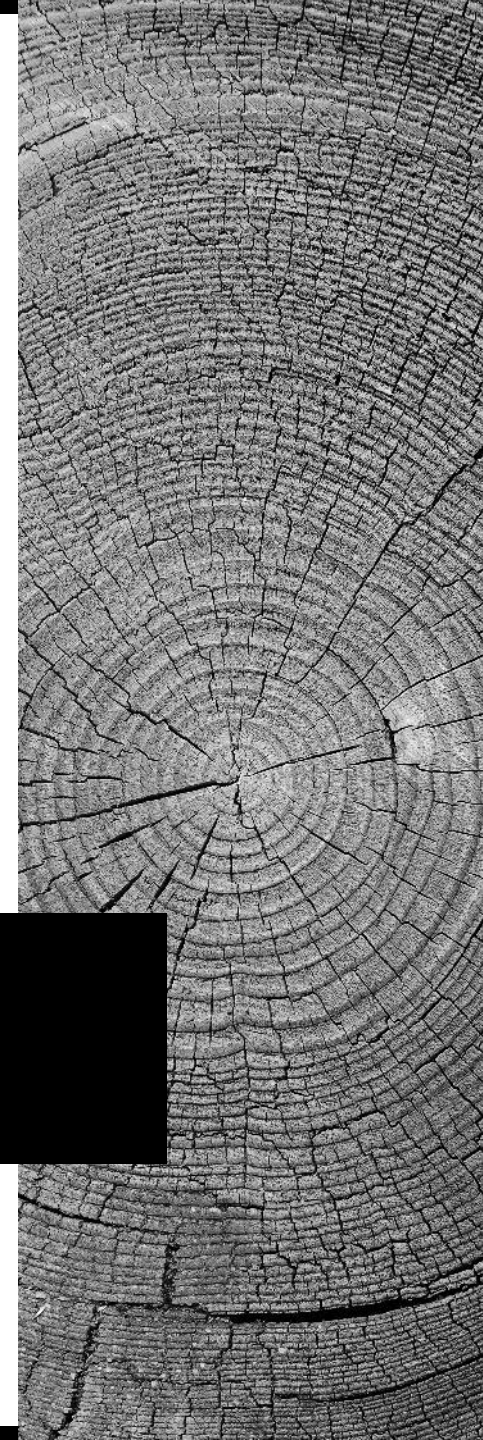




Jonathan Pincus  
Summer 2022

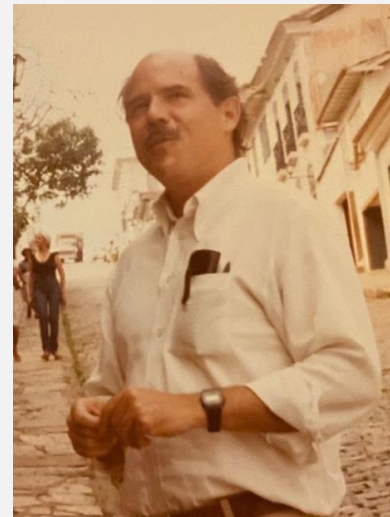
# TÀI CHÍNH PHÁT TRIỂN

*Chính sách Phát triển*  
*FSPPM*



# VÌ SAO THỊ TRƯỜNG TÍN DỤNG KHÁC VỚI THỊ TRƯỜNG THỊT HEO?

- Thị trường hàng hóa là thị trường giao ngay: chỉ cần nhìn vào là biết ngay sản phẩm mình mua là gì và có thể đem sản phẩm về nhà với mình
- Vì vậy giá của thịt heo hay bánh mì chủ yếu do số lượng và chất lượng sản phẩm quyết định. Cung gặp cầu tại giá thị trường.
- Tín dụng là lời hứa sẽ hoàn trả một khoản tiền tại một thời điểm trong tương lai. Không may là tương lai là điều khó đoán.
- Vì vậy tín dụng luôn được phân bổ. *Thị trường không bao giờ có điểm cân bằng.* Cầu luôn nhiều hơn mức mà các ngân hàng sẵn sàng cung cấp.
- Bên cho vay sẽ phân bổ tín dụng dựa trên thông tin mà họ có về người đi vay.



Carlos Diaz-Alejandro

# TIẾT KIỆM VÀ ĐẦU TƯ: CÂU CHUYỆN TRUYỀN THỐNG

- Định luật Say: cung luôn bằng cầu (nền kinh tế luôn ở trạng thái toàn dụng)
- Nếu định luật Say đúng, tiết kiệm luôn bằng với đầu tư.
- Thu nhập mà các hộ gia đình kiếm được và tiết kiệm một phần thu nhập đó vào ngân hàng
- Ngân hàng sau đó sẽ cho doanh nghiệp vay khoản tiết kiệm này để đầu tư
- Cân bằng giữa tiết kiệm và đầu tư chính là lãi suất thực
- Nguồn tiền tiết kiệm gọi là “vốn vay” (loanable funds)



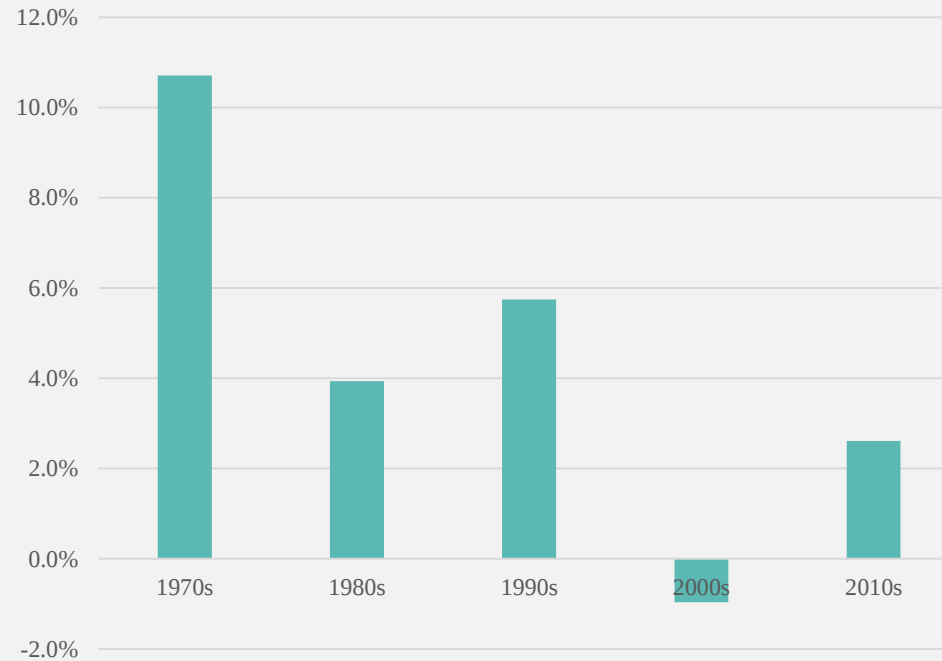
# CÁI SAI TRONG CÂU CHUYỆN TRUYỀN THỐNG

- Ngân hàng không cho vay toàn bộ tiền có trong két sắt của mình. Ngân hàng tạo ra tiền (ký gửi) khi họ cho vay.
- Nhà đầu tư vay tiền và trả lương, một phần lương sẽ được tiết kiệm. Vì vậy thực tế đầu tư sẽ tạo ra tiết kiệm, chứ không phải ngược lại
- Lãi suất thực do ngân hàng trung ương quyết định. Và không phải là mức lãi suất cân bằng thị trường.
- Nguồn vốn vay không phải là yếu tố hạn chế khả năng cho vay
- Khả năng cho vay bị hạn chế chủ yếu bởi cầu tín dụng: có tồn tại các dự án khả thi hứa hẹn đem lại lợi nhuận hay không
- Ngân hàng cũng cần duy trì khả năng chi trả các khoản nợ trước mắt (trả tiền cho người gửi tiết kiệm khi họ muốn rút tiền ra khỏi tài khoản)



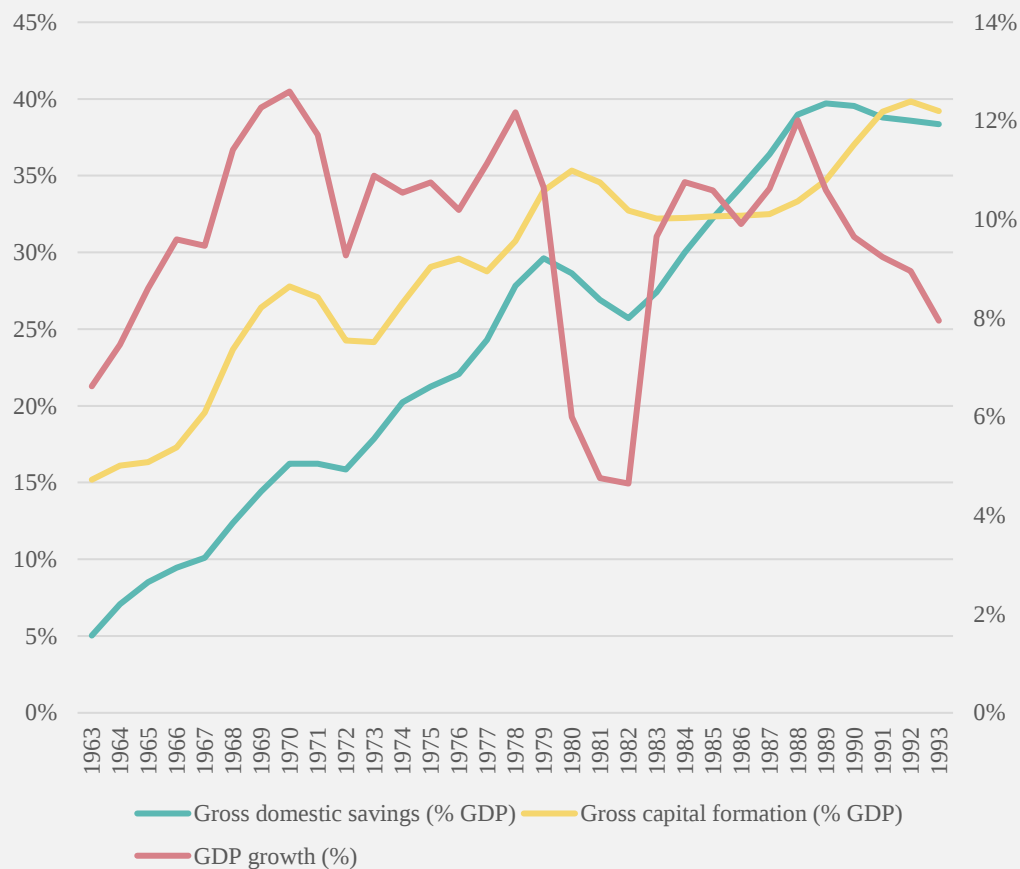
# LAWRENCE SUMMERS: “ĐÌNH TRỆ KINH NIÊN” (SECULAR STAGNATION)

- Nguồn cung tiết kiệm dồi dào vì người dân ở châu Âu, Bắc Mỹ và Nhật Bản ngày càng già và họ tiết kiệm được rất nhiều tiền
- Cộng thêm công nghệ mới hoạt động rất hiệu quả và không cần phải đầu tư nhiều
- Vì vậy lãi suất thực sẽ ở mức thấp trong lịch sử
- Nhưng vấn đề không nằm ở tiết kiệm: thiếu vắng các dự án đầu tư đem lại lợi nhuận mới chính là vấn đề



*Đầu tư cố định của doanh nghiệp Mỹ, tăng trưởng trung bình hàng năm (Nguồn: OECD)*

# HÀN QUỐC TRONG THẬP NIÊN 1960: KHÔNG CÓ TIẾT KIỆM VÀ ĐẦU TƯ Ở MỨC THẤP



- Tiết kiệm ở Hàn Quốc là kết quả của tăng đầu tư chứ không phải là nguyên nhân
- Chính phủ phân bổ tín dụng những ngành công nghiệp xuất khẩu để tận dụng cầu sản phẩm xuất khẩu ở thị trường nước ngoài
- Giới hạn lớn nhất đối với Hàn Quốc không phải là tiết kiệm mà là tỷ giá (cần tiếp cận được đô la Mỹ để có thể mua máy móc và nguyên vật liệu) và cầu thị trường

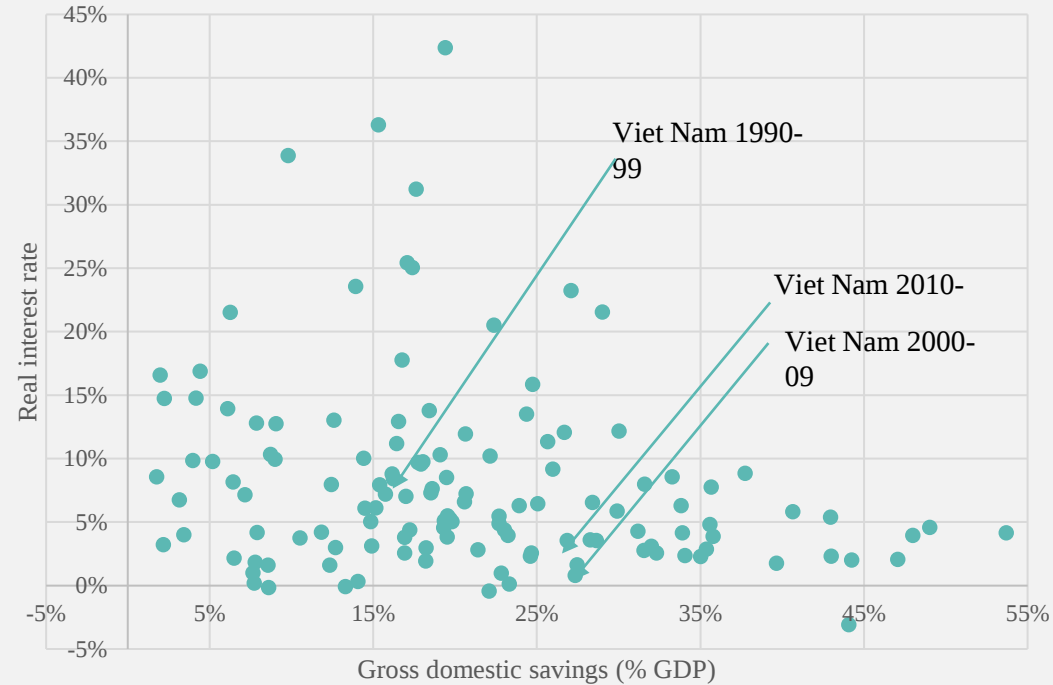
# ÁP CHẾ TÀI CHÍNH: MCKINNON (1973) VÀ SHAW (1973)

- Chính phủ kiểm soát tín dụng và lãi suất, kết quả là tạo ra “áp chế tài chính” và giảm nguồn cung tiết kiệm cho phát triển
- Khủng hoảng nợ thập niên 1980 đem đến cho IMF và NHTG đòn bẩy để yêu cầu tự do hóa tài chính, một trong những yêu cầu của “chương trình điều chỉnh cơ cấu” đặc biệt ở các nước Mỹ Latin
- Tư hữu hóa các ngân hàng thương mại thuộc sở hữu nhà nước kể cả các FDI trong ngành ngân hàng
- Nói lỏng điều tiết hệ thống ngân hàng trong nước, trong đó có việc tạo ra các công cụ và sản phẩm mới (tăng rủi ro hệ thống)

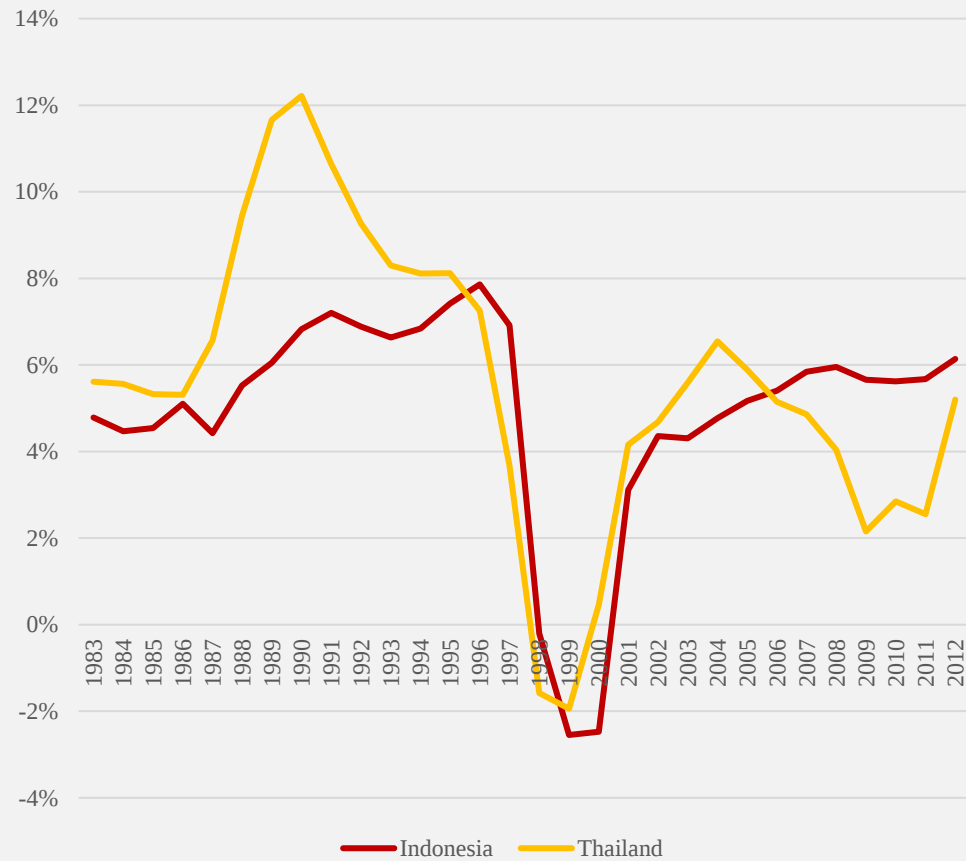
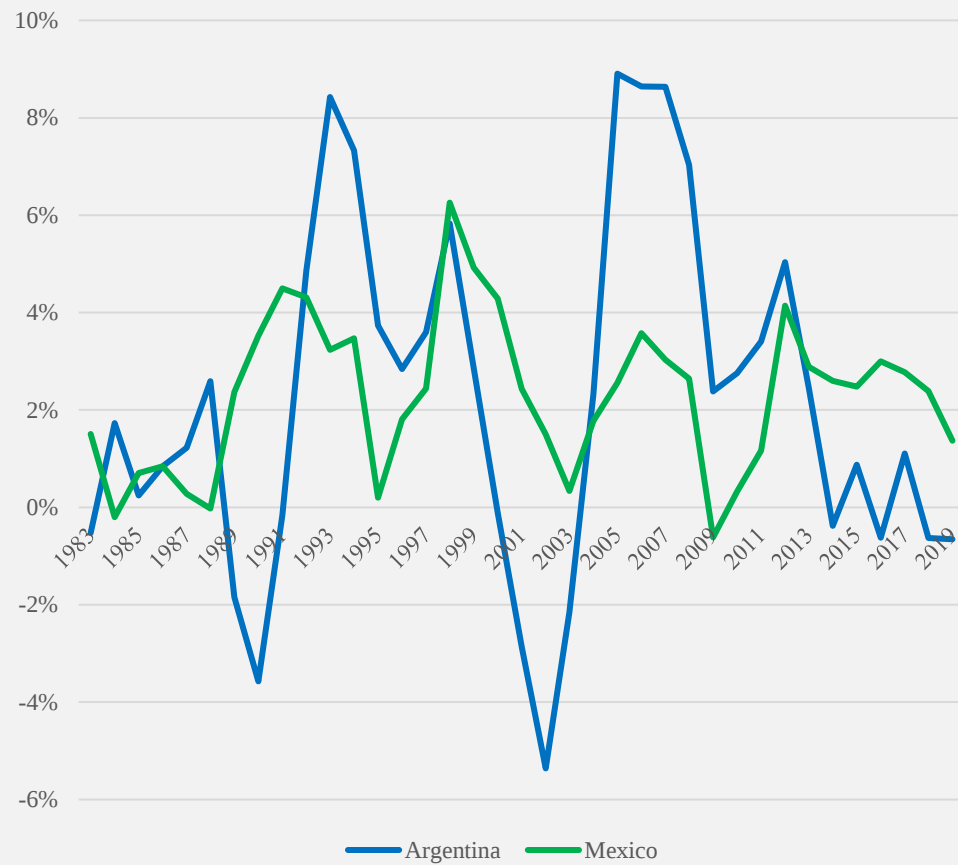


# TỰ DO HÓA TÀI CHÍNH TỪ THẬP NIÊN 1980 ĐẾN 2000

- Thử nghiệm diễn ra ở tất cả các nước thuộc khối đang phát triển
- Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư không tăng
- Fry 1995 – lãi suất thực không tác động được tiết kiệm
- Nhưng xuất hiện các cuộc khủng hoảng tài chính ngày càng nhiều vì cho phép quá nhiều ngân hàng đi vào hoạt động và các ngân hàng này cho vay vô tội vạ
- Dồn nén và cuối cùng Khủng hoảng Tài chính Đông Á bùng nổ vào năm 1998

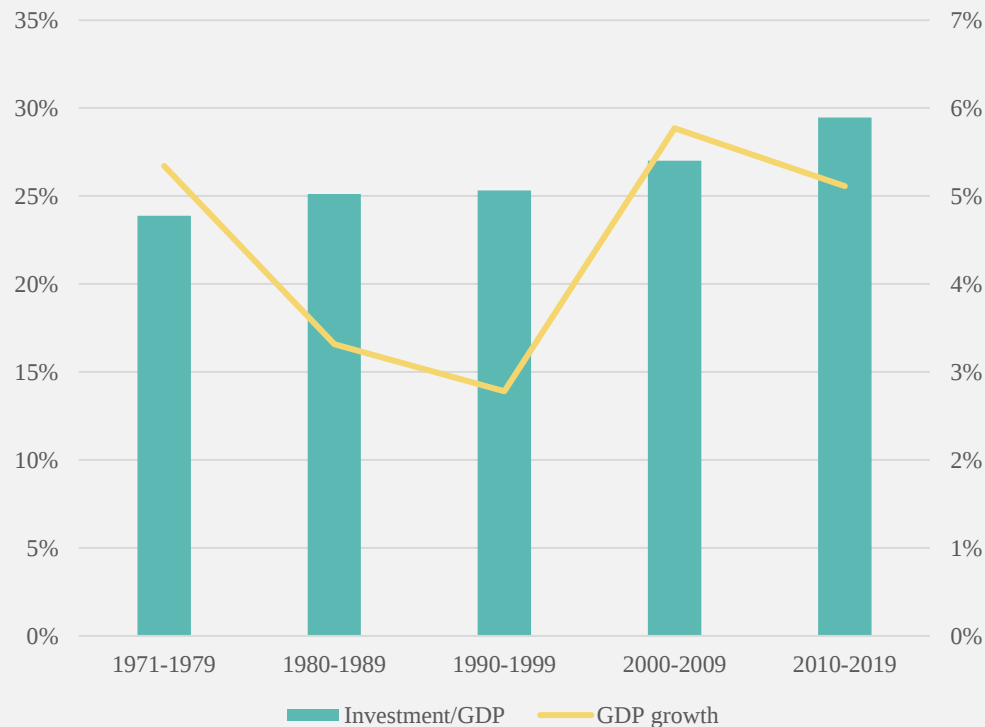


# CÁC CUỘC KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH Ở CHÂU MỸ LATIN VÀ CHÂU Á (TĂNG TRƯỞNG GDP, TRUNG BÌNH TRƯỢT TRONG BA NĂM)



# TỰ DO HÓA TÀI CHÍNH KHÔNG TĂNG TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG

Đầu tư/GDP và tăng trưởng GDP ở nước có thu nhập thấp và thu nhập trung bình



- Tăng trưởng chậm lại sau khi tự do hóa tài chính và đầu tư không tăng cho đến sau 2000
- Khủng hoảng tài chính thường xuyên làm giảm tốc độ tăng trưởng trung bình ở khối nước đang phát triển
- Nhưng đầu tư tăng và tăng trưởng tăng có liên quan đến việc công nghiệp chế tạo dịch chuyển về châu Á, chứ không phải nhờ tự do hóa tài chính

# KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH ĐÔNG Á

- Dòng vốn lớn chảy vào các ngành phi thương mại ở các nền kinh tế Đông Nam Á; vay đô la để đầu tư vào bất động sản (bất cân xứng tiền tệ - currency mismatch)
- Tranh giành tài sản khi giá tăng: đất đai và cổ phiếu
- Dễ tiếp cận với nguồn vốn vay nước ngoài giảm chất lượng tín dụng: khi giá tài sản tăng, tài sản thế chấp của các công ty tăng giá trị và có thể vay thêm vốn (chênh lệch đáo hạn)
- Dòng vốn vào khiến đồng tiền nội địa tăng giá và tạo ra thâm hụt thương mại
- Mất niềm tin khiến đồng tiền nội địa rớt giá và phá sản khi các ngân hàng và công ty địa phương không hoàn trả được khoản vốn vay từ nước ngoài bằng đồng tiền nội địa bị rớt giá như baht, Rupiah, won.



# VAI TRÒ CỦA TÀI CHÍNH LÀ GÌ NẾU KHÔNG PHẢI LÀ TÍCH LŨY TIẾT KIỆM VÀ CHO VAY KHOẢN TIẾT KIỆM ĐÓ?

- Chức năng thực của thị trường tài chính là “tạo thanh khoản cho các cam kết tài trợ vốn dài hạn làm cơ sở cho cam kết cung cấp nguồn lực cho những mục đích sử dụng vốn dài hạn mà không bắt buộc các nhà đầu tư cá nhân phải thực hiện các cam kết tài trợ vốn dài hạn” (Jan Kregel 2014)
- Nợ của ngân hàng chủ yếu là ngắn hạn (các khoản tiền gửi) vì vậy ngân hàng thường không muốn cho vay dài hạn
- Thị trường tài chính (thị trường thứ cấp) giúp ngân hàng tạo ra thanh khoản cho các khoản nợ dài hạn: ví dụ, chứng khoán hóa tài sản thế chấp, thị trường trái phiếu thứ cấp, thị trường cổ phiếu
- Nhưng hầu hết các nước đang phát triển không có thị trường thứ cấp đủ tính thanh khoản, vì vậy thiếu hụt nguồn tài trợ vốn dài hạn
- Thậm chí ở các nước phát triển, chính phủ vẫn phải can thiệp để tạo ra các thị trường thứ cấp có tính thanh khoản



# LÀM THẾ NÀO CÁC NƯỚC GIẢI QUYẾT VẤN ĐỀ NÀY?

- Ngân hàng phát triển (BDNES ở Brazil, KfW ở Đức, Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc)
- Hiện có 250 ngân hàng phát triển đang hoạt động, và giá trị đầu tư là 5 nghìn tỷ USD
- Cho vay cấp hai, đảm bảo cho vay
- Cho vay hợp vốn, cho vay PPP cùng với hỗ trợ kỹ thuật
- Lợi ích: cho vay đối chu kỳ kinh tế (counter cyclical) trong giai đoạn khủng hoảng tài chính toàn cầu
- Fannie Mae và Freddie Mac ở Mỹ: chứng khoán hóa các khoản vay thế chấp mua nhà
- Cơ quan Doanh nghiệp nhỏ ở Mỹ: cho vay và cổ phiếu cho doanh nghiệp nhỏ
- Quỹ Đầu tư Quốc gia

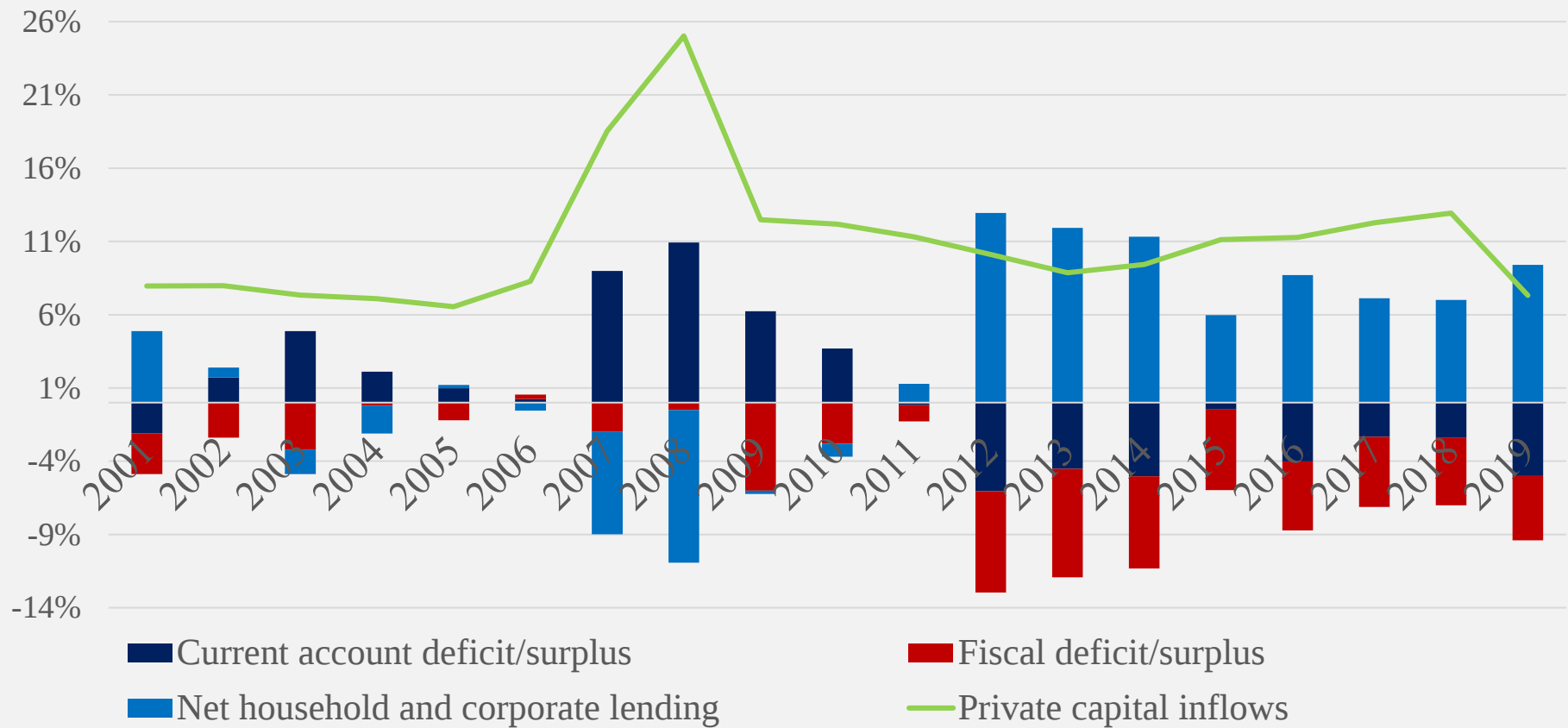


# GIẢM ĐẦU CƠ

- Chuyển nguồn vốn vào những dự án sinh lợi (và tránh xa khỏi dự án mang tính đầu cơ) là điều rất quan trọng
- Ví dụ, dòng vốn vào Việt Nam trong năm 2008 đã tạo ra bong bóng tài sản và huy động vượt mức/cho vay vượt mức (overlending) ở ngân hàng
- Dẫn đến lạm phát, thâm hụt tài khoản vãng lai lớn
- Chính phủ phải nhảy vào để tăng lãi suất và đặt hạn mức cho vay
- Ngăn cản hành vi đầu cơ sẽ đem lại lợi ích
- Đánh thuế tài sản và đánh thuế trên thặng dư vốn
- Đặt ra các quy định nghiêm ngặt về cho vay sử dụng vào mục đích đầu cơ (tỉ lệ cho vay trên giá trị)



# TĂNG TRƯỞNG NÓNG Ở VIỆT NAM TRONG NĂM 2007



# HÀM Ý CHÍNH SÁCH

- Cách tiếp cận truyền thống (Định luật Say) xem tiết kiệm là giới hạn của đầu tư
  - Các hộ gia đình và chính phủ chỉ tiêu tiết kiệm sẽ giải quyết vấn đề huy động vốn đầu tư thông qua tạo ra tiết kiệm trong nước
  - Nhưng nếu cung không bao giờ bằng cầu, tiết kiệm chỉ dẫn đến thất nghiệp và giảm lợi nhuận, và lợi nhuận giảm khiến tiết kiệm giảm.
- Giới hạn chính của tiết kiệm là đầu tư: nếu các doanh nghiệp dự đoán sẽ có lợi nhuận, họ sẽ đầu tư, và việc doanh nghiệp đầu tư sẽ tạo ra tiết kiệm.
- Hầu hết các quốc gia không bị giới hạn bởi tiết kiệm mà bởi đầu tư dài hạn vì thị trường tài chính không đủ thanh khoản.
  - Ngân hàng và các nhà đầu tư sẽ không cung cấp tín dụng nếu họ không thể chuyển các tài sản tín dụng này thành tiền mặt một cách dễ dàng.
  - Ngân hàng Phát triển Quốc gia và các công cụ khác có thể tang nguồn cung của tài chính dài hạn.
- Giảm đầu cơ cũng rất quan trọng để duy trì cân bằng vĩ mô.



# CÂU HỎI THẢO LUẬN

1. Vì sao thị trường tín dụng lại vận hành khác với thị trường hàng hóa và dịch vụ?
2. Những bài học chính nào từ Khủng hoảng Tài chính Đông Á vẫn còn giữ nguyên tầm quan trọng ở thời điểm hiện tại?

