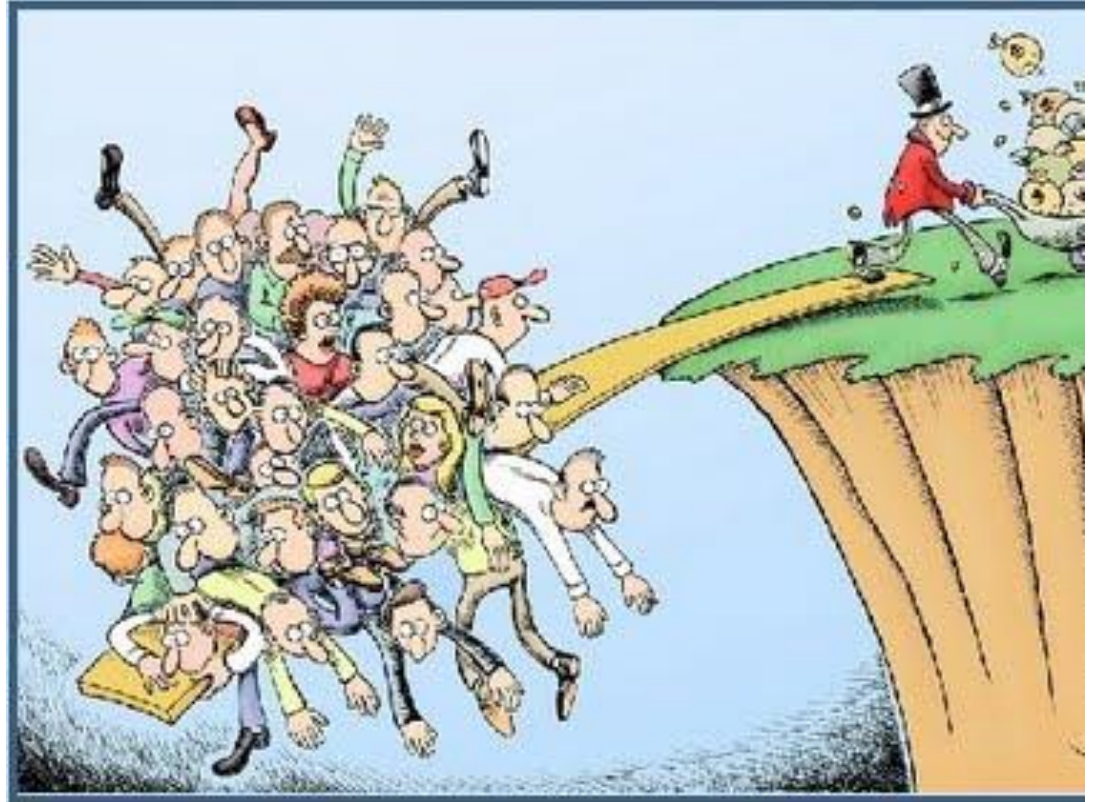


Bài giảng 4: Tù áp chế tài chính đến tự do hóa tài chính



Đỗ Thiên Anh Tuấn

Trường Chính sách Công và Quản lý Fulbright

Tài chính Phát triển
Học kỳ Hè 2023

“Cái giá của tự do thấp hơn cái giá của sự áp chế.”

—William Edward Burghardt Du Bois

Một số nghiên cứu về áp chế tài chính

	<u>Cách đo lường áp chế tài chính</u>	<u>Mẫu khảo sát</u>	<u>Phát hiện chính</u>
Agernor and Montiel (2008)	Sử dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc hiệu dụng cuối năm.	32 nền kinh tế phát triển và mới nổi 1980-1991	Tỉ lệ dự trữ cao hơn cơ các nước mới nổi
Beim and Calomiris (2001)	Sáu yếu tố (lãi suất thực, tỷ lệ dự trữ, thanh khoản, vay mượn của tư nhân, cho vay của ngân hàng, và vốn hóa thị trường) tổng gộp lại thành một hệ số chung.	Tất cả các nước mới nổi và đang phát triển có dữ liệu.	Dựa trên bằng chứng dữ liệu chéo, các tác giả kết luận rằng phát triển tài chính (tức đối ngược với áp chế tài chính) có đóng góp quan trọng vào tăng trưởng kinh tế.
Brock (1989)	Sử dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc hiệu dụng cuối năm dựa trên cơ sở tiền trừ cho tiền trong lưu thông. Nhìn vào mối quan hệ giữa tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ dự trữ.	41 nền kinh tế phát triển và mới nổi thời kỳ 1960-1984	Tỉ lệ dự trữ cao hơn cơ các nước mới nổi. Quan hệ đồng biến giữa lạm phát và dự trữ hầu như hiện diện ở những quốc gia lạm phát cao như Châu Phi, Châu Mỹ Latinh
Easterly (1989)	Chuyển giao nội địa ròng từ hệ thống tài chính và thuế đánh lên các trung gian tài chính.	12 nền kinh tế lớn mới nổi thời kỳ 1971-1986	Các ước tính cao nhất ở Mexico và Yugoslavia trong số 12 quốc gia, chiếm 12-16% GDP trong một số năm
Easterly and Schmitt-Hebbel (1994)	Tập trung vào lãi suất thực và tính toán doanh thu thuế áp chế dựa trên chênh lệch giữa lãi suất trong nước và lãi suất so sánh trong các nước OECD nhân với quy mô tiền gửi cuối kỳ (cơ sở thuế).	9+ nền kinh tế mới nổi thời kỳ 1970-1988	Cầu phần thuế áp chế tài chính chiếm khoảng 1-2% GDP
Giovannini and de Melo (1993)	Sử dụng lãi suất hiệu dụng đối với các khoản nợ nước ngoài/nội địa. Nguồn thu của chính phủ từ áp chế tài chính được tính bằng cách lấy phần chênh lệch giữa chi phí vay nợ bên ngoài so với trong nước nhân với dư nợ bình quân hàng năm	24 nền kinh tế đang phát triển, bao gồm cả Hy Lạp và Bồ Đào Nha, thời kỳ 1974-1987	Doanh thu thuế áp chế tài chính hàng năm từ 0,5 (Zaire) đến 6% GDP (Mexico). Hy Lạp và Bồ Đào Nha khoảng 2-2,5% GDP

Áp chế tài chính (Financial Repression)

- Nền kinh tế được gọi là bị “áp chế” về mặt tài chính khi chính phủ đánh thuế hay can thiệp từ đó làm biến dạng thị trường tài chính nội địa (Shaw và McKinnon, 1973).
- Áp chế tài chính bao gồm "các chính sách dẫn đến việc người tiết kiệm kiếm được lợi nhuận thấp hơn tỷ lệ lạm phát" để tạo cơ sở cho các ngân hàng cung cấp các khoản vay giá rẻ cho các công ty và chính phủ, giảm gánh nặng trả nợ.
- Áp chế tài chính là hiện tượng phổ biến ở các nước đang phát triển trong thập niên 1970 và 80. Tư duy dân tộc chủ nghĩa (nationalism) và mô hình nhà nước dẫn dắt phát triển (state-led development) là những yếu tố quan trọng nhất dẫn đến tình trạng này.
- Ngày nay, chính sách này bị lạm dụng trong việc giúp chính phủ thanh lý các khoản nợ mệnh giá nội tệ.

Áp chế tài chính là công cụ ngân sách?

- Trong một hệ thống tài chính bị áp chế, nhà nước coi hệ thống tài chính là công cụ ngân sách:
 - Huy động tiền trực tiếp từ hệ thống tài chính để tạo nguồn thu ngân sách.
 - Phân bổ tín dụng đến các dự án đầu tư của nhà nước hay được nhà nước ưu tiên phát triển theo hình thức chỉ định, với lãi suất ưu đãi và/hay được nhà nước bảo lãnh.
 - Hệ thống tài chính được kiểm soát chặt chẽ vì mục đích khai thác nguồn lực tài chính cho khu vực nhà nước thay vì để đảm bảo hoạt động an toàn (prudential regulation).

Các hình thức áp chế tài chính

- **Duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc ở mức cao**

- Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi do ngân hàng trung ương áp đặt lên các tổ chức tài chính nhận tiền gửi. Trong một hệ thống tài chính bình thường, dự trữ bắt buộc là công cụ để NHTW điều hành chính sách tiền tệ (với mức thông thường dưới 10%).
- Trong một hệ thống tài chính bị áp chế nặng nề, nhà nước duy trì một tỷ lệ dự trữ bắt buộc rất cao (trên 10%) với mục đích huy động vốn cho chính phủ thông qua hệ thống ngân hàng.

- **Kiểm soát lãi suất thấp**

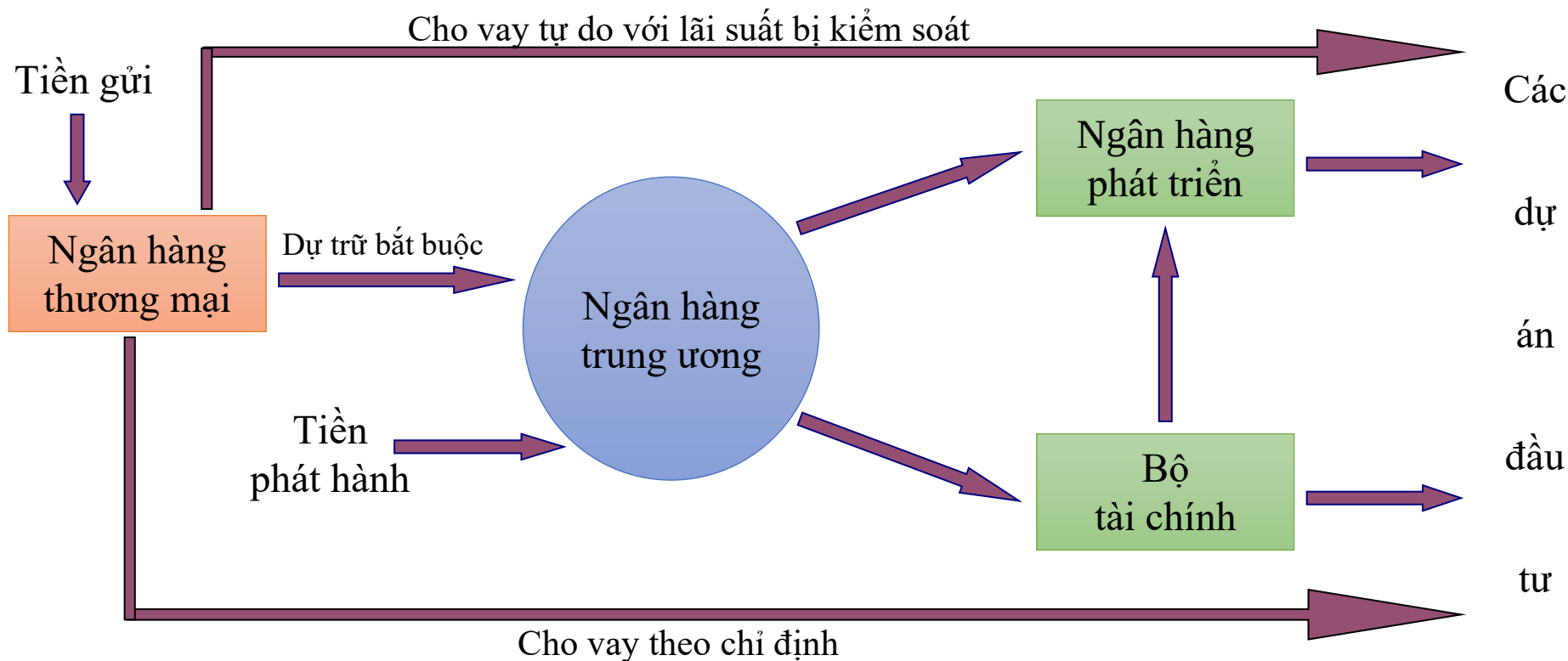
- Áp đặt trần lãi suất cho vay và/hoặc trần lãi suất tiền gửi với mục đích là kiểm soát lãi suất ở mức thấp hơn mức cân bằng trên thị trường.

- **Sử dụng áp lực phi thị trường: Chỉ định sự phân bổ tín dụng**

Yêu cầu các tổ chức tài chính hoặc thiết lập các tổ chức tài chính chuyên doanh, thuộc sở hữu nhà nước để:

- Thực hiện các chương trình cho vay bắt buộc.
- Thường đi kèm với ưu đãi hay trợ giá về lãi suất, bảo lãnh tín dụng.

Sơ đồ về hệ thống tài chính bị áp chế



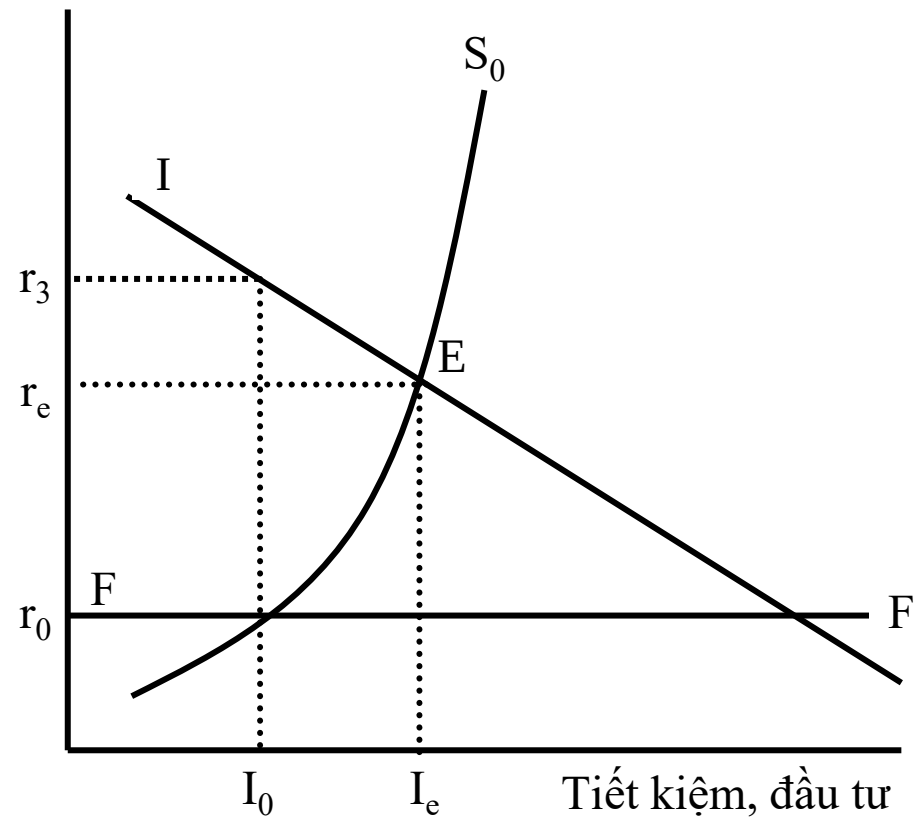
Nguồn: Lấy từ McKinnon 1993, Ch. 4.

Cân bằng thị trường khi có kiểm soát lãi suất

- Mức tiết kiệm S_0 tương ứng với tốc độ tăng trưởng kinh tế g_0 là hàm số của lãi suất thực.
- Đường FF biểu thị cho trần lãi suất danh nghĩa làm lãi suất tiền gửi thực bị giới hạn dưới mức cân bằng.
- Đầu tư thực tế là I_0 bằng với tiết kiệm ở mức lãi suất thực r_0 .

Với chính sách kiểm soát lãi suất này, lượng đầu tư I_0 thấp hơn so với mức cân bằng tại điểm E.

Lãi suất thực



Lãi suất thực trong thời kỳ áp chế và hậu tự do hóa tài chính

	Năm tự do hóa		Lãi suất tiền gửi	Lãi suất chiết khấu	Lãi suất LNH	Lãi suất cho vay	Lãi suất T-bills
Argentina	1991	Trước	23,99	-28,12			
		Sau	0,97	-2,55			
Úc	1980	Trước	-2,83	-0,64	-1,80	-0,04	-2,66
		Sau	2,61	3,86	3,83	6,98	3,46
Hàn Quốc	1991	Trước	3,71	-1,71	5,19	3,38	7,94
		Sau	2,79	-0,56	3,75	3,93	4,08
Malaysia	1987	Trước	1,86	1,05	-0,32	6,96	0,82
		Sau	1,90	1,87	1,72	5,35	1,57
Philippines	1981	Trước	-3,74	-0,62	-2,44	-0,64	-1,98
		Sau	1,23	0,35	2,95	5,70	3,57
Thái Lan	1989	Trước	4,03	4,31	4,82	7,08	1,61
		Sau	2,39	3,10	2,22	5,83	-0,16
Anh	1981	Trước	-2,41	-0,14	-6,22	-2,00	-1,23
		Sau	3,20	3,68	3,88	4,54	3,64
Mỹ	1982	Trước	2,04	-0,12	1,00	2,09	-0,31
		Sau	1,43	1,61	2,19	4,72	1,77

Nguồn: Reinhart and Sbrancia (2011)

Tác động của áp chế tài chính (McKinnon & Shaw, 1973)

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

Chi phí của áp chế tài chính

- Áp chế tài chính làm tăng chi phí cho nền kinh tế, gây tổn hại đến lợi ích của người tiết kiệm
- Nguồn lực được phân bổ lệch lạc, gây méo mó thị trường tín dụng
- Năng suất vốn có tiềm năng bị suy giảm
- Sử dụng quy tắc Taylor, nghiên cứu của Swiss Re (2015) cho thấy từ khi khủng hoảng tài chính nổ ra, chỉ riêng những người tiết kiệm Mỹ đã phải chịu tổn thất khoảng 470 tỉ USD về thu nhập lãi do các chính sách áp chế tài chính

Taylor-rule rate = Neutral real policy rate + core CPI + 0.5(Inflation target – core CPI) + 0.5* (NAIRU – unemployment rate)*

Đề xuất chính sách

- Hệ thống tài chính cần phải được tự do hóa sau khi nền kinh tế đạt được ổn định vĩ mô, các cải cách về giá cả và thương mại được thực hiện và hệ thống kiểm soát và giám sát tổ chức tài chính được tăng cường.
- Nhưng thay vì tự do hóa tài chính hoàn toàn, liệu có nên thực hiện áp chế tài chính ở *mức độ vừa phải* và thực hiện trong điều kiện nào?
 - Áp chế tài chính ở mức độ vừa phải (mild financial repression) để tạo nguồn thu bù đắp thâm hụt ngân sách trong điều kiện chính phủ không đảm bảo được khả năng thu thuế đầy đủ.
 - Kiểm chế tài chính (financial restraint) để kiểm soát thông tin bất cân xứng và hiệu chỉnh thất bại thị trường trong các giao dịch tín dụng

Financial Repression Redux

FINANCE & DEVELOPMENT, June 2011, Vol. 48, No. 1

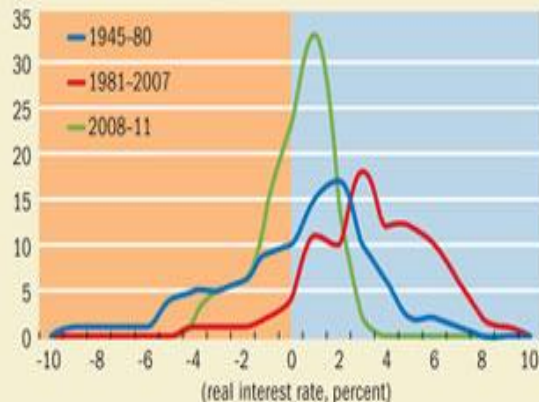
Carmen M. Reinhart, Jacob F. Kirkegaard, and M. Belen Sbrancia

Chart 1

Real rates

In the three and a half decades following World War II and the three years since the global crisis, real rates, as exemplified by those on treasury bills from advanced economies, were on average negative.

(share of observations, percent)



Sources: Reinhart and Sbrancia (2011); IMF, *International Financial Statistics*; and authors' calculations.

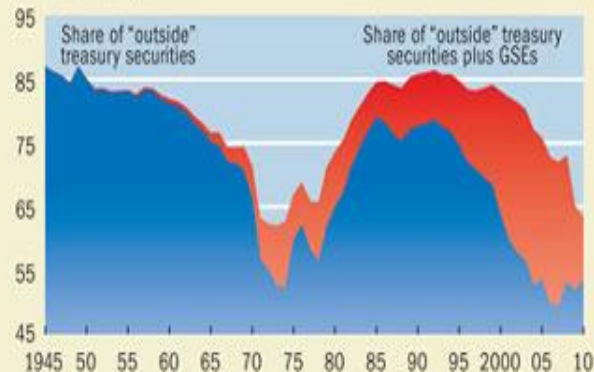
Note: The economies represented are Australia, Belgium, Canada, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Japan, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and the United States. Interest rates for 2011 reflect monthly observations through February.

Chart 2

Private players retreat

Official players, mainly the U.S. Federal Reserve and foreign central banks, are buying an increasing share of marketable U.S. Treasury securities as well as those issued by government-sponsored enterprises (GSEs) such as Fannie Mae and Freddie Mac.

(percent of total)



Sources: Federal Reserve, *Flow of Funds*; and authors' calculations.

Note: The outstanding stock of U.S. Treasury securities plus GSEs comprises Treasury credit market instruments (bills, notes, bonds) plus GSE issues plus GSE-backed mortgage pools minus savings bonds and budget agency securities. Outside marketable securities are those tallied above minus holdings by the rest of the world and the Federal Reserve.

Eliminating debt

Financial repression can wipe out large quantities of government debt in what has been called the liquidation effect. This has an effect equivalent to increasing government revenues and has been used by emerging and advanced economies.

		Liquidation effect revenues as a percent of	
Country	Period	Gross domestic product	Tax revenues
Argentina	1944-74	3.2	19.3
Australia	1945-68, 1971, 1978	5.1	20.3
Belgium	1945-74	2.5	18.6
India	1949-80	1.5	27.2
Ireland	1965-90	2.0	10.3
Italy	1945-70	5.3	127.5
South Africa	1945-74	1.2	8.9
Sweden	1945-65, 1984-90	0.9	6.5
United Kingdom	1945-80	3.6	26.0
United States	1945-90	3.2	18.9

Source: Reinhart and Sbrancia (2011).

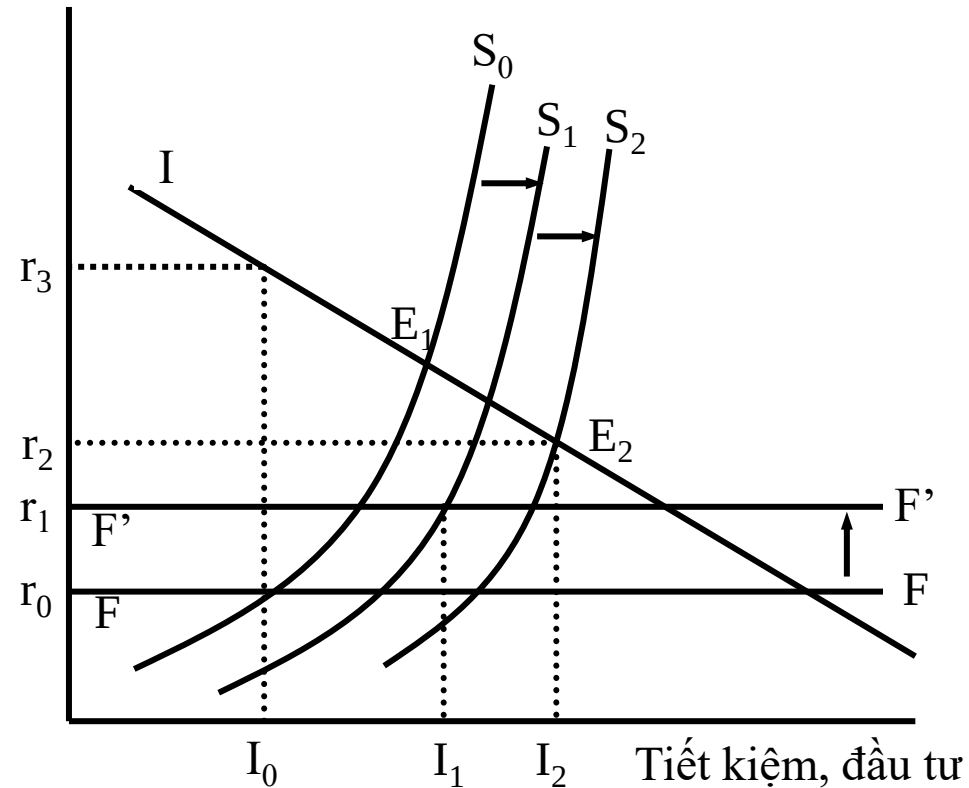
Tự do hóa tài chính theo trình tự



Tự do hóa lãi suất

- Tràn lãi suất được tăng từ FF lên FF'.
- Tốc độ tăng trưởng kinh tế tăng lên từ g_0 lên g_1 .
- Đường tiết kiệm dịch chuyển sang phải từ S_0 sang S_1 .
- Đầu tư tăng lên I_1 .

Lãi suất thực



- ◆ Khi kiểm soát lãi suất được xóa bỏ hoàn toàn, đường tiết kiệm dịch chuyển tới vị trí S_2 ứng với tốc độ tăng trưởng kinh tế g_2 . Điểm cân bằng là E_2 . Lãi suất thực là r_2 và lượng đầu tư là I_2 .

Những chỉ trích về tự do hóa tài chính

- Khi lãi suất vốn vay càng tăng, thì càng có một tỷ lệ lớn hơn những nhà đầu tư liều lĩnh xin được cấp tín dụng; nhưng những người vay cần trọng sẽ bị buộc phải rời bỏ thị trường (lựa chọn bất lợi).
- Bất cứ người đi vay nào cũng tìm cách thay đổi bản chất của dự án của họ để làm cho nó trở nên rủi ro hơn (rủi ro đạo đức). Vì lợi nhuận mong đợi trên một đồng vốn vay của những nhà đầu tư cần trọng có thể là không đủ cao để trả cho lãi suất đi vay.

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

- Tự do hóa tài chính thông qua việc xóa bỏ kiểm soát lãi suất và hạ thấp tỷ lệ dự trữ bắt buộc đã loại bỏ một phương tiện để chính phủ bù đắp thâm hụt ngân sách.
- Nếu chính phủ không có khả năng vay trong nước và không muốn tăng thuế lạm phát, thì tài khoản vốn phải được nới lỏng để dùng tiết kiệm nước ngoài để bù đắp cho thâm hụt ngân sách.
- Dòng vốn nước ngoài chảy vào làm tỷ giá hối đoái thực lên giá. Trên thực tế, tỷ giá hối đoái có thể lên giá quá mức sau đó giảm dần do dòng vốn chảy vào sẽ giảm dần theo thời gian khi lượng nợ nước ngoài tiến gần đến mức mà nền kinh tế yêu cầu.

Khảo sát thực tiễn tự do hóa tài chính

- **Tự do hóa tài chính làm:**

- Tăng lãi suất thực
- Tăng độ sâu tài chính (ngoại trừ những nước có thu nhập thấp)
- Tăng đầu tư từ nước ngoài
- Tăng hiệu quả phân bổ đầu tư

- **Nhưng không làm tăng tiết kiệm:**

- Các nghiên cứu thực nghiệm không cho một kết quả *nhất quán* về tác động của tự do hóa tài chính đối với tỷ lệ tiết kiệm.
- Trong nhiều trường hợp, tỷ lệ tiết kiệm giảm sau khi tự do hóa tài chính.

Lãi suất cho vay thực trước và sau tự do hóa tài chính nội địa

	Trước	Sau
50 nước tự do hóa tài chính (1970-1998)	1,58	7,73*
Các nước phát triển	0,43	6,28*
Các nền kinh tế đang trỗi dậy		
Châu Á	5,52	5,0
Châu Mỹ La-tinh	1,42	14,7*
Châu Phi	-1,49	8,96*
Trung Đông	12,12	8,06
Các nước phân theo nhóm thu nhập		
Cao	1,10	6,02*
Trung bình cao	-3,28	9,03*
Trung bình thấp	15,47	9,97*
Thấp	0,06	9,73*

* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

Nguồn: Reinhart & Tokatlidis (2001).

Tín dụng cho khu vực tư nhân/GDP trước và sau tự do hóa tài chính nội địa

	Trước	Sau
50 nước tự do hóa tài chính (1970-1998)	32,2	55,2*
Các nước phát triển	56,9	82,5*
Các nền kinh tế đang trỗi dậy		
Châu Á	32,7	57,9*
Châu Mỹ La-tinh	25,8	33,5*
Châu Phi	19,7	26,8*
Trung Đông	28,3	37,7*
Các nước phân theo nhóm thu nhập		
Cao	56,5	81,9*
Trung bình cao	32,1	44,7*
Trung bình thấp	24,5	41,6*
Thấp	17,7	18,2

* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

Nguồn: Reinhart & Tokatlidis (2001).

Tỷ lệ tiết kiệm nội địa/GDP trước và sau tự do hóa tài chính

	Trước	Sau
50 nước tự do hóa tài chính (1970-1998)	19,7	21,0*
Các nước phát triển	24,8	22,8*
Các nền kinh tế đang trỗi dậy		
Châu Á	23,2	28,9*
Châu Mỹ La-tinh	23,0	19,2*
Châu Phi	14,5	12,2*
Trung Đông	11,4	14,2*
Các nước phân theo nhóm thu nhập		
Cao	24,1	24,5
Trung bình cao	24,4	23,8
Trung bình thấp	18,6	18,3
Thấp	14,1	13,1

* Có ý nghĩa thống kê ở mức 5%

Nguồn: Reinhart & Tokatlidis (2001).

Tự do hóa tài chính và khủng hoảng

Nghiên cứu của Demirguc-Kunt & Detragiache (1998)

- Khủng hoảng ngân hàng có khả năng xảy ra nhiều hơn tại những nước có khu vực tài chính tự do hóa, ngay cả khi các yếu tố khác đã được kiểm soát.
- Các nước có môi trường thể chế không tốt (luật pháp yếu kém, tham nhũng lan tràn, hoạt động quản lý nhà nước không hiệu quả và cơ chế cưỡng chế thi hành hợp đồng không hữu hiệu) có xác suất rơi vào khủng hoảng cao hơn khi tự do hóa tài chính.
- Tự do hóa tài chính làm giảm đặc quyền kinh doanh của ngân hàng, từ đó dẫn tới tâm lý ỷ lại và khủng hoảng tài chính.

Các nước tự do hóa tài chính có xác suất khủng hoảng NH cao hơn

	Năm kh.hoảng	XS kh.hoảng theo dự đoán của mô hình	XS kh.hoảng dự đoán nếu không tự do hóa
Hoa Kỳ	1980	0,459	0,126
Nhật Bản	1992	0,071	0,012
Thụy Điển	1990	0,033	0,006
Chi-lê	1981	0,174	0,035
Colombia	1982	0,047	0,008
Mexico	1994	0,207	0,043
Ấn Độ	1991	0,221	0,047
Malaysia	1985	0,170	0,034
Indonesia	1992	0,306	0,071

Tự do hóa, khủng hoảng và phát triển tài chính

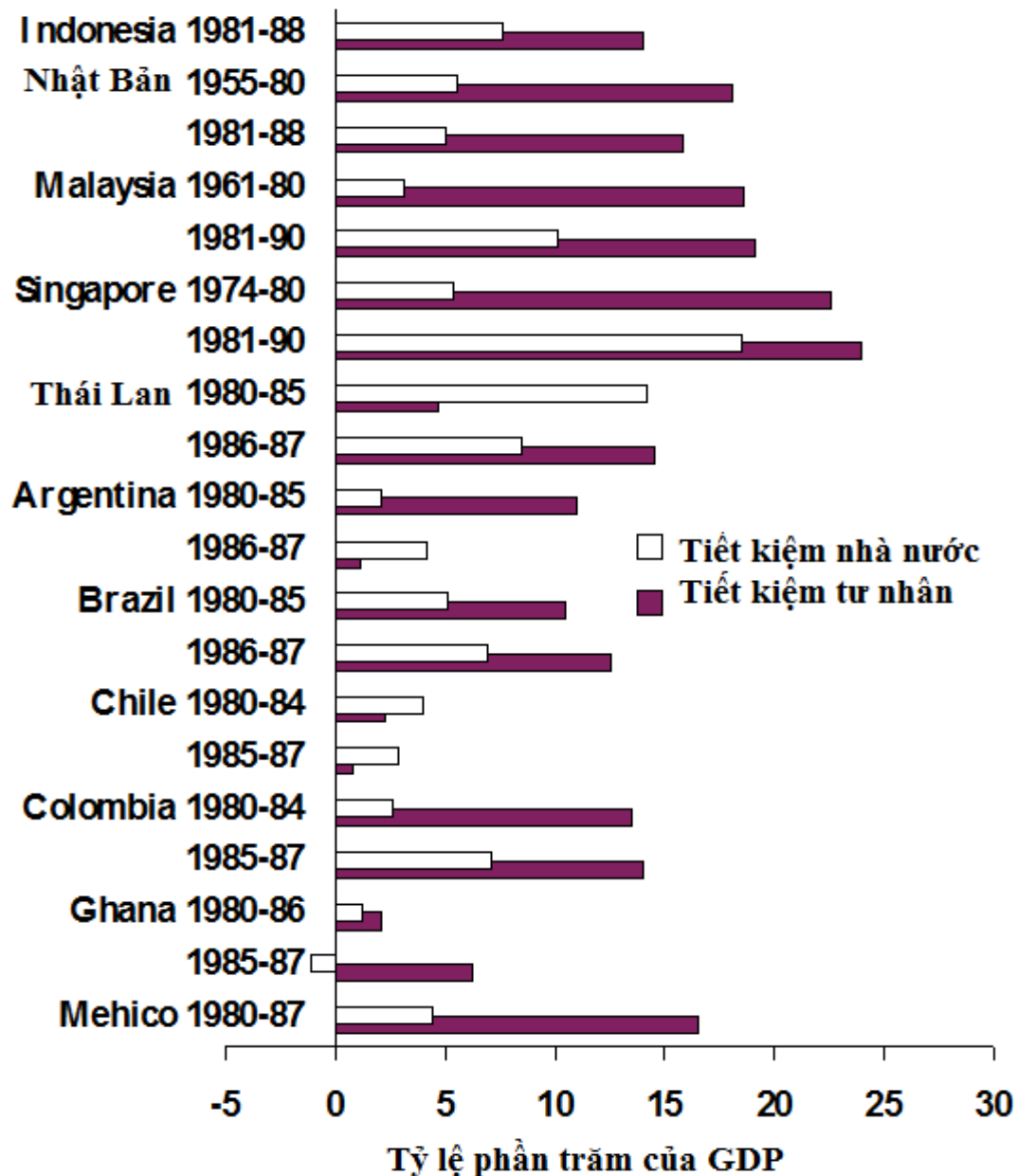
- Nếu không có khủng hoảng ngân hàng thì tự do hóa đi liền với sự phát triển tài chính cao hơn so với khi thị trường bị kiểm soát.
- Khi vừa có tự do hóa tài chính, vừa có khủng hoảng ngân hàng thì mức độ phát triển tài chính gần như không khác với trường hợp không tự do hóa tài chính đồng thời cũng không có khủng hoảng ngân hàng.
- Đối với những nước chịu áp chế tài chính mạnh (thể hiện bởi lãi suất thực âm), thì tự do hóa tài chính sẽ đi kèm với phát triển tài chính cao hơn ngay cả khi phải chịu khủng hoảng ngân hàng.

Kinh nghiệm Đông Á: Giữ ổn định kinh tế và duy trì mức thâm hụt ngân sách thấp

- Các chính sách kinh tế vĩ mô tại Đông Á ổn định hơn nhiều so với hầu hết các nước đang phát triển khác.
- Ổn định kinh tế vĩ mô có tác động tích cực tới tiết kiệm nhờ:
 - Làm giảm sự biến thiên suất sinh lợi từ tiết kiệm; suất sinh lợi bảo đảm hơn có thể làm tăng tiết kiệm.
- Xu thế duy trì mức thâm hụt nhỏ hay thặng dư lớn ở Đông Á đã góp phần ổn định kinh tế vĩ mô, và thặng dư ngân sách đóng góp trực tiếp vào mức tiết kiệm quốc gia cao.
- Tất cả các nước Đông Á đã kiên định duy trì mức tiết kiệm nhà nước cao cũng như tiết kiệm tư nhân ngày càng gia tăng

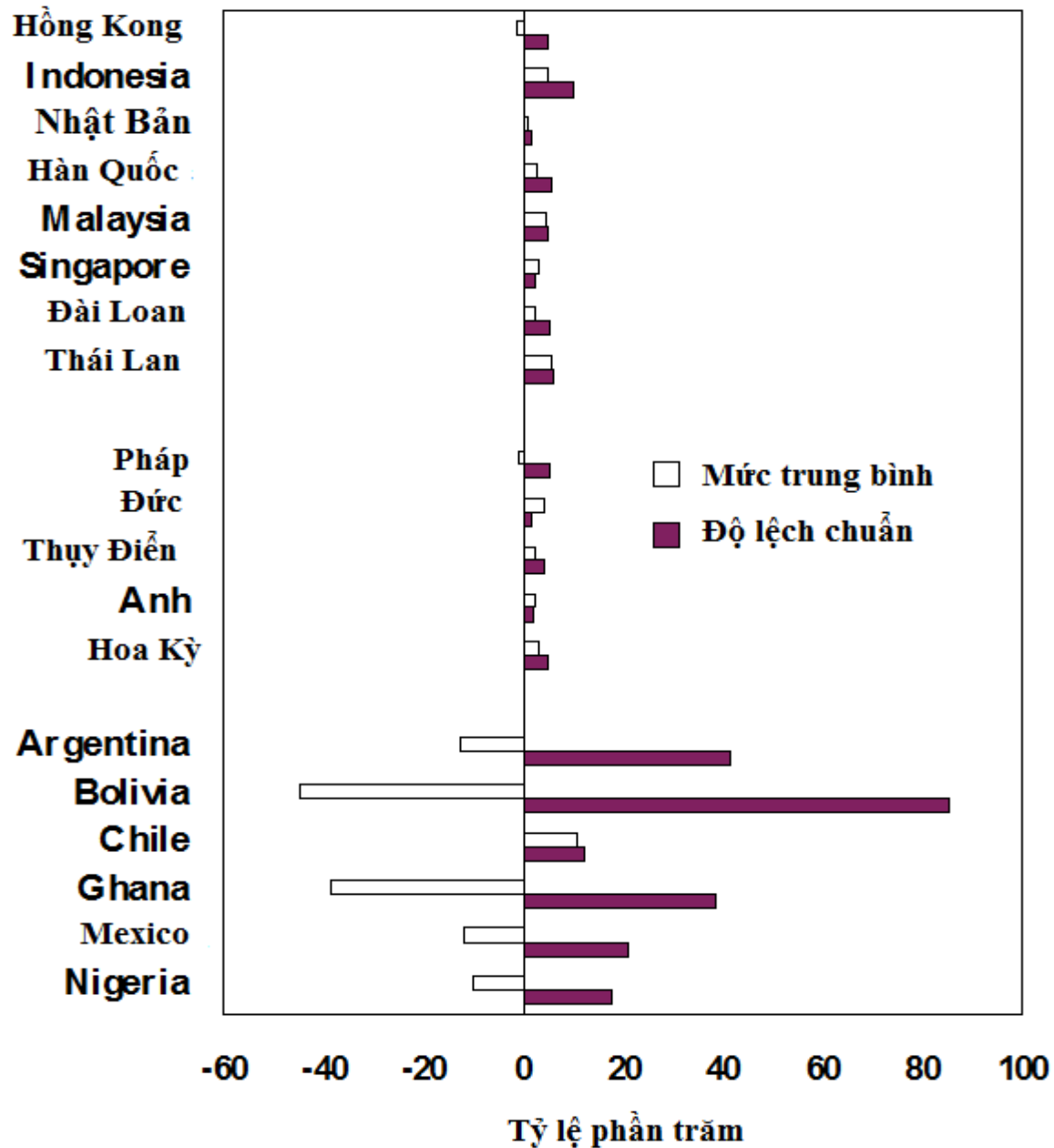
Tỷ lệ tiết kiệm

- Tỷ lệ tiết kiệm cao ở các nước Đông Á so với các nước Mỹ Latinh cho thấy can thiệp của chính phủ đã có hiệu quả trong việc gia tăng tiết kiệm.



Kiểm chế tài chính (Financial Restraint)

- Các nền kinh tế Đông Á cũng không chế lãi suất thấp hơn mức cân bằng. Tuy nhiên, mức độ áp chế tài chính có mức độ vừa phải và thấp hơn nhiều so với các nước đang phát triển khác.
- Chính sách áp chế tài chính một cách vừa phải được gọi là kiểm chế tài chính.



Tác động của kiểm chế tài chính

- Kiểm chế tài chính (Financial restraint - Stiglitz): Áp chế tài chính ở mức độ vừa phải
 - Kiểm soát lãi suất nhưng đảm bảo lãi suất thực dương
- Làm tăng tiết kiệm
 - Giảm lãi suất làm chuyển thu nhập từ các hộ gia đình sang doanh nghiệp, và do khu vực DN có xu hướng tiết kiệm cao hơn, mức tiết kiệm tổng cộng gia tăng.
- Khắc phục vấn đề lựa chọn bất lợi trong danh mục cho vay của ngân hàng
 - Giảm lãi suất và sử dụng lãi suất làm cơ chế sàng lọc dự án (tránh được tính trạng chỉ dự án có rủi ro cao mới vay được vốn khi lãi suất cao).
- Tạo giá trị thặng dư cho các doanh nghiệp vay được vốn
 - Khuyến khích doanh nghiệp đầu tư và chấp nhận rủi ro.

Can thiệp của chính phủ trong phân bổ tín dụng

- Tất cả các nước Đông Á đã tập trung (hướng) tín dụng theo các mức độ khác nhau để hỗ trợ cho:
 - Các chính sách công nghiệp (các công ty, tập đoàn, ngành công nghiệp và hoạt động ưu tiên như xuất khẩu hay các dự án công nghệ cao)
 - Một số mục tiêu xã hội (nông dân, các doanh nghiệp vừa và nhỏ, hay một nhóm dân tộc thiểu số cụ thể).
- Chính phủ tập trung tín dụng bằng cách đầu tư vào các doanh nghiệp nhà nước, sử dụng các ngân hàng phát triển của mình để cho các lĩnh vực ưu tiên vay vốn và buộc các ngân hàng thương mại cấp các khoản vay cho các hoạt động xác định.

Khó khăn trong đánh giá sự can thiệp trong phân bổ tín dụng tại Đông Á

- Thường không có cách nào biết được tăng trưởng sẽ cao hơn hay thấp hơn nếu không có chương trình tín dụng tập trung.
- Một chương trình tốt cần phải có khả năng chịu rủi ro, tức là thất bại thường xảy ra. Một chương trình chỉ có thành công nhất thiết là chương trình quá thận trọng.
- Phần lớn lợi ích chỉ có được trong thời gian dài hạn, do vậy mà lợi nhuận hiện tại không phải là thước đo phù hợp về thành công.

Tác động tích cực của sự can thiệp

- Phần lớn can thiệp vào khu vực tài chính của chính phủ các nước Đông Á là để sửa chữa các thất bại của thị trường.
- Các chính phủ Đông Á đã không thay thế thị trường mà sử dụng và định hướng thị trường.
- Các chương trình cho vay của chính phủ bổ sung cho hoạt động cho vay tư nhân.

Tác động tiêu cực của sự can thiệp

- ◆ Nhiều hoạt động cho vay không được dựa trên cơ sở thương mại.
- ◆ Bảo lãnh ngầm của c.phủ tạo ra vấn đề tâm lý ỷ lại nghiêm trọng.
- ◆ Can thiệp trong hệ thống tài chính gây ảnh hưởng đến cơ cấu doanh nghiệp. Ví dụ:
 - ◆ Hình thành các tập đoàn khổng lồ, vay nợ cao và hướng vào doanh thu thay vì lợi nhuận ở Hàn Quốc.
 - ◆ Cơ cấu công nghiệp/tài chính của nền kinh tế Thái Lan được tập trung xung quanh một vài gia đình là chủ sở hữu ngân hàng và DN.

Áp chế tài chính ở Việt Nam

- Kiểm soát lãi suất
- Dự trữ bắt buộc
- Nhà nước sở hữu các tổ chức tài chính và tín dụng chỉ định

Kiểm soát lãi suất vào đầu thập niên 90

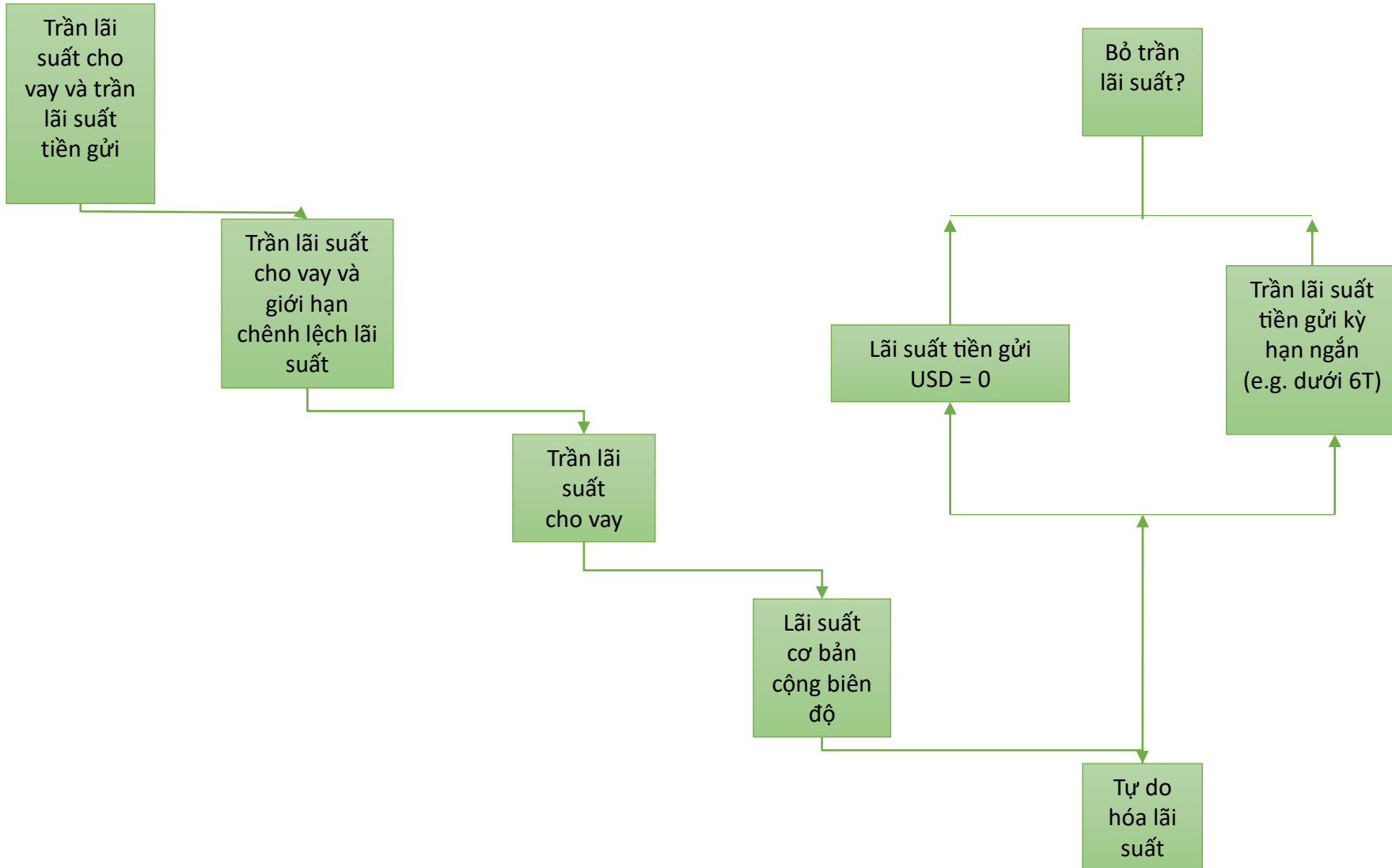
	1990	1991	1992	1993	1994
Tiền gửi không kỳ hạn (cá nhân)	28.8	25.2	12.0	8.4	8.4
Tiền gửi tiết kiệm 3 tháng (cá nhân & DN)	48.0	42.0	24.0	16.8	16.8
Lãi suất cho vay					
Nông nghiệp	28.8	39.6	30.0	...	...
Công nghiệp và vận tải	32.4	36.0	24.0	...	...
Thương mại và du lịch	34.8	44.4	32.4	...	...
Vốn cố định	9.6	9.6	21.6	14.4	20.4
Vốn lưu động	...	...	32.4	25.2	25.2
Chênh lệch lãi suất	-15.6	-6.0	6.0	8.4	...
Lạm phát	92.4	57.6	13.2	14.4	10.8
Lãi suất thực tiết kiệm 3 tháng	-44.4	-15.6	10.8	2.4	...

Nguồn: World Bank, “Vietnam Financial Sector Review”, 1995.

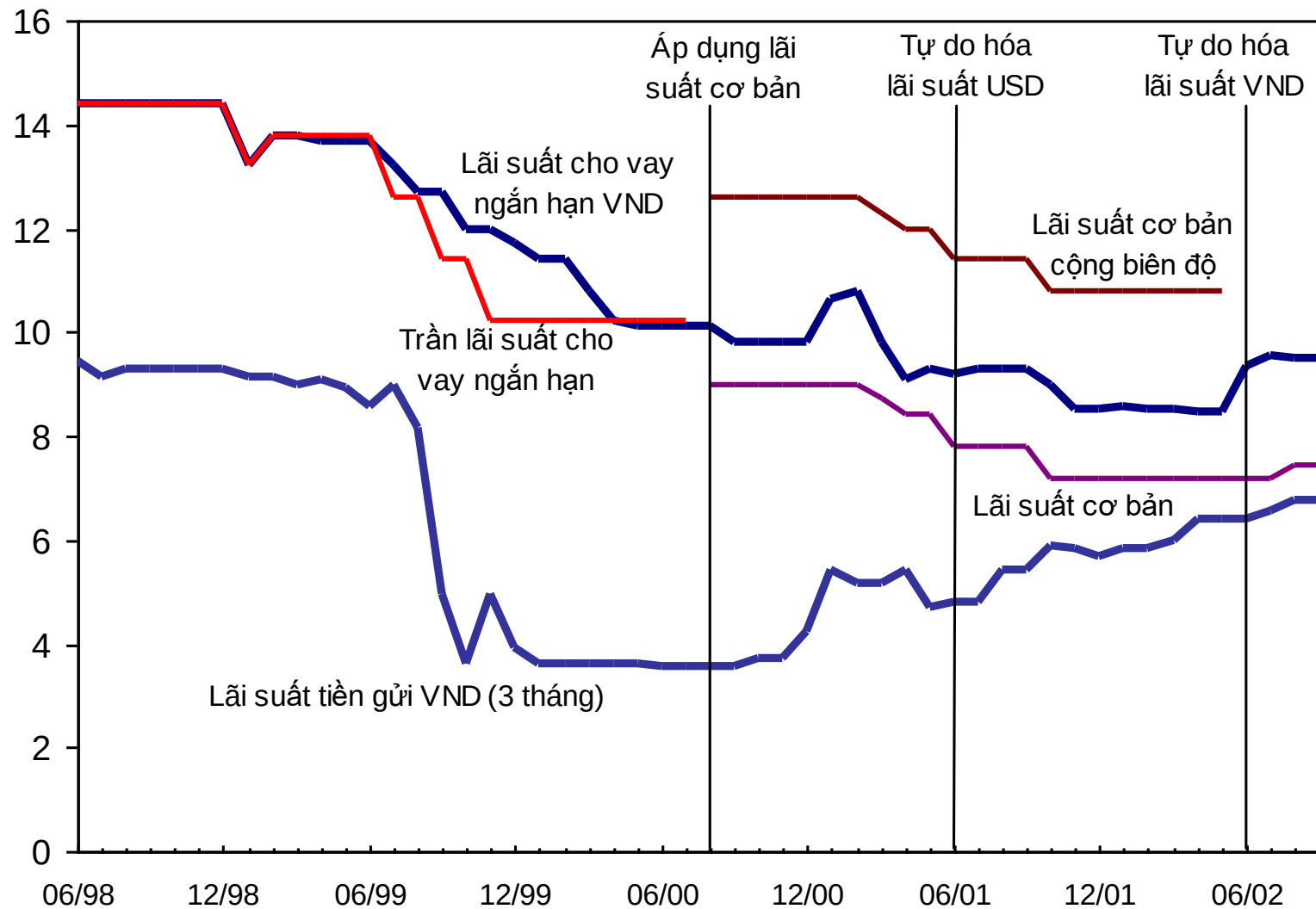
Kiểm soát lãi suất vào đầu thập niên 90

- Lãi suất tiền gửi và cho vay của các ngân hàng TMQD đều do Ngân hàng Nhà nước (NHNN) quy định.
- Cũng theo quy định của NHNN, các ngân hàng thương mại (NHTM) duy trì các mức lãi suất cho vay khác nhau đối với cho vay nông nghiệp, công nghiệp và thương mại.
- Mức biến thiên lãi suất này thể hiện ưu tiên đầu tư vào những lĩnh vực cụ thể, thay vì phản ánh rủi ro tương đối của các dự án đầu tư.
- Trước 1992, lãi suất danh nghĩa được kiểm soát mà không gắn với chỉ số giá (CPI). Lãi suất thực có mức âm. Lãi suất cho vay còn được quy định ở mức thấp hơn lãi suất tiền gửi.

Trình từ nói lỏng kiểm soát lãi suất, đến tái áp đặt trần lãi suất?

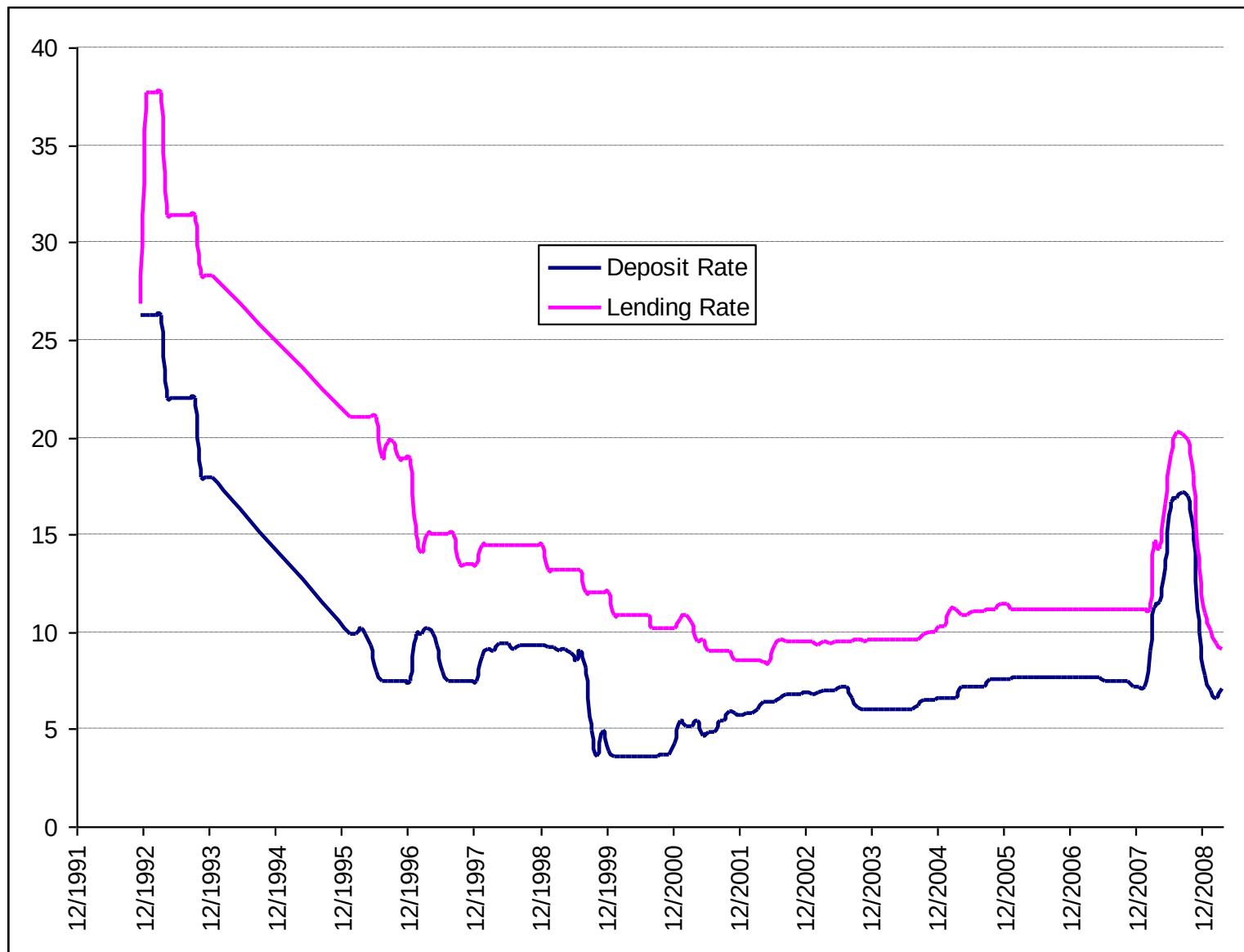


Lãi suất và chính sách lãi suất



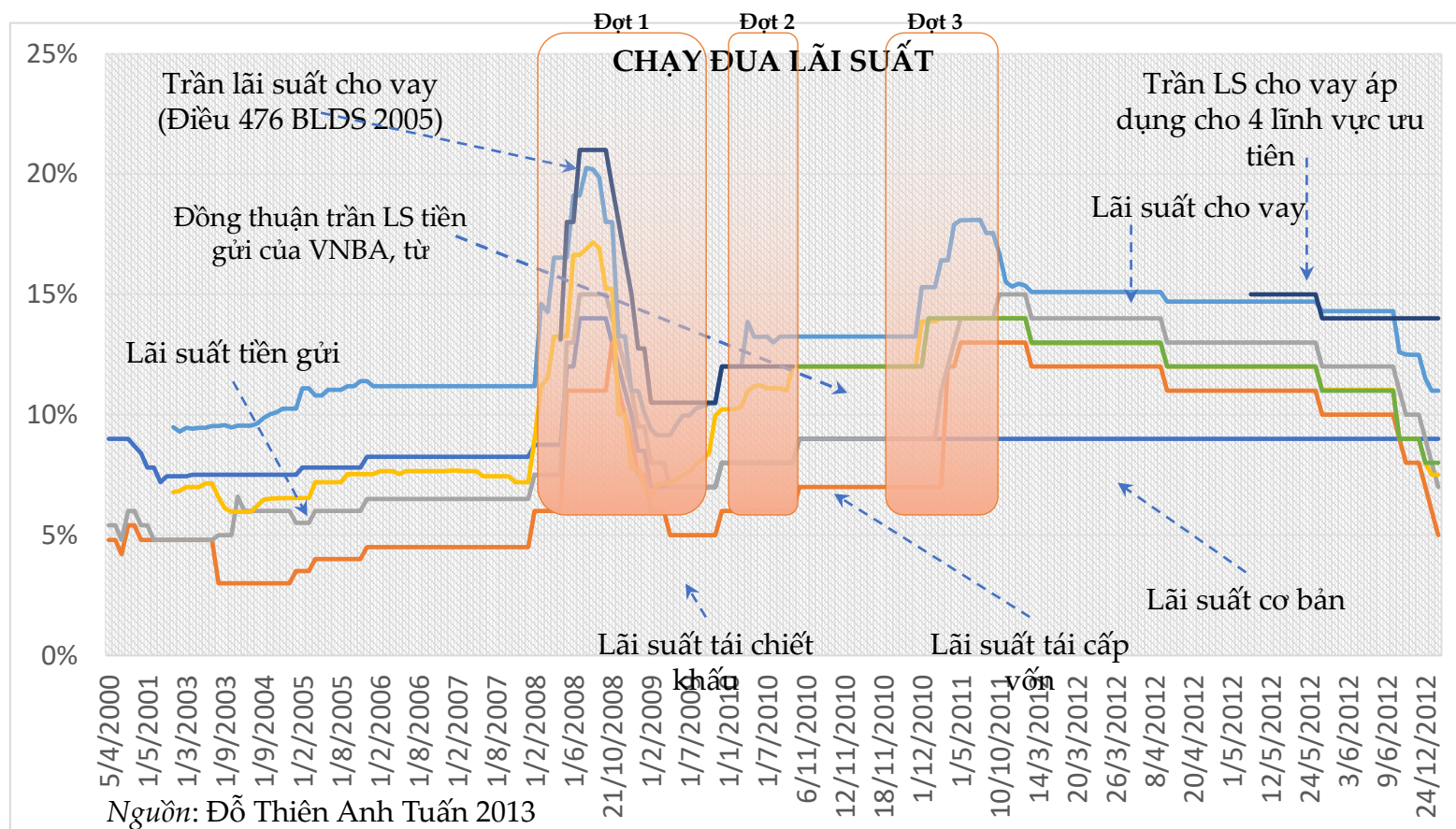
Nguồn: NXT (2002), “Việt Nam: Con đường đi đến tự do hóa lãi suất”, NCTH của FETP.

Lãi suất tiền gửi và cho vay của các NHTM Việt Nam



Nguồn: Global Financial Data

Chạy đua lãi suất 2008 - 2012

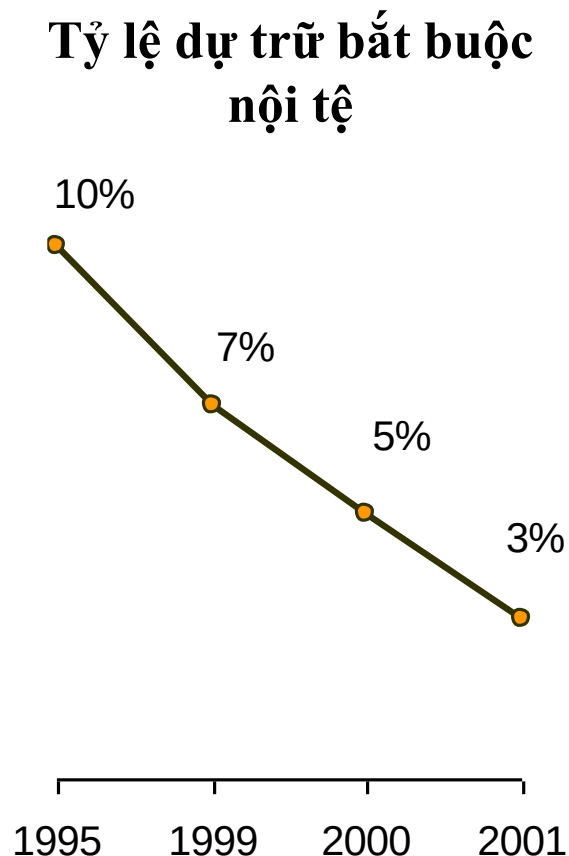


Trần lãi suất

- Người gửi tiền không có động lực giao dịch với ngân hàng nhỏ yếu
- Ngân hàng yếu dựa hoàn toàn vào thị trường liên ngân hàng và đã tích tụ nhiều khoản nợ lớn
- Ngân hàng mạnh hơn có nhiều tiền mặt nhưng không cho ngân hàng không có thanh quản vay
- NHNN hiện đứng giữa các bên đóng vai trò kiến tạo thị trường

Dự trữ bắt buộc

- Từ năm 1995, tỷ lệ dự trữ bắt buộc được thống nhất ở mức 10% cho tất cả các tổ chức ngân hàng (ngoại trừ quỹ tín dụng nhân dân, ngân hàng cổ phần nông thôn và hợp tác xã tín dụng) và các loại tiền gửi (ngoại trừ tiền gửi nội tệ có kỳ hạn từ 1 năm trở lên).
- Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền đồng được giảm xuống liên tục và hiện ở mức 3% (2% đối với NH NNPTNT).



- ◆ Tỷ lệ dự trữ bắt buộc do vậy là công cụ điều hành chính sách tiền tệ nhiều hơn là công cụ áp chế tài chính