

Kinh tế học vĩ mô

Bài 10

Cân đối tiết kiệm và đầu tư

Hôm nay chúng ta sẽ bước lùi khỏi lý thuyết để xem một số vấn đề thực tế xuất phát từ sự cân đối tiết kiệm và đầu tư. Ý chính là các mô hình lý thuyết đơn giản hóa thế giới để giúp ta hiểu một số quan hệ cơ bản. Những mô hình giản đơn này của thực tiễn kinh tế là rất hữu ích, nhưng chúng ta cũng phải nhớ rằng đó là những mô hình mơ hồ, và do đó chúng bỏ qua những chi tiết quan trọng trên thực tế. Trong trường hợp cân đối tiết kiệm-đầu tư, đa số các mô hình không bao gồm hệ thống ngân hàng, và chỉ tập trung vào lưu lượng thay vì trữ lượng. Kết quả là các mô hình thiếu mất dữ kiện quan trọng về tính năng động của tiết kiệm và đầu tư.

Tính đồng nhất tiết kiệm-đầu tư cho rằng theo định nghĩa, chi đầu tư bằng với tiết kiệm tính tổng thể nền kinh tế quốc dân. Điều quan trọng cần nhớ, đây là *tính đồng nhất hậu suy theo kiểu kế toán*, không phải tiến trình hay cơ chế kinh tế. Lấy ví dụ Việt Nam năm 2008.

Đầu tư = tiết kiệm tư nhân + tiết kiệm chính phủ + tiết kiệm nước ngoài + lưu lượng vốn ròng

Việt Nam: Tiết kiệm và đầu tư, 2008

Chi đầu tư		Tiết kiệm	
Tổng mức hình thành vốn cố định	34.6%	Tiết kiệm tư nhân	28.5%
Tăng thêm tồn kho	5.1%	Tiết kiệm chính phủ	-1.9%
		Tiết kiệm nước ngoài	4.7%
		Dòng vốn vào	8.4%
Đầu tư	39.7%	Tiết kiệm	39.7%

Thực tế rằng tiết kiệm bằng đầu tư không nên được diễn dịch theo ý nghĩa là nền kinh tế đạt cân bằng, hoặc (như nhiều tác giả viết báo nêu sai) tiết kiệm bằng cách nào đó *đi trước* hoặc quyết định đầu tư. Ở bất kỳ mức tiết kiệm và đầu tư nào, thì cả hai đều đồng nhất vì chúng là lưu lượng, và ma trận lưu lượng luôn cân bằng theo hàng. Ví dụ, Việt Nam tích lũy tồn kho đến 5% GDP. Điều này thể hiện sản xuất của doanh nghiệp tư nhân và không được bán ra trong năm. Nói cách khác, cung hàng hóa vượt cầu, hoặc do hộ gia đình trong nước tiêu dùng ít đi (tiết kiệm nhiều hơn) so với kỳ vọng của doanh nghiệp, hoặc do doanh nghiệp không xuất khẩu được nhiều như họ dự tính. Các khoản tồn kho này là đầu tư. Hộ gia đình Việt Nam cũng nhận được tiết kiệm nước ngoài dưới dạng kiều hối tư nhân, giúp lấp đầy khoảng cách giữa tiết kiệm nội địa với tỉ trọng thu nhập quốc dân được đầu tư. Một số khoản kiều hối này được tiết kiệm và một số được tiêu dùng. Nhưng vì mục đích kế toán, kiều hối lấp khoảng trống giữa tiết kiệm và đầu tư nội địa.

Cũng nhớ rằng, khi chúng ta thảo luận về đầu tư trong kinh tế vĩ mô, chúng ta nói đến việc tiếp nhận tài sản cố định *mới* được đưa vào sử dụng trong giai đoạn tham chiếu: nhà

máy mới, doanh nghiệp mới và nhà ở mới. Chúng ta không gộp việc mua hay bán tài sản hiện hữu như cổ phiếu, nhà ở hay căn hộ. Những tài sản này tính vào GDP chỉ trong năm mà chúng được tạo ra, không phải khi chúng được bán lại (mặc dù phí môi giới có thể tính vào GDP của năm hiện tại như là dịch vụ.)

So sánh cân đối tiết kiệm-đầu tư của Việt Nam với Trung Quốc. Trung Quốc cũng có tỉ lệ đầu tư rất cao năm 2008 là 44% GDP. Nhưng điều thật sự gây ngạc nhiên về Trung Quốc là qui mô của tiết kiệm nội địa tư nhân: hơn 1/2 GDP và gần gấp đôi mức tiết kiệm đã rất ấn tượng của Việt Nam. Điều này nghĩa là ngay cả với mức đầu tư lớn của Trung Quốc thì họ vẫn xuất siêu tiết kiệm cho phần còn lại của thế giới, nhất là Mỹ.

Trung Quốc: Tiết kiệm và đầu tư, 2008

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

Hai dữ kiện lộ rõ từ so sánh này. Thứ nhất không có cơ chế theo đó tỉ lệ tiết kiệm cao hơn sẽ nhất thiết chuyển thành tỉ lệ đầu tư cao hơn. Nhớ rằng Trung Quốc và Việt Nam đầu tư cùng một tỉ lệ nhưng tỉ lệ tiết kiệm ở hai nước rất khác nhau. Trước đại suy thoái thập niên 1930, các nhà kinh tế cổ điển tin rằng tỉ lệ tiết kiệm cao hơn là cần thiết để tài trợ cho tỉ lệ đầu tư cao hơn, và do đó họ khuyến cáo nên tăng lãi suất để khuyến khích đầu tư. Họ không thể sai hơn nữa, theo thực tế. Tiết kiệm cao hơn làm giảm cầu hiệu dụng và do đó khiến các công ty ít có khả năng đầu tư. Hơn nữa, ở Trung Quốc tỉ trọng tiết kiệm lớn nhất không đến từ các hộ gia đình trì hoãn tiêu dùng, mà từ lợi nhuận giữ lại của các doanh nghiệp kinh doanh. Nhìn từ góc độ này thì đầu tư tạo ra tiết kiệm nhiều cũng như tiết kiệm tạo ra đầu tư.

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

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

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

Nhưng đó không phải tất cả. Những mối quan hệ này vẫn nằm trong lãnh địa của lưu lượng nguồn lực: tiết kiệm, đầu tư, tiêu dùng và chuyển giao quốc tế. Nhưng lãi suất cũng liên quan đến trữ lượng tài sản và những thay đổi giá trong số tài sản này. Thực tế, thế giới vừa trải qua một bài học đau thương về vai trò quan trọng của giá tài sản trong việc duy trì (hay đánh mất) sự cân bằng vĩ mô. Khủng hoảng nợ cấp ba (dưới chuẩn) ở Mỹ là một ví dụ về cách thức lạm phát giá tài sản mở rộng bảng cân đối tài sản của hộ gia đình như thế nào và khiến họ thu nạp tổng khối lượng nợ lớn hơn. Một khi giá tài sản, trường hợp này là giá nhà, bắt đầu giảm, hộ gia đình buộc phải giải nợ, dẫn đến giá tài sản giảm hơn nữa và làm giảm tổng cầu.

Chúng ta có số liệu về bảng cân đối tài sản của hộ gia đình Mỹ từ Cơ quan dự trữ liên bang. Có thể thấy rằng giá nhà giảm đã quét đi khoảng 10 ngàn tỉ đô-la giá trị vốn hữu hình của hộ gia đình. Các hộ gia đình cảm thấy bớt giàu sau năm 2008, chủ yếu vì, đa số là trên giấy họ đã mất một phần đáng kể tài sản ròng của mình. Tác động tức thời là hình thành nhu cầu giảm tiêu dùng để tăng tiết kiệm, cần để trả bớt nợ. Giảm tiêu dùng dẫn đến giảm tổng cầu, kìm hãm đầu tư tư nhân. Chính phủ phải nhảy vào để bơm tổng cầu, tránh một cuộc khủng hoảng lớn. Do đó tăng tiết kiệm tư nhân được bù trừ nhiều hơn là phần giảm tiết kiệm chính phủ.

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

Tài sản	77553.3	Nợ	13444.4
Vốn hữu hình	29464.3	Vốn vay	12929.5
Vốn chủ sở hữu	9643.7	Khác	514.9
Trái phiếu	3471.5		
Tiền gửi và tiền mặt	6753.1	Tài sản ròng	64108.9
Quỹ hưu trí	12750.6		
Khác	15470.1		

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

Tài sản	67412.8	Nợ	13912.7
Vốn hữu hình	23675.2	Vốn vay	13418.9
Vốn chủ sở hữu	6767.9	Khác	493.8
Trái phiếu	4329.6		
Tiền gửi và tiền mặt	7559.1	Tài sản ròng	53500.1
Quỹ hưu trí	11653.8		
Khác	13427.2		

Bảng cân đối tài sản bị thu hẹp của hộ gia đình có tác động lớn lên ngân hàng. Nhớ rằng các khoản vay là tài sản chính của ngân hàng. Năm 2009, cả doanh nghiệp và hộ gia đình hầu như ngừng vay mới. Thực tế, doanh nghiệp đã giải nợ năm 2009 (họ trả lại nhiều tiền

cho ngân hàng và trái chủ hơn là họ đi vay). Các ngân hàng có rất nhiều tiền mặt dưới dạng tiền gửi, hộ gia đình và doanh nghiệp giải nợ và giữ tiền gửi, trì hoãn các khoản vay mới. Nhưng có quá ít người đi vay “tốt” có thiện chí, hay là những người đi vay không nợ như chúa chổm (ứng với tài sản rỗng) do không vay mượn quá mức trong thời kỳ bùng nổ.

Bong bóng tài sản đòi hỏi phải tài trợ, nhưng tài trợ từ đâu thì không rõ từ một nền kinh tế không có ngân hàng, không có tiền tệ với sự cân đối tiết kiệm-đầu tư. Thường thì bong bóng tài sản được tài trợ bởi một số hình thức phát minh tài chính. Trong cuộc khủng hoảng vừa rồi, sự phát triển của loại chứng khoán bất động sản đã hình thành khối lượng khổng lồ thanh khoản từ đó các ngân hàng phát hành tài trợ cho vốn vay nhà mới. Cuộc khủng hoảng tiết kiệm và vốn vay của Mỹ trong thập niên 1980 theo sau chủ trương nói lỏng qui định ngân hàng. Ngay cả sự kiện hoa Tulip Hà Lan nổi tiếng năm 1637 cũng được tài trợ thông qua sự phát minh tài chính, trong trường hợp này là việc phát triển nên tập quán mua hàng nguyên liệu theo biên lợi nhuận (hay với vốn vay). Sau này, chúng ta sẽ nói về tự do hóa tài chính và mối liên kết giữa tự do hóa tài chính với bong bóng tài sản.

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

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

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

Ý chính là cân đối tiết kiệm-đầu tư phức tạp hơn lý thuyết đã nêu. Khi chúng ta đưa thêm hệ thống tài chính vào mô hình, chúng ta cân nhắc trữ lượng cũng như lưu lượng, lúc đó sẽ thấy những mối quan hệ kỳ vọng có thể đổ vỡ.