

Chính sách phát triển

Bài giảng 22

Tiết kiệm nội địa và thể chế tài chính

James Riedel

Tiết kiệm nội địa và thể chế tài chính: một số câu hỏi

Tiết kiệm nội địa:

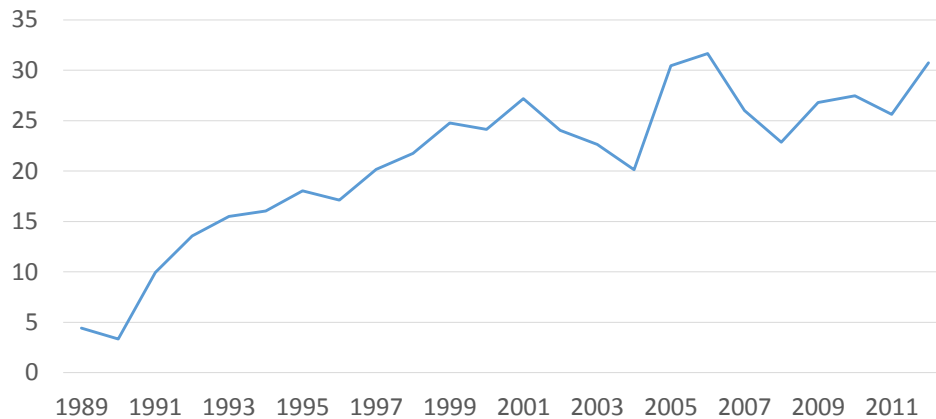
- Tại sao tiết kiệm quan trọng đối với phát triển?
- Điều gì xác định tỉ lệ tiết kiệm?
- Chính sách nào khuyến khích tiết kiệm nội địa?

Thể chế tài chính nội địa:

- Tại sao các thể chế tài chính quan trọng đối với phát triển?
- Tại sao nhiều nước đang phát triển áp chế khu vực tài chính của mình?
- Đây là lợi thế và bất lợi của hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng?
- Phát triển tài chính có thúc đẩy tăng trưởng kinh tế không?

Số liệu tiết kiệm nội địa của Việt Nam

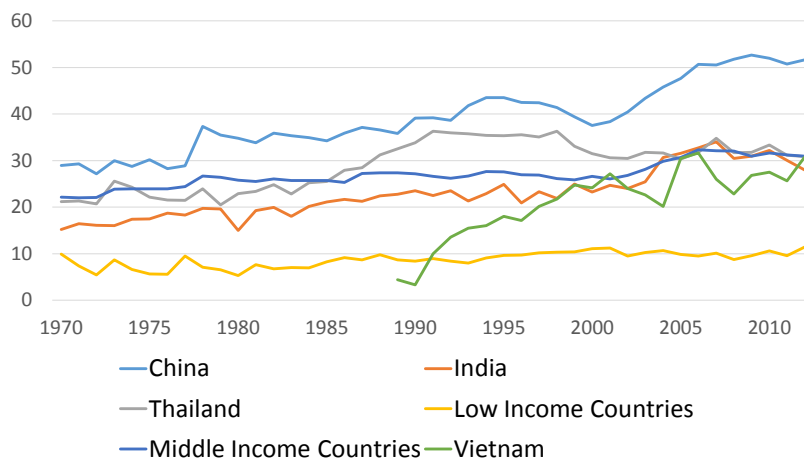
Tiết kiệm gộp quốc gia % GDP: Việt Nam, 1989-2012



Source: World Bank Indicators

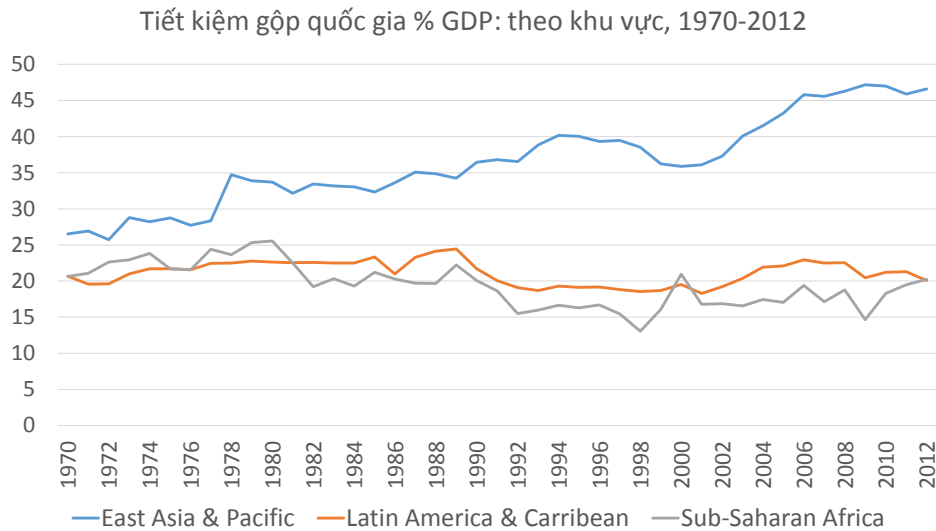
Số liệu tiết kiệm nội địa của một số nước

Tiết kiệm gộp quốc gia % GDP:
Một số nước: 1970-2012



Source: World Bank Indicators

Số liệu tiết kiệm nội địa của một số khu vực



Số liệu tiết kiệm nội địa của một số khu vực

	Sub-Saharan Africa			High-performing Asian Countries		
	S/GDP	I/GDP	(S-I)/GDP	S/GDP	I/GDP	(S-I)/GDP
1970-79	11.7	21.4	-9.7	29.2	26.3	2.7
1980-89	6.7	18.8	-12.0	33.2	29.8	3.4
1990-95	6.2	17.2	-11.0	35.7	36.5	-0.8

Source: Ibrahim A. Elbadawi and Francis M. Mwega, "Can Africa's Saving Collapse be Reversed?" World Bank Economic Review, 14(1): 415-43

Các yếu tố khác quyết định tỉ lệ tiết kiệm nội địa tư nhân

5. Lãi suất: tác động của lãi suất lên tỉ lệ tiết kiệm là không rõ ràng. Một mặt, lãi suất cao hơn nghĩa là suất sinh lợi trên tiết kiệm cao hơn, và khuyến khích tiết kiệm. Mặt khác, lãi suất cao hơn làm tăng thu nhập lâu dài, do đó khuyến khích tiêu dùng nhiều hơn.
6. Bất trắc. Mặc định chung cho rằng càng bất trắc thì người tiêu dùng sợ rủi ro sẽ càng tiết kiệm nhiều. Nếu người tiêu dùng đứng trước khả năng biến động thu nhập, thất nghiệp, thuế và lạm phát cao hơn, họ sẽ dành ra một phần thu nhập để phòng thân.
7. Ràng buộc vay mượn. Đây là kết quả từ những khiếm khuyết phổ biến trên thị trường vốn, bao gồm trần lãi suất, phân định tín dụng và thiếu công cụ tài chính thay thế. Khi người tiêu dùng gặp rào cản vay mượn họ bị hạn chế tài trợ tiêu dùng hiện tại từ tài sản trong tương lai. Do đó người tiêu dùng sợ rủi ro và lo xa sẽ tăng tỉ lệ tiết kiệm khi dự trù có khó khăn trong vay mượn.
8. Ràng buộc vay mượn trên thị trường vốn thế giới. Theo đó một số dòng vốn nước ngoài tài trợ cho tiêu dùng và không khuyến khích tiết kiệm nội địa, đặc biệt ở các nước đang phát triển. Chúng ta sẽ bàn chi tiết giả thuyết này trong bài giảng tới.

Các yếu tố khác quyết định tỉ lệ tiết kiệm nội địa tư nhân

9. Tự do hóa tài chính. Tác động của tự do hóa tài chính cũng không rõ ràng. Một mặt, nhờ nói lỏng ràng buộc vay mượn, nó có thể không khuyến khích tiết kiệm. Mặt khác, khi gia tăng độ sâu tài chính và mở rộng gia tăng loại hình tiết kiệm sẵn có, nó có thể khuyến khích tiết kiệm. Vấn đề này sẽ rõ hơn trong bài giảng tới.
10. Chính sách tài khóa. Về lý thuyết tác động của chính sách tài khóa lên tiết kiệm cũng không rõ. Nhưng bằng chứng thực nghiệm hiện hữu cho thấy mối quan hệ nghịch biến nổi bật giữa tiết kiệm công và tiết kiệm tư nhân. Sự mơ hồ nổi lên từ giả thuyết kỳ vọng duy lý *Rational Expectation (giống Ricardo) Hypothesis*, theo đó người tiêu dùng điều chỉnh theo chỉ tiêu của chính phủ, bất kể chỉ tiêu này được tài trợ như thế nào trong ngắn hạn (thuế, nợ, lạm phát hay vỡ nợ). Tuy nhiên, vấn đề thực tế là rõ ràng tiết kiệm công chen lấn tiết kiệm tư nhân. Vấn đề này cũng sẽ được đề cập chi tiết trong bài giảng tới.

Động thái tiết kiệm tư nhân: bằng chứng thực nghiệm

Giả thuyết:

1. Mức thu nhập (+)
2. Tốc độ tăng trưởng (+)
3. Tỷ lệ phụ thuộc (-)
4. An sinh xã hội (-)
5. Lãi suất (?)
6. Bất trắc (+)
7. Ràng buộc vay mượn (+)
8. Tự do hóa tài chính (?)
9. Chi tiêu của chính phủ (thường là -, nhưng giống dự báo của Ricardo)
10. Viện trợ và vay nước ngoài (-)

Private saving: Alternative samples, system estimator (Dependent variable: Gross private saving/GPDI)				
Sample	1 Full	2 Bounded*	3 LDC	4 OECD
Lagged private saving rate	0.587 (9.254)	0.494 (10.330)	0.476 (17.820)	0.674 (12.704)
Real per-capita GPDI ^b	0.049 (2.458)	0.035 (2.408)	0.071 (7.473)	0.013 (0.382)
Real growth rate of per-capita GPDI ^b	0.450 (5.828)	0.379 (6.103)	0.425 (13.282)	0.285 (2.036)
Real interest rate ^{a, c}	-0.253 (-5.011)	-0.162 (-3.408)	0.002 (.084)	0.020 (0.313)
M2/GNP	-0.020 (-0.562)	-0.007 (-0.262)	0.024 (1.001)	0.028 (1.989)
Terms of trade ^b	0.078 (5.096)	0.060 (5.921)	0.044 (4.875)	0.068 (3.641)
Urbanization ratio	-0.382 (-3.538)	-0.241 (-3.452)	-0.240 (-5.101)	-0.080 (-1.751)
Old dependency ratio	-0.655 (-3.069)	-0.555 (-4.531)	-1.370 (-4.321)	-0.218 (-1.42)
Young dependency ratio	-0.299 (-4.017)	-0.275 (-5.607)	-0.279 (-5.816)	-0.068 (-0.639)
Government saving/GPDI	-0.285 (-5.097)	-0.172 (-3.782)	-0.238 (-8.333)	-0.112 (-2.782)
Private credit flow/GPDI	-0.318 (-3.989)	-0.316 (-5.791)	-0.508 (-9.955)	-0.085 (-2.427)
Inflation rate ^{a, c}	0.143 (2.034)	0.127 (3.325)	0.177 (4.181)	0.157 (2.963)
Wald test of joint significance (p-value)	0.000	0.000	0.000	0.000
Sargan test (p-value)	0.400	0.174	0.292	0.942
Test for 1st-order serial correlation (p-value)	0.001	0.001	0.000	0.013
Test for 2nd-order serial correlation (p-value)	0.121	0.362	0.690	0.157
Test for 3d-order serial correlation (p-value)	0.221	0.404	0.353	0.889
Number of observations (Number of countries)	872 (69)	845 (73)	475 (49)	397 (20)

Notes: T-statistics (in brackets) computed with heteroskedasticity-consistent standard errors.

* Observations more than 4 Standard Deviations away from mean of variables are dropped.

^a Expressed in logs (log of [1+x] for the real interest rate and the inflation rate).

^b Measured by the first difference of the log.

^c Both the real interest rate and the inflation rate are bounded between -50 percent and percent.

Động thái tiết kiệm tư nhân: Hàm ý chính sách

- Chính sách tài khóa. Có tác động âm lên tiết kiệm tư nhân, nhưng tác động dương ròng lên tiết kiệm quốc gia (ngược với chủ thuyết tương đương Ricardo). Các hệ số bù đắp biến thiên từ dưới 30% ở Ấn Độ tới 80% ở Mexico.
- Bằng chứng cho thấy giảm chi tiêu là cách hiệu quả hơn để tăng tiết kiệm quốc gia so với tăng thuế. (ghi chú, chi tiêu vốn nhà nước có thể làm tăng suất sinh lợi lên đầu tư tư nhân, tạo ra tăng trưởng và tăng tiết kiệm. Bằng chứng về ưu đãi thuế với người tiết kiệm là không rõ ràng và không khả quan).
- Cải cách hưu trí. Tác động (tạm cho là tích cực) của việc thay thế hệ thống thu-chi-tức-thời (pay-as-you-go) bằng các chương trình quỹ hưu trí dài hạn (fully-funded) phụ thuộc vào cách tài trợ cho thâm hụt trong quá trình chuyển tiếp. Nếu tài trợ bằng nợ thì tác động không nhiều. Nếu tài trợ bằng cách giảm thâm hụt phi hưu trí, thì sẽ có tác động âm lên tiết kiệm của thể hệ hiện tại, nhưng được cho là có tác động tích cực lên tỉ lệ tiết kiệm của thể hệ tương lai. Cải cách lương hưu có thể có tác động tích cực thông qua các chương trình hưu trí bắt buộc. Ở Chile một nghiên cứu cho thấy 3,8% trong khoảng gia tăng 12,2% tỉ lệ tiết kiệm từ 1986 có thể xem là nhờ cải cách lương hưu.

Động thái tiết kiệm tư nhân: Hàm ý chính sách

- Tự do hóa tài chính. Có tác động trực tiếp, ngắn hạn và thường là tiêu cực, và cả tác động gián tiếp mang tính dài hạn và rất tích cực. Tác động trực tiếp được cho là tiêu cực vì hộ gia đình sẽ bớt dựa vào tự tài trợ (hay tiết kiệm) và chuyển sang vay nợ để dần trải tiêu dùng và tài trợ cho những chi tiêu lớn (như mua nhà...). Tác động gián tiếp diễn ra thông qua tác động tích cực của quá trình tự do hóa tài chính lên hoạt động trung gian và hiệu quả đầu tư.
- Viện trợ và vay nước ngoài. Phát hiện chung cho thấy tiết kiệm nước ngoài tăng 2% chỉ bổ sung thêm 1% gia tăng trong tiết kiệm nội địa (hay 1% tổn thất khi chèn lấn tiết kiệm nội địa). Ở châu Phi mối quan hệ nghịch biến giữa viện trợ và tiết kiệm nội địa là đặc biệt mạnh.

Thể chế tài chính trong nước

1. Chức năng của hệ thống tài chính
2. Vai trò của chính phủ
3. Tại sao các chính phủ áp chế hệ thống tài chính
4. Các biện pháp chính phủ dùng để áp chế hệ thống tài chính
5. Cách nào tốt hơn: hệ thống dựa vào ngân hàng hay hệ thống dựa vào thị trường
6. Phát triển tài chính và tăng trưởng
7. Dữ liệu so sánh về phát triển khu vực tài chính

Chức năng của hệ thống tài chính

1. Vấn đề tiền và đảm bảo tiền
2. Chuyển hóa cơ chế thanh toán (ví dụ hệ thống bù trừ đối chiếu)
3. Khuyến khích và huy động tiết kiệm và đầu tư tư nhân bằng cách đề ra danh mục các chọn lựa tiết kiệm và đầu tư

Vai trò chính phủ

1. Tạo nền tảng pháp lý để bảo vệ quyền lợi của chủ nợ và nhà đầu tư
2. Tạo điều kiện thu thập và phổ biến thông tin (yêu cầu và chuẩn hóa tập quán công bố thông tin)
3. Thiết lập và duy trì đồng tiền mạnh
4. Thiết lập qui định và giám sát cẩn trọng, tránh điều tiết quá mức.

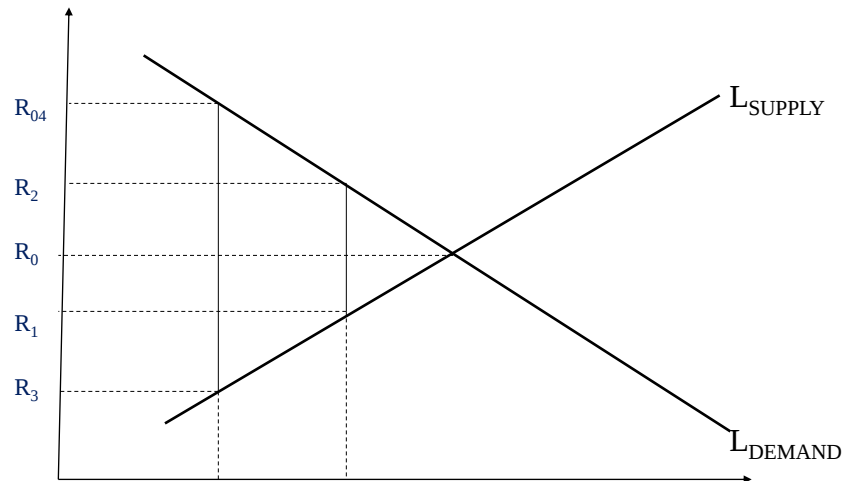
Áp chế tài chính: Trần lãi suất

Lập luận bên ngoài: (1) ngăn chặn cạnh tranh quá mức, (2) giúp ngân hàng có lợi nhuận, (3) nâng cao sự vững mạnh của hệ thống ngân hàng

Lập luận bên trong: buộc ngân hàng phải thực hiện cho vay có trợ cấp cho đối tượng vay được chính phủ ưu đãi

Tác động: giúp ngân hàng có lợi với cái giá của người gửi tiền và người vay, giảm lượng vốn vay sẵn có

Áp chế tài chính: trần lãi suất



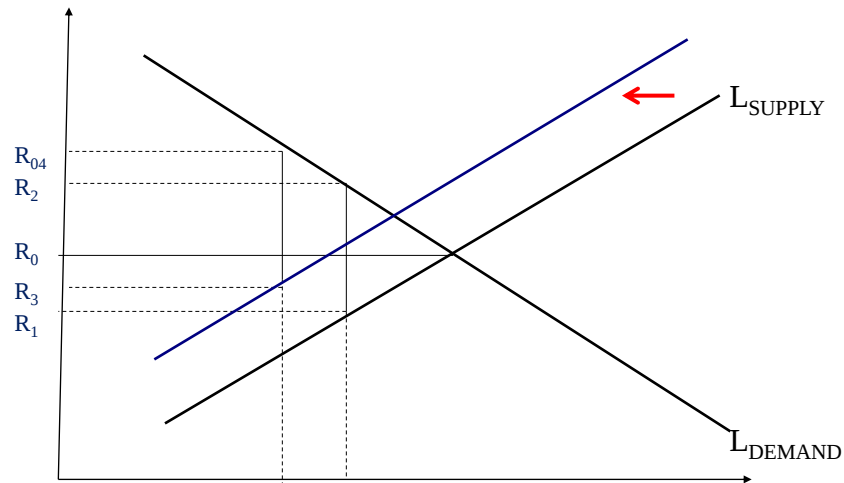
Áp chế tài chính: Dự trữ bắt buộc cao

Lập luận bên ngoài: hỗ trợ việc chuyển giao tiền gửi giữa các ngân hàng như là biện pháp phòng ngừa khủng hoảng.

Lập luận bên trong: vốn vay trực tiếp cho chính phủ với lãi suất thấp hay 0, tài trợ bằng khoản thuế ngầm ẩn đối với người gửi tiền.

Tác động: giúp ngân hàng có lợi với tổn thất của người gửi và đi vay và giảm lượng vốn vay sẵn có.

Áp chế tài chính: Dự trữ bắt buộc



Áp chế tài chính: tín dụng chính phủ

Chính phủ có thể sử dụng dự trữ bắt buộc để cấp vốn cho các dự án ưu đãi và có thể quốc hữu hóa ngân hàng để hỗ trợ thâm hụt và dự án ưu đãi

Lập luận thường là để nội hóa ngoại tác trên thị trường tín dụng

Cho vay chính sách với lãi suất ưu đãi hình thành thuế đối với người gửi và gạt bỏ người đi vay

Áp chế tài chính: sở hữu nhà nước

Sở hữu nhà nước là cách đơn giản nhất để áp chế hệ thống tài chính và thúc đẩy việc cho vay theo chính sách. Nhớ rằng nó phải đi kèm với những hạn định về cạnh tranh từ các ngân hàng tư nhân và nguồn vốn khác.

Sự thành công của Liên Xô thập niên 50, Nhật 60-90, và các con hổ Đông Á thách thức quan điểm truyền thống cho rằng áp chế tài chính là xấu. Sự sụp đổ của Liên Xô, Nhật từ 1990 và khủng hoảng tài chính châu Á đã khôi phục niềm tin vào quan điểm truyền thống.

Áp chế tài chính: hạn chế sự gia nhập của ngân hàng nước ngoài

Áp chế tài chính đòi hỏi các ngân hàng thương mại nhà nước phải được bảo hộ trước sự cạnh tranh của ngân hàng nước ngoài, ngân hàng tư nhân nội địa và thị trường tài chính

Áp chế tài chính: dòng vốn

Kiểm soát vốn phải có trong hệ thống áp chế tài chính, và hệ thống áp chế tài chính cần các biện pháp kiểm soát vốn. Sự cần thiết là một đặc tính. Áp chế tài chính có tính tự củng cố. Nhớ rằng: áp chế tài chính làm tăng nợ xấu, và nợ xấu là lý lẽ để áp chế tài chính.

Trung Quốc và Mỹ, hai trường hợp hệ thống dựa vào ngân hàng so với thị trường

Table 5.1: The Size and Structure of the Financial System in China and the United States in 2004 (percentage)

	China		United States	
	Share in total assets	% of GDP	Share in total assets	% of GDP
Bank loans	72	165	26	59
Equities	12	26	45	103
Government bonds	16	38	18	41
Corporate bonds	<1	<1	11	25
Total	100	230	100	229

Source: China Almanac of Banking and Financial Statistics, 2004 and Barth, Koepp and Zhou, 2004. (to be updated to 2004)

Hệ thống dựa vào ngân hàng hay thị trường: hệ thống dựa vào ngân hàng

Cơ sở của hệ thống dựa vào ngân hàng xuất phát từ chỉ trích về vai trò của thị trường trong việc thực hiện chức năng tài chính:

1. Nhà đầu tư cá nhân không được khuyến khích tiếp nhận thông tin về đầu tư vì vấn đề ăn theo.
2. Thị trường không giám sát các nhà quản lý hiệu quả, cũng do vấn đề ăn theo.
3. Các nhà quản lý hành động để ngăn chặn bên thôn tính và do đó làm suy yếu kỷ cương thị trường
4. Mối quan hệ cấm kỵ giữa HĐQT và ban giám đốc

Hệ thống dựa vào ngân hàng hay thị trường: hệ thống dựa vào thị trường

1. Ảnh hưởng lớn của ngân hàng lên doanh nghiệp có thể có tác động tiêu cực nếu ngân hàng thu lợi quá mức từ doanh nghiệp, làm giảm suất sinh lợi kỳ vọng lên hoạt động đầu tư có lợi nhuận
2. Là bên cho vay, ngân hàng đặc biệt sợ rủi ro, sẽ là hạn chế cho sự đổi mới sáng tạo và tăng trưởng.
3. Ngân hàng có thể cấu kết với doanh nghiệp đối đầu với chủ nợ khác.
4. Thị trường cung cấp tập hợp công cụ quản lý rủi ro đa dạng hơn.

Hệ thống dựa vào ngân hàng hay thị trường: “chức năng tài chính” và “quan điểm pháp lý”

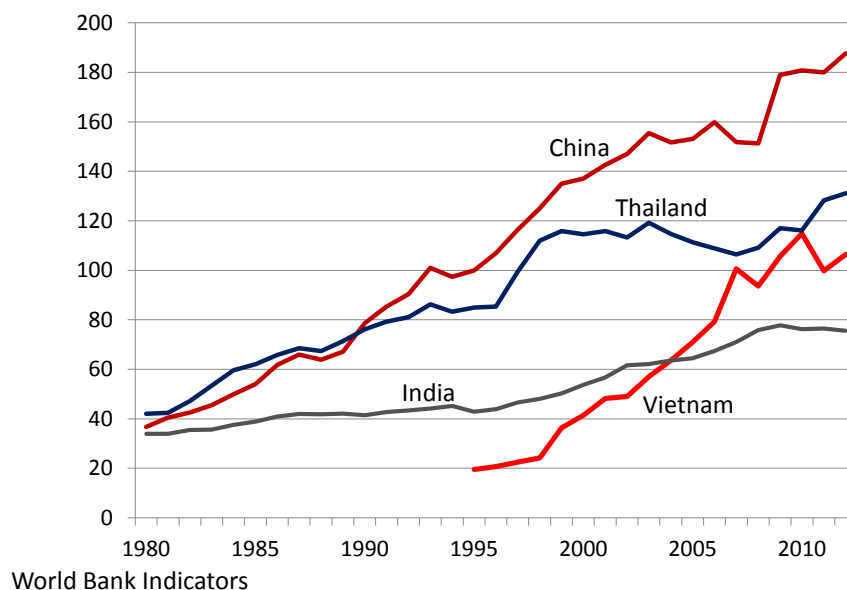
- Quan điểm Chức năng tài chính cho rằng thành phần của hệ thống tài chính là thứ yếu.
- Thị trường và ngân hàng cung cấp dịch vụ bổ sung.
- Có bằng chứng rằng sự phát triển của thị trường chứng khoán dẫn đến việc sử dụng tài chính ngân hàng nhiều hơn.
- Hệ thống pháp lý là nguồn gốc dẫn đến khác biệt cơ bản trong phát triển tài chính, không phải hệ thống dựa vào thị trường hay ngân hàng.

Phát triển tài chính và tăng trưởng: Đo lường phát triển tài chính

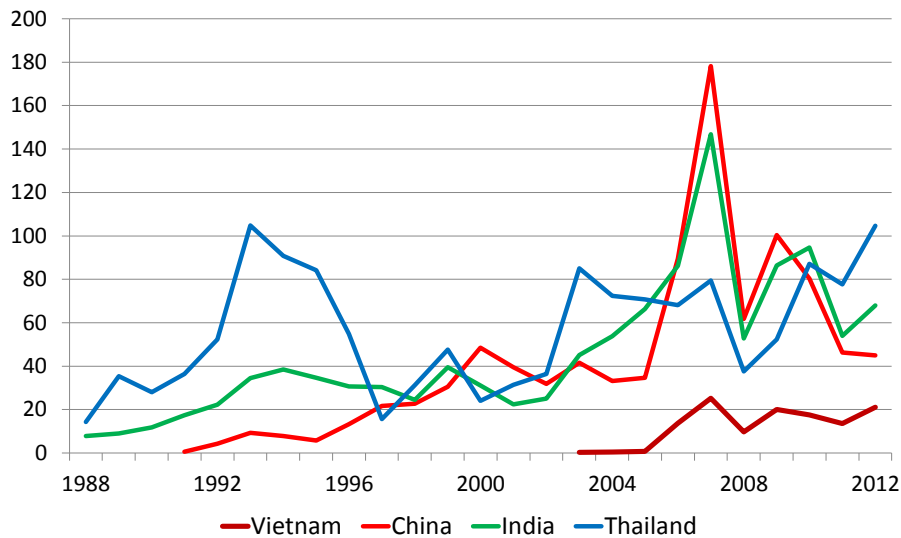
Thước đo phát triển tài chính phổ biến:

- Độ sâu: Nghĩa vụ thanh khoản (M2) theo % GDP
- Ngân hàng: tín dụng ngân hàng thương mại theo % (tín dụng ngân hàng thương mại và tài sản nội địa của ngân hàng trung ương)
- PRIVY: sở hữu gộp trong khu vực tư nhân theo % GDP
- STKCAP: vốn hóa thị trường cổ phiếu % GDP
- Mức huy động: khối lượng giao dịch thị trường chứng khoán theo % mức vốn hóa thị trường chứng khoán

Độ sâu: tiền theo nghĩa rộng (M2) % GDP ở một số nước: 1980-2012

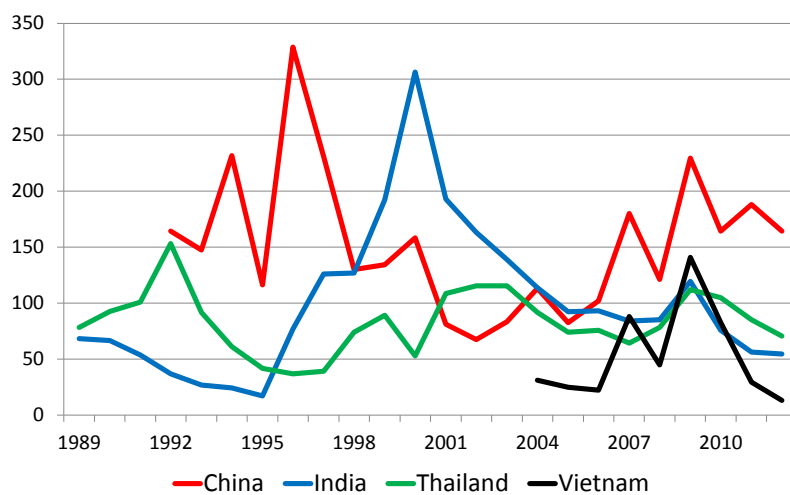


Mức vốn hóa thị trường theo % GDP



World Bank Indicators

Mức huy động: khối lượng giao dịch thị trường chứng khoán theo % mức vốn hóa thị trường



World Bank Indicators

Phát triển tài chính và tăng trưởng: mô hình đơn giản

Tác động của tự do hóa tài chính lên tăng trưởng có thể minh họa bằng mô hình tăng trưởng nội sinh giản đơn trong đó tốc độ tăng trưởng (g) là hàm số theo hiệu quả đầu tư (A) và tỉ lệ đầu tư (I/Y)

$$(1) \quad g = A \cdot \frac{I}{Y}$$

Nếu trung gian tài chính không hiệu quả, thì chỉ một phần (θ) của tiết kiệm quốc gia được chuyển thành đầu tư:

$$(2) \quad I = \theta \cdot S$$

Thế (2) vào (1):

$$(3) \quad g = A \cdot \theta \cdot \frac{S}{Y}$$

Phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng bằng cách tăng θ (hay làm cho trung gian tài chính hiệu quả hơn)

Phát triển tài chính và tăng trưởng: mô hình đơn giản

Phát triển tài chính thúc đẩy tăng trưởng bằng cách tăng ϕ .

- *Chuyển tiết kiệm sang cho doanh nghiệp.* Phát triển tài chính giảm rò rỉ, tăng ϕ , và thúc đẩy tăng trưởng. Những rò rỉ trong hệ thống xuất phát từ chênh lệch giữa lãi suất cho vay và đi vay và phí môi giới
- *Cải thiện phân bổ vốn.* Các trung gian tài chính tăng năng suất vốn bằng cách (1) thu thập thông tin đánh giá hoạt động đầu tư khác nhau, (2) thu hút cá nhân đầu tư vào công nghệ rủi ro hơn nhưng có năng suất hơn thông qua chia sẻ rủi ro.
- *Tác động lên tỉ lệ tiết kiệm.* Mối quan hệ giữa trung gian tài chính và tiết kiệm là không rõ. Phát triển tài chính cung cấp (1) bảo hiểm trước những cú sốc tự nhiên (như bệnh tật), (2) đa dạng hóa rủi ro suất sinh lợi, (3) tiếp cận tín dụng nhiều hơn với chi phí thấp hơn. Tất cả đều có tác động mơ hồ vì chúng một mặt làm giảm động cơ thận trọng đối với tiết kiệm hoặc bỏ những rào cản tín dụng để khuyến khích hộ gia đình tiết kiệm khi không bị ràng buộc. Ngoài ra phát triển tài chính còn dẫn đến lãi suất huy động cao hơn, tác động tài sản có thể trội hơn tác động thay thế, dẫn đến tiết kiệm thấp hơn.

Bảng chứng thực nghiệm về tài chính và tăng trưởng

Table 2: Growth and Initial Financial Depth, 1960-89

Dependent Variable	Depth in 1960
Real per Capita GDP Growth, 1960-89	2.8** (0.001)
R ²	0.61
Real per Capita Capital Growth, 1960-89	1.9** (0.001)
R ²	0.63
Productivity Growth, 1960-89	2.2** (0.001)
R ²	0.58

Sources: King and Levine (1993b), Table VIII; and Levine (1997), Table 3

* significant at the 0.10 level, ** significant at the 0.05 level

(p-values in parentheses). Observations: 57

Variable definitions:

DEPTH = Liquid Liabilities/GDP

Productivity Growth = Real per capita GDP growth - (0.3)*(Real per capita Capital growth)

Other explanatory variables included in each of the regression results reported above:

logarithm of initial income, logarithm of initial secondary school enrollment, ratio of government consumption expenditure to GDP, inflation rate, and ratio of exports plus imports to GDP.

Bảng chứng thực nghiệm về tài chính và tăng trưởng

Table 3: Stock Market and Bank Development Predict Growth, 1976-1993

Dependent Variable (1976-93)	Independent Variables (1976)		
	Bank Credit	Turnover	R ²
Real per Capita GDP Growth	1.31** (0.022)	2.69** (0.005)	0.50
Real per Capita Capital Growth	1.48** (0.025)	2.22** (0.024)	0.51
Productivity Growth	1.11** (0.020)	2.01** (0.029)	0.40

Source: Levine and Zervos (1998), Table 3.

* significant at the 0.10 level, ** significant at the 0.05 level. (p-values in parentheses)

Observations: 42 for the real per capita GDP growth regression and 41 for the others.

Variable definitions:

Bank Credit = Bank credit to the private sector / GDP in 1976 or the closest date with data.

Turnover = Value of the trades of domestic shares on domestic exchanges as a share of market capitalization of domestic shares in 1976 or the closest date with data.

Productivity Growth = Real per capita GDP growth - (0.3)*(Real per capita Capital growth)

Other explanatory variables included in each of regression results reported above:

logarithm of initial income, logarithm of initial secondary school enrollment, ratio of government consumption expenditures to GDP, inflation rate, black market exchange rate premium, and frequency of revolutions and coups.