếm trường hợp các công ty được ưu tiên tiếp cận với đất đai và các lợi ích khác sau này thay đổi kế hoạch khi họ đã nhận được các ưu tiên này.²⁴

Ngoại trừ Hàn Quốc, không có quốc gia nào trong bảng có tỉ lệ thu ngân sách từ bất động sản và từ lợi nhuận trên vốn tăng. Thuế bất động sản là một nguồn thu quan trọng dành cho chính quyền địa phương và là phương tiện để giảm sự phụ thuộc của các tỉnh thành vào chuyển giao ngân sách từ trung ương. Vì thuế bất động sản không làm giảm lợi nhuận của các dự án đầu tư có lợi, loại thuế này không kiềm hãm tốc độ tăng trưởng kinh tế (Johansson đtg., 2008). Như đã nói ở phần trước, thuế bất động sản và thuế đánh vào lợi nhuận trên vốn có thể hạn chế đầu cơ vào đất đai và thị trường cổ phiếu, tăng đầu tư vào các hoạt động sản xuất có lợi và tăng tốc độ tăng trưởng năng suất (Güvenen đtg., 2019).

Nợ công

Quan điểm truyền thống là vì tiết kiệm đi trước đầu tư, nợ công sẽ chèn ép đầu tư tư nhân. Nhưng như chúng ta đã thấy, tiết kiệm không phải lượng vốn vay do bên ngoài quyết định và được phân bổ giữa các dự án đầu tư cạnh tranh với nhau. Tiết kiệm tăng và giảm theo thu nhập và nên được xem là kết quả của đầu tư chứ không phải nguồn gốc tạo ra đầu tư. Chi tiêu của

²⁴ Và điều này không chỉ xảy ra ở các nước đang phát triển: trong năm 2017, nhà sản xuất đến từ Đài Loan Foxconn nhận được ưu đãi thuế, cơ sở hạ tầng và các ưu đãi khác đổi lại họ phải đồng ý đầu tư \$10 tỷ đô để xây dựng nhà máy sản xuất màn hình phẳng ở tiểu bang Wisconsin ở Mỹ nhưng kế hoạch của họ đã thu hẹp quy mô hoặc có lẽ bị hủy bỏ.

chính phủ thì người dân sẽ là người hưởng nhờ lương và thù lao thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ do chính phủ mua và thu nhập từ việc chi tiêu của chính phủ sẽ cấp vốn cho các khoản nợ của chính phủ (trái phiếu). Đến khi thâm hụt ngân sách đưa nền kinh tế tiến gần đến trạng thái toàn dụng, nợ công sẽ thu hút chứ không chèn ép đầu tư tư nhân.

Ở nhiều nước trong đó có Việt Nam, thảo luận chung về vấn đề nợ công tập trung vào quy mô của gánh nặng nợ công. Nợ nước ngoài nhiều là điều rất rủi ro vì lãi suất và vốn phải trả bằng ngoại tệ và ngoại tệ chỉ kiếm được thông qua xuất khẩu hoặc vay mượn. Đồng tiền nội địa đột nhiên mất giá có thể buộc chính phủ phải cắt chi tiêu mạnh tay để giải phóng tiền trả nợ. Nhưng khi nợ chính phủ có mệnh giá là đồng tiền nội địa và do người dân trong nước nắm giữ, các vấn đề trên sẽ không phát sinh.

Ngoài không chế được vấn đề về tỷ giá, rủi ro nợ công vượt ngoài tầm kiểm soát là rất nhỏ. Nếu tốc độ tăng trưởng kinh tế thực cao hơn lãi suất thực, quy mô nợ công có xu hướng giữ ổn định. Điều này vẫn đúng dù nợ công chiếm 90% GDP hay chiếm 10% GDP. Nếu trái phiếu chính phủ được bán cho các cá thể tư nhân trong nước (các hộ gia đình hoặc doanh nghiệp), mỗi khoản nợ của chính phủ tương ứng với một tài sản của tư nhân và khoản trả lãi suất sẽ là thu nhập của khu vực tư. Lo lắng trái phiếu chính phủ sẽ hấp thụ nguồn tiền tiết kiệm có hạn hoặc làm giảm thu nhập vì hạn chế tiêu thụ là những lo ngại không có cơ sở.

Điều này không có nghĩa là nợ công không đi kèm với chi phí. Nợ công có thể có tác động tiêu cực lên phân phối thu nhập vì các khoản trả lãi suất từ nợ công sẽ là sự chuyển giao thu nhập từ người đóng thuế, và nhiều người đóng thuế không hề khá giả, sang cho người sở hữu vốn, trong đó có ngân hàng và các công ty bảo hiểm. Nếu chính phủ thu ngân sách từ các loại thuế đánh trên diện rộng như thuế giá trị gia tăng, các khoản chuyển khoản này sẽ có tính lũy thoái.

Các nghiên cứu nhằm tìm ra bằng chứng về tác động kiềm hãm tăng trưởng của nợ công đến nay vẫn chưa thành công. Nghiên cứu nổi tiếng nhất do Reinhart và Rogoff thực hiện, đây là hai nhà kinh tế học nổi tiếng người Mỹ. Họ tuyên bố đã xác định được ngưỡng nợ công là 90% trên GDP, vượt qua ngưỡng này sẽ làm tăng lãi suất và giảm đầu tư và giảm tăng trưởng (Reinart & Rogoff, 2011). Tuy nhiên, ngay sau khi công bố, có người phát hiện ra tính toán của hai tác giả có một loạt các lỗi sai và sai sót trong dữ liệu và một khi các lỗi sai này được sửa lại cho đúng, mối quan hệ tưởng chừng như tồn tại giữa nợ công và tăng trưởng thấp biến mất (Herdon đtg., 2013). Các nước độc lập có quyền kiểm soát đồng tiền của chính mình có nhiều dư địa tài khóa hơn so với suy nghĩ của các nhà hoạch định chính sách. Nợ công và nợ do chính phủ đảm bảo

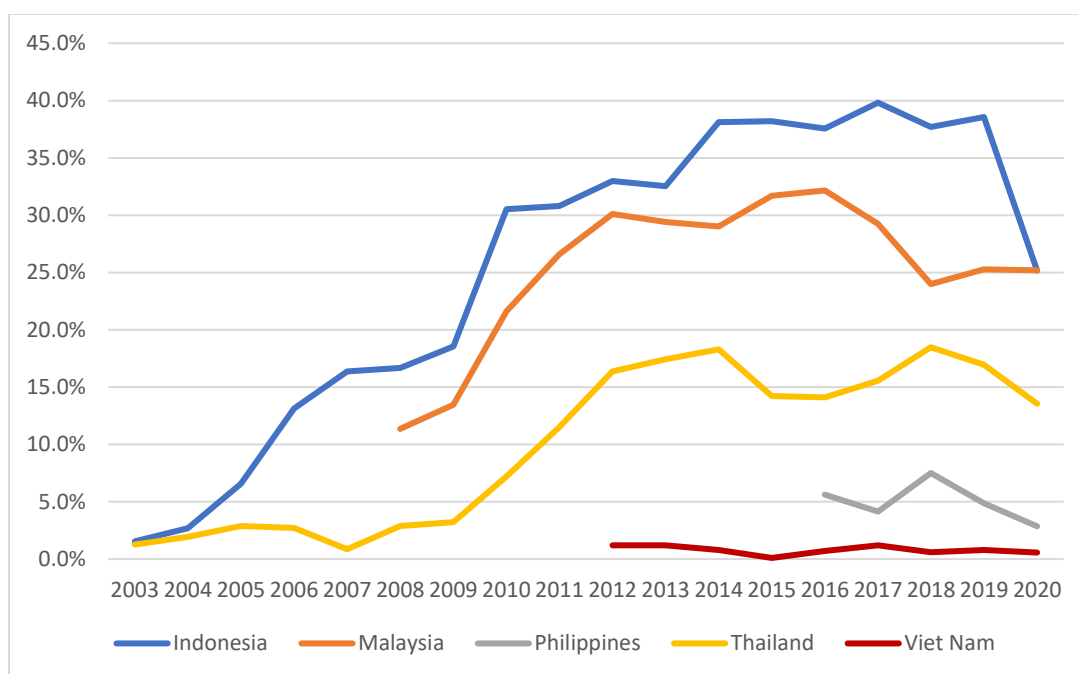
của Việt Nam ở mức 46,6% GDP vào cuối năm 2020 và suất sinh lợi của trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm hiện tại là 2,1%.

Điều này có nghĩa là chính phủ có thể vay mượn bao nhiêu tùy thích và không cần mảy may lo lắng về các hệ quả kinh tế tiêu cực? Đáng tiếc câu trả lời là không. Chính phủ có thể duy trì thâm hụt vừa phải mà cần lo lắng về việc lạm phát tăng cao, vì bình thường nền kinh tế có thừa khả năng để hấp thụ tổng cầu tăng trong ngắn hạn bằng cách sử dụng lượng hàng tồn kho (một hình thức tiết kiệm bắt buộc vì hàng tồn kho được xem là đầu tư trên tài khoản quốc gia). Về lâu dài, sản lượng sẽ điều chỉnh theo thu nhập quốc gia tăng. Nhưng thâm hụt đột nhiên tăng có thể tạo ra áp lực lạm phát trong ngắn hạn vì thiếu người lao động và hàng hóa lương - thực phẩm và các loại hàng hóa thiết yếu - có thể đẩy giá lên cao.

Nhưng lạm phát không phải là vấn đề duy nhất hoặc thậm chí nghiêm trọng nhất. Trong một nền kinh tế mở như Việt Nam, tổng cầu tăng sẽ lan tỏa sang nhập khẩu. Phụ thuộc vào điều kiện hiện tại trên thị trường vốn quốc tế, nhu cầu cần tăng vốn quốc tế có thể đẩy lãi suất lên cao và tăng trưởng xuống thấp hoặc khiến tỷ giá giảm và lạm phát giá trong nước. Các nước đang phát triển ghi nhận thặng dư lớn của tài khoản vãng và thâm hụt ngân sách lai trong thời gian dài có thể thấy bản thân rơi vào tình huống không mong muốn là nợ nước ngoài tích lũy, và đưa nền kinh tế vào trạng thái dễ bị tổn thương trước những đối đột ngột trong tâm lý của thị trường quốc tế. Cho đến hiện nay, các nước đang phát triển gặp khó khăn trong việc vay nợ trên thị trường quốc tế bằng đồng tiền nội địa của mình vì nhà đầu tư không muốn chịu rủi ro tỷ giá khi mua trái phiếu có mệnh giá của đồng tiền địa phương. Vấn đề này là vấn đề chung của các nước và không liên quan đến lịch sử bất ổn của chính sách tài khóa hoặc tỷ giá ở bất kỳ quốc gia nào, và được gọi là "tội của tổ tông" trong các tư liệu nghiên cứu về kinh tế học (Eichengreen đtgr., 2005). Tuy nhiên, kể từ đầu thập niên 2000, các nhà đầu tư nước ngoài lại chuyển khẩu vị và ưu chuộng các trái phiếu có mệnh giá đồng tiền nội địa. Lợi suất thấp kỷ lục ở các nước phát triển đặc biệt là sau khủng hoảng GFC đã tăng tính hấp dẫn của trái phiếu ở các nước đang phát triển và nhờ vậy đã cải thiện điều khoản vay nợ của các nước phát hành trái phiếu. Lợi suất giảm, kỳ hạn dài hơn và chính phủ các nước phát hiện ra họ có thể bán trái phiếu có mệnh giá đồng tiền nội địa mà không cần neo theo tỷ giá. Điều này đã chuyển cơ cấu tiền tệ của nợ công từ đồng tiền nước ngoài sang đồng tiền trong nước.

Đây là một diễn biến tích cực từ góc nhìn của các nước đang phát triển phải tiếp xúc với rủi ro tỷ giá. Hình 19 cho thấy tỉ lệ nước ngoài sở hữu trái phiếu mệnh giá đồng tiền nội địa ở Indonesia

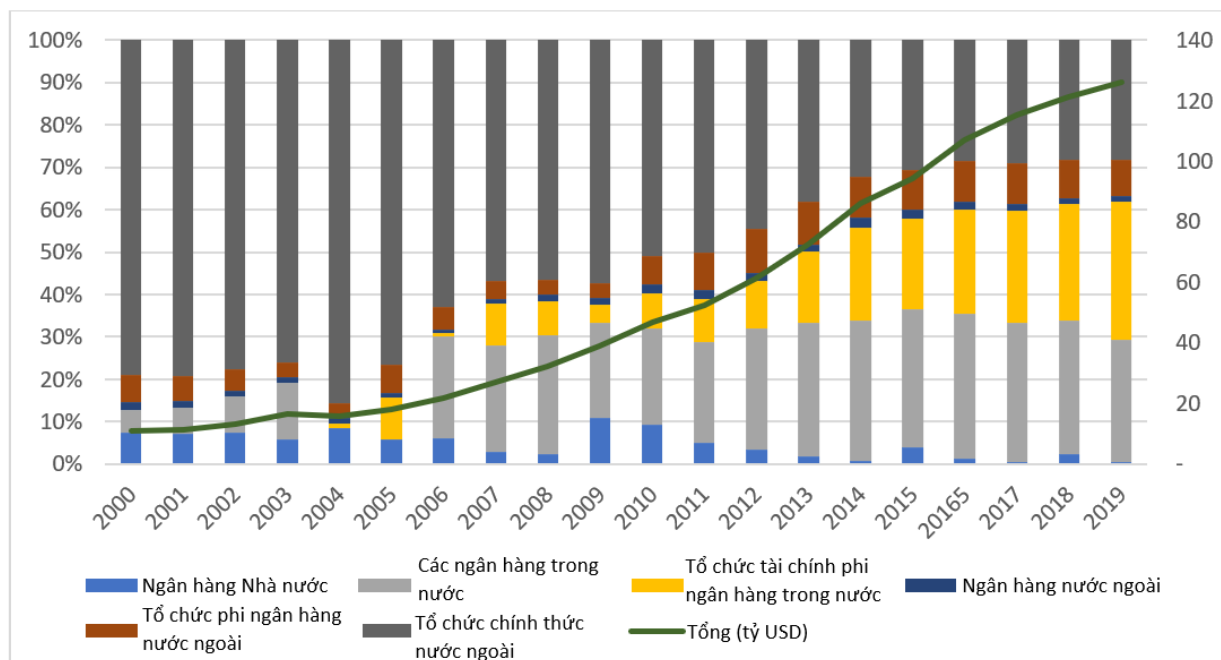
và Malaysia tăng đáng kể và tăng chậm hơn ở Thái Lan. Các nước này giờ đây có thể thu hút vốn nước ngoài ở lãi suất ưu đãi hơn bằng đồng tiền nội địa và vì vậy gánh nặng nợ công sẽ không bị ảnh hưởng bởi những động thái thay đổi đột ngột của tỷ giá. Tuy nhiên, cũng có mặt tiêu cực của những diễn biến này. Vì đã mở cửa thị trường trái phiếu trong nước cho nhà đầu tư nước ngoài, các nước này dễ bị tổn thương trước những thay đổi đột ngột của giá trái phiếu nếu lợi suất kỳ vọng ở các nước phát triển tăng. "Cơn giận khi khóa van" trong năm 2013 khi lợi suất trái phiếu Mỹ tăng vọt sau thông báo của Cục Dự trữ Liên bang là sẽ bắt đầu rút lại việc mua trái phiếu kho bạc là một ví dụ về biến động có thể đến từ lệ thuộc quá mức vào các nhà đầu tư quốc tế. Khi nhà đầu tư quốc tế chạy khỏi thị trường, lãi suất Indonesia và Malaysia tăng vọt và đồng rupiah và ringgit gặp áp lực lớn (Akyuz, 2017, tr. 104).



Hình 19. Tỷ lệ nước ngoài sở hữu trái phiếu có mệnh giá đồng tiền nội địa (Nguồn: ADB)

Nợ công của Việt Nam tăng trưởng khoảng 11% mỗi năm kể từ 2000 tính theo đồng đô la Mỹ, nhưng tốc độ tăng chậm lại đáng kể sau 2015 khi chính phủ cố gắng củng cố vị thế tài khóa của mình (Hình 20). Hầu hết nợ công tăng dưới hình thức trái phiếu trong nước, và do các ngân hàng mua trong những năm đầu nhưng sau này được phân chia đồng đều giữa các ngân hàng trong nước và các nhà đầu tư khác. Tỷ lệ nợ nước ngoài chính thức giảm đáng kể từ 79% trên tổng nợ trong năm 2000 xuống còn 28% trong năm 2019. Như đã nói ở trên, việc giảm thâm hụt ngân

sách giai đoạn từ 2015 đến 2018 đã làm chậm tốc độ tăng trưởng và không có tác động rõ rệt nào lên cán cân tài khoản vãng lai, tỷ giá ngoại tệ hay lãi suất.



Hình 20. Nợ công ở Việt Nam giai đoạn 2000 đến 2019 (Nguồn: IMF)

Đầu tư công

Chương trình Hành động Addis Ababa (AAAA) nhấn mạnh hiệu ứng "thu hút" của đầu tư công, và xem đầu tư công là tạo ra môi trường thuận lợi cho các hoạt động kinh doanh tư nhân. Cải thiện cơ sở hạ tầng, giáo dục và y tế sẽ tăng năng suất và tăng suất sinh lợi cho đầu tư tư nhân (Aschauer, 1988; Greene & Villanueva, 1991). Quan điểm này, trong đó xem đầu tư công và đầu tư tư nhân như bổ sung cho nhau, trái ngược với một trường phái tư duy khác cho rằng đầu tư công "chèn ép" đầu tư tư nhân vì cạnh tranh để giành tiền tiết kiệm trong nước (Buiter, 1977; Evans & Karras, 1994).

Niềm tin rằng đầu tư công chèn ép đầu tư tư nhân dựa trên hai giả định là cách tiếp cận tiết kiệm có trước: giả định này cho rằng tiết kiệm là lượng vốn vay có sẵn do các hộ gia đình và chính phủ chi tiêu dè xẻn để tích lũy; và nền kinh tế luôn hoạt động trạng thái toàn dụng, và tăng một loại chi tiêu sẽ gây thiệt hại cho một loại chi tiêu khác. Nhưng nếu các giả định này không có cơ sở, đầu tư công sẽ tăng thu nhập và từ đó tăng tiết kiệm, và đưa nguồn lực chưa được khai thác hết, trong đó có vốn, vào hoạt động sản xuất.

Chúng ta đã thảo luận các giới hạn đối với nợ công. Ngoài ra, chúng ta cũng phân biệt giữa tiêu dùng của chính phủ (chủ yếu là trả lương cho cán bộ nhà nước, quân đội) với đầu tư vào cơ sở hạ tầng cứng, giáo dục và đào tạo, nghiên cứu và phát triển). Cả hai hình thức chi tiêu công này đều tạo ra hàng hóa công và đóng góp vào tổng cầu. Tuy nhiên, hiệu ứng số nhân của đầu tư công lên sản lượng lớn hơn nhiều so với tiêu dùng của chính phủ. Trong ngắn hạn, đầu tư công sẽ kéo theo chi tiêu để mua trang thiết bị vốn và các loại hàng hóa do các doanh nghiệp trong nước sản xuất. Trong dài hạn, chi tiêu vào cơ sở hạ tầng cứng, nâng cao kỹ năng và đổi mới sáng tạo có tiềm năng tăng suất sinh lợi của tất cả các hình thức tích lũy vốn, khiến doanh nghiệp có lời hơn và có lợi hơn cho xã hội.

Bên ngoài Trung Quốc, các nước đang phát triển khác ở Châu Á đang phải gánh chịu khoảng cách lớn về cơ sở hạ tầng. Mặc dù có nhiều bước tiến lớn trong viễn thông và công nghệ thông tin, đầu tư vào giao thông và logistics, năng lượng tái tạo và tiếp cận với nước sạch và điều kiện sinh hoạt vệ sinh không đáp ứng kịp nhu cầu. Khắc phục và thích ứng với biến đổi khí hậu sẽ tăng nhu cầu đầu tư lên gần 1 điểm phần trăm trên GDP ở Đông Nam Á và gần hai điểm phần trăm ở Nam Á theo Ngân hàng Phát triển Châu Á (Bảng 5).

Bảng 5. Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng (% GDP) ở các nước đang phát triển khu vực châu Á
(Nguồn: Ngân hàng Phát triển Châu Á, 2017)

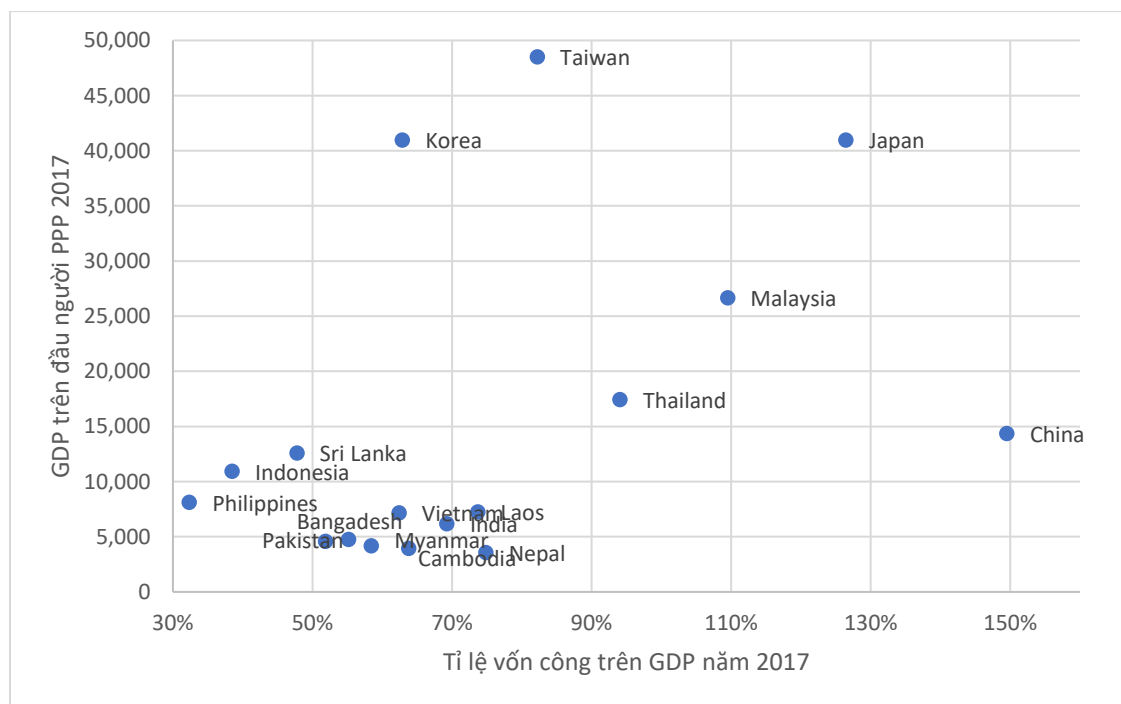
		2016-2030	
	Đầu tư công vào cơ sở hạ tầng trong năm 2011	Nhu cầu đầu tư nếu không có biến đổi khí hậu	Nhu cầu đầu tư nếu có biến đổi khí hậu
Nam Á	4,8%	6,9%	8,8%
Đông Nam Á	2,1%	5,0%	5,7%

Hiệu ứng số nhân lớn của đầu tư công biến đầu tư công trở thành công cụ quan trọng của chính sách tài khóa đi ngược chu kỳ. Tăng đầu tư công trong giai đoạn suy thoái có thể ổn định sản lượng và việc làm và khác với tăng tiêu thụ ngắn hạn, đầu tư sẽ tạo ra tác động lâu dài đối với năng suất.

Có nhiều lý do để cho rằng mối quan hệ giữa đầu tư công và đầu tư tư nhân khác nhau ở các nước đang phát triển và phát triển. Vì tiếp cận với cơ sở hạ tầng sẽ tăng theo thu nhập, suất sinh lợi của đầu tư công ở nước đang phát triển cao hơn ở nước phát triển. Hình 21 cho thấy mối quan hệ giữa lượng vốn công (trên GDP) và thu nhập bình quân đầu người trong năm 2017 ở các quốc

gia trong khu vực. Mặc dù mối quan hệ không phải là quan hệ tuyến tính, cũng có khác biệt lớn giữa nhóm nước có thu nhập thấp ở góc dưới bên tay trái của đồ thị với các nước có thu nhập trung bình cao và thu nhập cao.

Mặc dù hầu hết các nghiên cứu về mối quan hệ giữa đầu tư công và đầu tư tư nhân không phân biệt giữa nước đang phát triển và nước phát triển, một vài nghiên cứu hiếm hoi phát hiện ra đầu tư công có thể thu hút đầu tư tư nhân ở các nước đang phát triển lại không phát hiện quan hệ này ở các nước có thu nhập cao. Ví dụ, Erden và Holcombe báo cáo đầu tư công tăng 10% có thể tăng đầu tư tư nhân 2% trong mẫu nghiên cứu về các nước đang phát triển nhưng tìm thấy mối quan hệ ngược giữa đầu tư công và đầu tư tư nhân ở các nước phát triển (Erden & Holcombe, 2005). Cavallo và Daude khẳng định kết quả này nhưng kết luận rằng hiệu ứng thu hút có điều kiện và phụ thuộc vào chất lượng của các thể chế kinh tế trong nước (Cavallo & Daude, 2011). Bahal, Raissi và Tulin phát hiện hiệu ứng thu hút lớn của đầu tư công ở Ấn Độ nhưng chỉ sau năm 1980 khi các chính sách đàn áp đầu tư tư nhân được thu hồi (Bahal đtg. 2018). Mối quan hệ giữa đầu tư công và đầu tư tư nhân đặc biệt mạnh trong ngành nông nghiệp trong ngắn hạn và dài hạn ở Ấn Độ và xu hướng đi xuống của đầu tư công là nguyên nhân lớn khiến tăng trưởng năng suất chậm trong ngành này (Akber & Paltasingh, 2019).



Hình 21. Tỷ lệ vốn công trên GDP và GDP trên đầu người PPP USD, 2017 (Nguồn: IMF)

Như đã thảo luận ở trên trong phần về ngân hàng phát triển quốc gia, trải nghiệm GFC là lời nhắc nhở về vai trò của đầu tư công trong chính sách tài khóa ngược chu kỳ. Trong giai đoạn suy thoái, đầu tư công kích thích tổng cầu đồng thời tăng năng lực sản xuất của quốc gia. Trong một nghiên cứu hay được trích dẫn, Kaminsky, Reinhart và Vegh phát hiện ra mặc dù chính sách tài khóa hay đi ngược chu kỳ ở các nước có thu nhập cao, chính sách tài khóa lại đi thuận chu kỳ ở hầu hết các nước đang phát triển (trong đó có Việt Nam) (G. Kaminsky đtg., 2004). Một khác biệt lớn giữa nước đang phát triển và nước phát triển là phụ thuộc vào xuất khẩu tài nguyên thiên nhiên và xuất khẩu này có liên hệ với thu nhập và chính sách chi tiêu thuận chu kỳ (Herrera đtg., 2019).

V. Kết luận và các hàm ý chính sách

Khống chế dịch Covid-19 và khởi động lại hoạt động kinh tế là hai thách thức chính sách cấp bách và trước mắt. Sau khi thực hiện được hai mục tiêu, một lần nữa cần phải chú ý đến việc thực hiện Kế hoạch Phát triển Kinh tế Xã hội và Chiến lược Phát triển Kinh tế Xã hội và các mục tiêu SDG trước năm 2030. Bảo vệ các khu vực và nhóm dân cư dễ bị tổn thương trước các ảnh hưởng của biến đổi khí hậu và phát triển các hệ thống năng lượng tái tạo sẽ đòi hỏi nỗ lực đầu tư lớn. Tất cả những việc này diễn ra trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang bị bủa vây bởi sự mờ hồ bất định, trong đó có nợ tư ngày càng lớn, hệ thống thương mại đa phương đang bị chia rẽ và tăng trưởng năng suất toàn cầu đang chững lại.

Việt Nam cần phải duy trì tỉ lệ đầu tư từ 35 đến 40% trên GDP để đạt được các mục tiêu kinh tế của đất nước. Tuy nhiên tỉ lệ đầu tư sau khủng hoảng GFC và chỉ bắt đầu phục hồi trước khi Covid-19 ập đến. Ngoài ra, đầu tư phục hồi phụ thuộc chủ yếu vào FDI, một nguồn vốn có chi phí cao và dẫn đến kết quả là tích lũy nợ nước ngoài. Xác định các nguồn tài chính phát triển bền vững và cân bằng lại đầu tư hướng về các nguồn vốn trong nước sẽ là ưu tiên hàng đầu của chính phủ trong khoảng thời gian còn lại của thập kỷ này.

Cho đến hiện tại, các nhà kinh tế đã đồng thuận rằng tài chính phát triển thực chất là kết nối cung và cầu và chức năng này tốt nhất nên do thị trường tự thực hiện không bị ràng buộc bởi các quy định của chính phủ. Giải phóng lãi suất, cấp phép hoạt động cho ngân hàng và các quy định kiểm soát dòng chảy vốn là những việc cần phải xem xét. Lãi suất cân bằng sẽ khuyến khích tiết kiệm và thị trường sẽ phân bổ tiết kiệm đến các dự án hiệu quả nhất và sinh lời cao nhất. Không may là kết quả của tự do hóa tài chính thật đáng thất vọng. Tiết kiệm trong nước không tăng, tỉ lệ đầu tư mờ nhạt và các ngân hàng tiếp tục ưa thích cho vay ngắn hạn hơn cho vay dài hạn. Khỏi các

nước đang phát triển trải qua một loạt các khủng hoảng tài chính do cho vay quá mức, đầu cơ vào bất động sản và tài sản tài chính, cho vay theo quan hệ và những thay đổi bất ngờ của dòng vốn nước ngoài. Tỷ giá hối đoái linh hoạt, một trụ cột chính của tự do hóa tài chính, có xu hướng tăng quá cao, gây bất ổn cho bảng cân đối thanh toán và các dòng chảy thương mại.

Thức tỉnh trước các cuộc khủng hoảng như khủng hoảng tequila ở Mexico, Khủng hoảng Tài chính Đông Á và cuối cùng là GFC trong năm 2008, các ý kiến hoài nghi về hàm ý tăng trưởng và ổn định của tự do hóa tài chính chuyển từ vị trí bên lề sang chính thống trong ngành kinh tế học (Jeanne đtg., 2012). Từ "một ý tưởng hết thời" (Dornbusch, 1998), các quy định kiểm soát dòng vốn được các tổ chức tài chính quốc tế chấp nhận như một công cụ hợp pháp để quản lý dòng vốn ngắn hạn đột ngột tăng cao (Ostry đtg., 2010). Các quy định về dự trữ bắt buộc không lãi suất, đánh thuế dòng vốn gián tiếp chảy vào nền kinh tế, thời gian lưu lại hoặc thời gian nắm giữ tối thiểu và hạn chế vay nợ nước ngoài hiện là các quy định kiểm soát dòng vốn phổ biến (Akyuz, 2017, tr. 71). Một số nước OECD đã rút lui khỏi tự do hóa tài chính, tăng các yêu cầu dự trữ vốn, ban hành các quy định hạn chế cho vay mới và quốc hữu hóa các ngân hàng. Trong các nước đang phát triển, chính sách thay đổi ít hơn nhưng ở các nước này sự giám sát của nhà nước vẫn siết chặt hơn so với các nước phát triển (Denki & Gomes, 2017).

Hiện nay, một điều được chấp nhận rộng rãi là chính phủ giữ vai trò quan trọng trong việc ổn định hệ thống tài chính và can thiệp khi cần thiết để đảm bảo vẫn có nguồn tài chính dành cho đầu tư phục vụ các mục tiêu kinh tế và xã hội quan trọng của quốc gia. Điều này không có nghĩa là chính phủ đã sẵn sàng để quay ngược đồng hồ trở lại những ngày trước khi tự do hóa tài chính. Cần phải có các giải pháp mới để giải quyết các thách thức của hiện nay học hỏi từ các đổi mới sáng tạo và sai lầm của quá khứ.

Tăng nguồn cung tài chính dài hạn

Cung cấp tài chính ổn định và dài hạn và một thách thức phát triển lớn. Hầu hết các nước kể cả các nước phát triển có thị trường tài chính sâu rộng đã kết luận rằng nếu để tự mình vận động, thị trường sẽ cung cấp thiếu tín dụng dài hạn cho các đối tượng đi vay quan trọng như doanh nghiệp nhỏ, chủ sở hữu nhà, các dự án phát triển cơ sở hạ tầng và các ngành xuất khẩu. Lãi suất của ngân hàng phát triển quốc gia tăng vọt sau khủng hoảng GFC vì các ngân hàng này có khả năng tăng đầu tư kịp thời để kích cầu khi khủng hoảng đang diễn ra. Nhận thức được quy mô đầu tư cần thiết để khắc phục và thích ứng với các tác động của biến đổi khí hậu đã thúc đẩy chính phủ

các nước nhờ đến sự hỗ trợ của các ngân hàng phát triển quốc gia để chuyển hệ thống năng lượng từ phụ thuộc vào nhiên liệu hóa thạch sang các nguồn năng lượng tái tạo.

Các ngân hàng phát triển quốc gia có thể tồn tại dưới nhiều hình thức và kết quả dao động tùy theo chất lượng quản trị, năng lực kỹ thuật và quản lý và số lượng nguồn lực trong tay. Các ngân hàng thành công nhất giữ vai trò chuyển đổi nền kinh tế. Các ngân hàng này thường hợp tác song song với các tổ chức tài chính khác trong khu vực công và tư, cung cấp các khoản vay lại và đảm bảo cho vay. Các ngân hàng có khả năng tách biệt quyết định cho vay ra khỏi các cân nhắc chính trị và có khả năng độc lập về tài chính (nghĩa là có khả năng sinh lời và không cần phụ thuộc vào sự hỗ trợ từ kho bạc) có thể tạo ra tác động lớn nhất.

Các quỹ đầu tư quốc gia là một công cụ cấp vốn của chính phủ đã chuyển từ vị trí bên lề sang chính thống. Khi việc bảo tồn tài sản của các nước giàu tài nguyên thiên nhiên tích lũy trong các danh mục đầu tư quốc tế, SWF đã đa dạng hóa nguồn vốn và đầu ra đầu tư. Các nước ghi nhận thặng dư lớn của tài khoản vãng lai trong thời gian dài đã chuyển mục đích sử dụng một phần dự trữ ngoại tệ của họ sang các quỹ SWF để kiếm được suất sinh lợi cao hơn khi đầu tư vào các tài sản quốc gia và để cung cấp vốn dài hạn cho các dự án có tầm quan trọng quốc gia.

Huy động nguồn lực công

Các nước đang phát triển cần phải huy động thêm thu nhập để duy trì tỉ lệ đầu tư công cao.

Chính phủ các nước phụ thuộc nhiều vào các loại thuế đánh trên diện rộng như thuế giá trị gia tăng và thuế thu nhập vì các loại thuế này bao phủ số lượng giao dịch nhiều nhất và không hạn chế đầu tư tư nhân. Thu các loại thuế này gặp khó khăn nếu nhiều doanh nghiệp và người lao động hoạt động trong khu vực phi chính thức hoặc khu vực nằm ngoài dữ liệu thống kê. Vì vậy, đưa doanh nghiệp và người lao động vào khu vực chính thức phải là ưu tiên hàng đầu của chính phủ ở các nước đang tìm cách ổn định tài chính công. Chính phủ phải nỗ lực thuyết phục các doanh nghiệp phi chính thức tin rằng lợi ích của việc chuyển sang chính thức cao hơn nhiều gánh nặng thuế, mặc dù việc này có nghĩa là phải hỗ trợ họ trang trải chi phí tuân thủ các quy định và luật về lao động và bảo vệ môi trường. Mặc dù khả năng tiếp cận với tín dụng chính quy là một lợi thế nếu chuyển sang chính thức, lợi thế này vẫn chưa đủ để thuyết phục doanh nghiệp phi chính thức đi đăng ký kinh doanh với chính quyền. Các doanh nghiệp phi chính thức chỉ hành động khi có các lợi ích chắc chắn như nhận được hỗ trợ trong việc huấn luyện nhân viên, marketing và phân phối sản phẩm và tiếp cận với cơ sở hạ tầng. Như vậy, mở rộng cơ sở thuế

cần phải liên kết với các chiến lược phát triển năng lực sản xuất của doanh nghiệp trong khu vực phi chính thức.

Thuế bất động sản là một nguồn thu ngân sách khác chưa được khai thác đúng tiềm năng ở hầu hết các nước đang phát triển. Thuế đất và thuế nhà ở là một nguồn thu ngân sách quan trọng cho chính quyền địa phương và giảm gánh nặng cho chính quyền trung ương phải chuyển giao ngân sách giữa các cấp chính quyền. Thuế bất động sản không được giới tinh hoa ưa chuộng, vì vậy việc tăng và mở rộng độ phủ của thuế bất động sản rất khó khăn về mặt chính trị. Nhưng đây là một chướng ngại vật cần phải vượt qua không chỉ vì thuế bất động sản là một thu ngân sách cần thiết mà thuế bất động sản còn là công cụ để hạn chế đầu cơ vào đất đai và các tài sản tài chính. Cùng với việc mở rộng cơ sở thuế, tăng thuế bất động sản sẽ nhận được sự ủng hộ của giới tinh hoa nhiều hơn nếu có các kế hoạch cụ thể để phát triển các kế hoạch kinh doanh có lời từ đó giới tinh hoa có thể nhận ra lợi ích của việc tăng thuế.

Một diễn biến quan trọng khác kể từ GFC là việc các nhà đầu tư nước ngoài hiện nay sẵn sàng mua trái phiếu chính phủ có mệnh giá là đồng tiền nội địa. Đã từng bị xem là một loại đầu tư đầy rủi ro (do "tội của tổ tiên"), nay các nhà đầu tư lại đổ xô vào các loại tài sản có mệnh giá đồng tiền nội địa để kiếm lợi suất vì các nước phát triển đã duy trì mức lãi suất thấp kỷ lục trong nhiều năm. Việc các nhà đầu tư nước ngoài chuyển khẩu vị sang ưu chuộng trái phiếu có mệnh giá đồng tiền nội địa là một tình huống con gà và quả trứng: tỉ lệ nước ngoài sở hữu trái phiếu mệnh giá nội địa càng nhiều, thì dư địa của chính phủ (mức độ độc lập của ngân hàng nhà nước) khi định giá đồng tiền nội địa càng ít. Đối với các nhà đầu tư nước ngoài, càng đông người đầu tư thì họ càng cảm thấy an toàn, nhưng đối với chính phủ, việc quá nhiều nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào thị trường trái phiếu chính phủ trong nước thu hẹp dư địa chính sách để thực hiện chính sách tiền tệ độc lập. Chính phủ cần phải quyết định nên mở cửa thị trường trái phiếu mệnh giá đồng tiền nội địa cho nhà đầu tư nước ngoài có xứng đáng với việc mất quyền kiểm soát tỷ giá và lãi suất.

Ưu tiên tài chính trong nước

Các nước phụ thuộc vào tài chính trong nước sẽ tăng trưởng nhanh hơn. Đây là một quy luật phát hiện ra từ dữ liệu khiến các nhà kinh tế học cảm thấy khó hiểu. Nhưng lý do cho mối quan hệ này không khó để hiểu. Các nước theo đuổi chiến lược tăng trưởng nhờ xuất khẩu ghi nhận thặng dư thương mại và vì vậy là nước xuất siêu về vốn ở một hình thức nào đó. Nhìn chung, các nước này đầu tư thu nhập quốc gia nhiều hơn các nước nhập siêu về vốn. Vì dòng vốn quốc tế có

khuyh hướng thuận chu kỳ, các nước phụ thuộc vào dòng vốn nước ngoài chảy vào nền kinh tế dễ chịu sức nóng lạm phát trong các giai đoạn tăng trưởng nhanh và suy thoái sâu hơn trong các giai đoạn tăng trưởng ỉ ạch.

Các nước đang phát triển cần phải bảo vệ bản thân trước các tác động tiêu cực của chu kỳ tín dụng toàn cầu bằng cách cẩn thận giám sát dòng vốn vào và tác động của các dòng vốn này đối với tăng trưởng tín dụng trong nước. Các quy định kiểm soát vốn lâu dài đối với một số loại nợ cụ thể quy định kiểm soát tạm thời đối với khối lượng dòng vốn vào trong giai đoạn tăng trưởng của chu kỳ kinh tế có thể phục hồi lại dư địa chính sách. Các quy định pháp luật hạn chế khả năng tăng đòn bẩy tín dụng của các ngân hàng trong nước là các công cụ quan trọng trong bối cảnh của các nước đang phát triển.

Vốn đầu tư trực tiếp từ nước ngoài có đóng góp vào tăng trưởng khi dòng vốn này hướng đến xuất khẩu và mở cánh cửa tiếp cận với thị trường nước ngoài. Ở các giai đoạn đầu của phát triển, FDI tạo ra công ăn việc làm trong khu vực kinh tế chính thức cho người lao động với kỹ năng thấp, tăng năng suất và góp phần vào xóa đói giảm nghèo. Tuy nhiên, các nhà hoạch định chính sách nên nhận ra khác biệt thực sự giữa dòng vốn FDI và dòng vốn đầu tư gián tiếp thường bị thổi phồng quá mức. FDI chưa chắc ít rủi ro hơn các khoản vay và FDI tạo ra những khoản nợ có thể là gánh nặng đối với cán cân thanh toán. Ngoài ra, là một nguồn tài chính, FDI đi kèm với chi phí đất đai và phần lớn chi phí này xuất phát từ lợi nhuận chứ không phải từ dòng vốn vào mới. Hầu hết các nghiên cứu đều thất bại và không phát hiện thấy chuyển giao công nghệ (hiệu ứng lan tỏa) từ doanh nghiệp nước ngoài sang doanh nghiệp trong nước. Từ các nhận thức này, không ngạc nhiên khi biết hầu hết các doanh nghiệp xuất khẩu thành công nhất và đổi mới sáng tạo nhất ở các nước đang phát triển là doanh nghiệp thuộc sở hữu trong nước chứ không phải chi nhánh con của doanh nghiệp nước ngoài.

Về lâu dài, tác động của FDI phụ thuộc vào việc liệu FDI sẽ thu hút hay chèn ép đầu tư trong nước. Chính sách thu hút FDI nên nhắm đến các mối liên hệ phía trước và phía sau giữa doanh nghiệp nước ngoài và doanh nghiệp trong nước thay vì chỉ nhắm đến số lượng hoặc xuất khẩu hoặc việc làm mới. Quy mô và phạm vi của hiệu ứng liên kết tùy thuộc vào từng sản phẩm và bối cảnh vì vậy rất khó để đúc kết các quy tắc đơn giản để xác định dự án nào có thể tăng tỉ lệ đầu tư trong nước và giá trị gia tăng. Chính sách công nghiệp là công cụ quan trọng để cải thiện chất lượng và giảm chi phí sản xuất hàng hóa trong nước để giúp doanh nghiệp trong nước tiếp cận với chuỗi cung ứng của các doanh nghiệp nước ngoài sản xuất phục vụ xuất khẩu.

Học từ quá khứ, hướng đến tương lai

Ứng phó với sự hỗn loạn và bất ổn của khủng hoảng tài chính Đông Á và Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu đã thức tỉnh các nhà hoạch định chính sách. Cuộc khủng hoảng kép là lời nhắc nhở rằng thị trường tài chính dễ gặp vấn đề hành vi bầy đàn và lạm dụng đòn bẩy quá mức, dẫn đến bất ổn khi thiếu vắng các quy định hạn chế vay nợ. Chính phủ các nước Đông Á cũng học được bài học là thị trường ngoại tệ không điều chỉnh một cách trơn tru theo các cú sốc và thay đổi đột ngột trong tâm lý của nhà đầu tư (dù không liên quan đến các yếu tố vĩ mô) cũng có thể hủy diệt hàng tỷ đô la tài sản trong thời gian ngắn và khiến chính phủ phải trả giá. Những lập trường mạnh mẽ trước cuộc khủng hoảng kép - ví dụ như, bong bóng tài sản là điều lý tính vì thị trường hoạt động hiệu quả hay tỷ giả thả nổi giảm nhu cầu cần phải dự trữ ngoại tệ - hiện này ít được nhắc đến hơn.

Tuy nhiên, mặc dù chúng ta sẽ học hỏi từ lịch sử, các bài học trong quá khứ thường không mấy liên quan vì mỗi một kỷ nguyên sẽ là một hoàn cảnh mới với các cân nhắc mới. Một câu châm ngôn được nhắc đi nhắc lại của thị trường tài chính là các nhà hoạch định chính sách luôn chuẩn bị sẵn sàng để ứng phó với cuộc khủng hoảng đã qua nhưng cuộc khủng hoảng sắp tới chưa bao giờ thất bại trong việc gây bất ngờ cho chúng ta. Quay về với các chính sách có hiệu quả trong quá khứ là điều đầy cám dỗ nhưng không khả thi vì hoàn cảnh kinh tế và địa chính trị liên tục biến chuyển. Toàn cầu vẫn còn đây mặc dù tốc độ và hình thức của các quan hệ kinh tế toàn cầu sẽ bị định hình theo những cách bất ngờ bởi các thay đổi kinh tế, chính trị và công nghệ.

Blockchain, tiền số, cho vay ngang hàng và tầm quan trọng ngày càng lớn của các tổ chức ngân hàng vô hình (shadow banking) là nguồn gốc của mọi rủi ro. Thực tiễn của ngày hôm nay - một cơn đại dịch toàn cầu chưa chấm dứt, tỉ lệ nghèo tăng cao và một "thách thức vô tiền khoáng hậu" là biến đổi khí hậu - là những điều không ai có thể hình dung ra được cách đây vài năm. Không có gì phải nghi ngờ thập kỷ tiếp theo sẽ có vài bất ngờ đang chờ đợi chúng ta ở phía trước.

Không may là không có giải pháp "trị bách bệnh" cho vấn đề tài chính phát triển. Thế giới cũng không thể đạt được đồng thuận theo kiểu phân chia các hệ thống và định chế tài chính theo một góc lớn và nhiều nhánh nhỏ. Quyền lực kinh tế và quyền lực chính trị sẽ phân tán hơn so với cách đây nhiều thập kỷ, điều này sẽ khiến các nỗ lực đạt được đồng thuận về cải cách thêm rắc rối. Mỗi quốc gia cần thiết kế một hệ thống phù hợp với hoàn cảnh của mình như trình độ phát triển, các xu hướng nhân khẩu học, cơ cấu thương mại và cấu trúc công nghiệp. Chính sách quốc

gia cần phải chú ý đến nhưng không nhất thiết ngã theo các diễn biến trên thị trường tài chính quốc tế. Quan trọng là khung tài chính quốc gia phải nhất quán và hỗ trợ chiến lược và kế hoạch phát triển quốc gia. Các chính sách tài chính, ngành và khu vực phải có tầm nhìn chung về chuyển đổi kinh tế và xã hội, với các mục tiêu, phương pháp và tiêu chuẩn rõ ràng.

Mục tiêu của chính sách tài chính phát triển rất rõ ràng: tăng khả năng tiếp cận với tài chính dài hạn dành cho cơ sở hạ tầng, công nghiệp hóa và các đối tượng đi vay đặc biệt như doanh nghiệp vừa và nhỏ; duy trì ổn định kinh tế vĩ mô bằng cách giảm tính thuận chu kỳ của tài chính; hạn chế đầu tư vào các hoạt động đầu cơ không có lợi cho xã hội; và giảm xác suất và mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng tài chính. Tuy nhiên, phương tiện để thực hiện các mục tiêu này sẽ thay đổi theo từng địa phương và theo thời gian. Bài viết cơ sở này đã xác định các công cụ và thể chế có thể trở thành một phần trong chiến lược quốc gia để thực hiện những mục tiêu có liên kết với nhau. Bài viết đi kèm với các bài phân tích chính sách thảo luận về từng chủ đề cụ thể từ Ngân hàng Phát triển Quốc gia đến hạn chế nợ công và đầu tư công. Mục tiêu không phải là vạch ra một bản thiết kế hoàn chỉnh, thay vào đó mục tiêu của chúng tôi là tập trung chú ý vào những kết quả mà Việt Nam mong muốn đồng thời mở rộng phạm vi của các phương án chính sách dành cho Chính phủ.