

## Ghi chú Bài giảng 21

# Tự do hóa tài chính và tăng trưởng

Phát triển tài chính là cần thiết cho tăng trưởng. Sự phát triển các thể chế tài chính như ngân hàng, thị trường trái phiếu, thị trường cổ phiếu, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí là cần thiết để hỗ trợ đầu tư vốn cố định, tăng khả năng doanh nghiệp tiếp cận vốn lưu động chi tiêu lương và đầu vào sản xuất, tạo cơ chế dàn trải rủi ro và đảm bảo rằng nền kinh tế có đủ thanh khoản hoàn thành những giao dịch cần thiết. Những thể chế này tập hợp vốn từ người tiết kiệm và chuyển sang cho bên vay, qui trình này gọi là trung gian (tài chính).

### *Độ sâu tài chính và tăng trưởng kinh tế*

Độ sâu tài chính được tính theo lượng vốn vay ngân hàng cho khu vực tư nhân và mức vốn hóa của thị trường cổ phiếu theo phần trăm GDP và đi kèm với thu nhập. Các nước giàu có hệ thống tài chính sâu hơn, thực hiện chức năng trung gian hiệu quả hơn. Họ cũng có cơ cấu tài chính đa dạng hơn: nói cách khác họ ít phụ thuộc vào ngân hàng, có thị trường trái phiếu và cổ phiếu sâu hơn, và có tỉ lệ lớn dân số được đảm bảo bằng các quỹ hưu trí. Các tổ chức đánh giá tín dụng tư nhân luôn theo dõi hồ sơ trả nợ của các hộ gia đình.

Nghiên cứu về mối quan hệ giữa phát triển tài chính và tăng trưởng thường xuyên được trích dẫn nhiều nhất là của King và Levine (1993).<sup>1</sup> Tác giả của nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa tăng trưởng kinh tế và bốn thước đo phát triển tài chính cho 80 nước trong giai đoạn 1960-1989. Bốn thước đo đó là:

- LLY: tỉ lệ giữa nợ thanh khoản với GDP. Nợ thanh khoản (Liquid liabilities) là thước đo khái quát của cung tiền (M3) bao gồm, tiền mặt, tài khoản ngân hàng và tài khoản ở các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Khi số liệu M3 không có sẵn thì tác giả sử dụng thước đo M2 hẹp hơn trong đó không tính đến tài khoản tiền gửi ngoại tệ có kỳ hạn, cổ phần trong các quỹ đầu tư và thương phiếu (nợ doanh nghiệp ngắn hạn).
- NGÂN HÀNG: tỉ lệ tài sản ngân hàng với tài sản ngân hàng + tài sản ngân hàng trung ương. Mục đích để đo lường tầm quan trọng tương đối của ngân hàng so với cơ quan tiền tệ.
- TƯ NHÂN: tỉ lệ các khoản vay cho khu vực tư nhân phi tài chính với tổng tín dụng nội địa, đo lường phạm vi tín dụng được chuyển đến khu vực tư nhân.
- PRIVY: cũng là một thước đo về sự tham gia của khu vực tư nhân. PRIVY là tỉ lệ các khoản vay cho khu vực tư nhân phi tài chính trên GDP.

<sup>1</sup> Robert King and Ross Levine (1993) "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right," *Quarterly Journal of Economics*, 108:3, 717-37.

Những phép hồi qui của King và Levine cho thấy các nước có hệ thống tài chính phát triển hơn tăng trưởng nhanh hơn, tích lũy vốn nhanh hơn, có tỉ lệ đầu tư cao hơn và sử dụng vốn hiệu quả hơn. Những kết quả này ủng hộ kết luận rằng sự phát triển tài chính và tăng trưởng xảy ra cùng nơi chốn. Câu hỏi mà các tác giả không thể trả lời là: cái nào gây ra cái nào? Phát triển tài chính tạo ra tăng trưởng hay ngược lại (hay mức thu nhập cao hơn tạo phát triển tài chính)?

Có một vấn đề với những kết quả này, đó là các thước đo của King và Levine về độ sâu tài chính có thể không thật sự đo độ sâu tài chính một cách chính xác. Các hệ số M2 hay M3 trên GDP phản ánh các chính sách tiền tệ cũng nhiều như độ sâu tài chính. Như có thể thấy trên đồ thị, mặc dù M2 tính theo phần trăm GDP tăng đều đặn ở Việt Nam, nó không thể hiện xu thế nào ở Thái Lan hay Indonesia. Điều này phản ánh chính sách tiền tệ bảo thủ hơn sau cuộc khủng hoảng tài chính Đông Á ở những nước này hơn là phát triển tài chính. Các khoản vay cho khu vực tư nhân theo phần trăm GDP là thước đo độ sâu tài chính tốt hơn, nhưng mối quan hệ cũng không hoàn hảo. Mức tín dụng cao cho khu vực tư nhân có thể đơn giản phản ánh bong bóng tài sản và qui định không đầy đủ, như ở Việt Nam 2007-2008.

Cũng có thể là trường hợp sự phát triển tài chính quan trọng hơn trong giai đoạn đầu phát triển. Một khi các nước đã đạt được một mức thu nhập nhất định thì mối quan hệ giữa tăng trưởng và độ sâu tài chính có thể không thay đổi nhiều. Quan điểm này được hỗ trợ bằng việc xem xét kỹ hơn mối quan hệ giữa tín dụng cho khu vực tư nhân và GDP bình quân đầu người. Mối quan hệ không có dạng tuyến tính (mà là tuyến tính dạng log). Các nước rất nghèo bị ràng buộc về tín dụng, nhưng các nước giàu hơn lại cho thấy biến thiên nhiều hơn trong mối quan hệ giữa thu nhập và tín dụng. Các tổ chức tài chính không phải là “một cỡ cho tất cả”. Tầm quan trọng tương đối của ngân hàng, tổ chức cho vay phi ngân hàng, trái phiếu, quỹ hưu trí và thị trường cổ phiếu là khác nhau giữa các nước.

### *Tự do hóa tài chính và tăng trưởng*

Trong thập niên 1950 và 1970, nhiều nước đang phát triển ưu ái khu vực tài chính do nhà nước làm chủ đạo, cố gắng lèo lái tài chính đến những dự án tái tạo chậm chạp và thâm dụng vốn. Lý do vì họ tin rằng các tổ chức tài chính tư nhân không có tầm nhìn đủ dài về nhu cầu đầu tư. Nhiều chính phủ sở hữu ngân hàng và một số còn hạn chế hoạt động của ngân hàng tư nhân. Lãi suất thường bị áp trần để bảo vệ người đi vay và kích thích đầu tư. Các biện pháp kiểm soát ngoại hối được duy trì để ngăn chặn người đi vay nội địa lách mức trần lãi suất bằng nợ nước ngoài. Kết quả thường là hệ thống tài chính bị phân khúc thành các nhóm đi vay được ưu đãi, thường là các doanh nghiệp nhà nước có được tín dụng chính thức với lãi suất thấp; kết quả là đại đa số buộc phải đi vay ở thị trường tài chính phi chính thức, thường với lãi suất rất cao. Nỗ lực cung cấp vốn rẻ cho công nghiệp hóa và các dự án cơ sở

hạ tầng đã tạo ra vấn đề mới, nghiêm trọng nhất là làm cho doanh nghiệp vừa và nhỏ không thể tiếp cận tín dụng. Hơn nữa, các ngân hàng chào lãi suất thấp cho người tiết kiệm, khiến các hộ gia đình không có đủ động cơ để bỏ tiền vào ngân hàng, làm giảm lượng vốn sẵn có để cho vay kinh doanh.

Có hai cuốn sách được viết riêng biệt năm 1973 của Edward Shaw và Ronald McKinnon đã ảnh hưởng mạnh đến cách thức các nhà hoạch định chính sách tư duy về tài chính.<sup>2</sup> Thuật ngữ “áp chế tài chính” (financial repression) dần được sử dụng rộng rãi. Các hệ thống tài chính được cho là bị áp chế nếu lãi suất bị kiểm soát, nghĩa là tỉ giá bị kiểm soát và tín dụng được phân bổ cho các nhóm đi vay ưu đãi. Áp chế tài chính cũng bao gồm việc chính phủ kiểm soát số lượng ngân hàng và tổ chức tài chính phi ngân hàng như công ty tài trợ vốn và công ty bảo hiểm. Theo McKinnon và Shaw, qui định của chính phủ cản trở ngân hàng và các tổ chức tài chính khác thực hiện chức năng trung gian quan trọng của mình. Tỉ lệ tiết kiệm và đầu tư nội địa ở các nước đang phát triển là quá thấp vì áp chế tài chính. Đầu tư không đủ vì tín dụng được chuyển cho các dự án có hậu thuẫn chính trị thay vì dự án có suất sinh lợi cao nhất.

Bắt đầu trong thập niên 1970, nhiều nước đang phát triển tự do hóa hệ thống tài chính của mình với hy vọng nói lỏng qui định sẽ tăng cạnh tranh và thúc đẩy hoạt động trung gian tài chính. Qui mô tiết kiệm sẽ tăng lên và đầu tư sẽ tăng theo phần trăm GDP. Cạnh tranh nhiều hơn cũng kỳ vọng mang lại hiệu quả sử dụng vốn tốt hơn, vì vốn do thị trường phân bổ sẽ đáng tin cậy hơn là các quan chức. Nhiều nước hy vọng rằng tự do hóa tài chính sẽ làm tăng dòng tín dụng vào doanh nghiệp vừa và nhỏ, và giảm đầu tư thâm dụng vốn, điều này tốt cho người nghèo cần việc làm. Cuối cùng, những người ủng hộ tự do hóa tài chính hy vọng rằng lãi suất thực cho vay sẽ giảm cho đa số người đi vay, vì họ sẽ không phải dựa vào thị trường tín dụng phi chính thức.

Tự do hóa tài chính có diễn ra như mong đợi hay không? Có và không. Tự do hóa thật sự gia tăng độ sâu tài chính, và có lẽ cải thiện hiệu quả đầu tư. Tuy nhiên, hy vọng về mối quan hệ đồng biến giữa lãi suất thực và tiết kiệm nội địa đã không thành hiện thực. Điều này cho thấy khi lãi suất tăng, có sự thay thế từ các tài sản phi tài chính sang tài sản tài chính (nói cách khác, chuyển vào tài khoản ngân hàng) nhưng tổng tiết kiệm không tăng lên. Doanh nghiệp dường như vẫn tài trợ hầu hết hoạt động đầu tư từ thu nhập giữ lại. Quan điểm này cũng được hỗ trợ bằng nhận định rằng không ai nhìn thấy sự gia tăng trong tỉ lệ đầu tư sau khi tự do hóa tài chính. Nếu lấy lãi suất thực làm thước đo áp chế tài chính (lãi suất thực dương nghĩa là ít áp chế), chúng ta không thấy có bất kỳ mối quan hệ nào giữa tự do hóa tài

---

<sup>2</sup> Edward Shaw (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press; Ronald I. McKinnon (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.

chính với tiết kiệm và đầu tư. Và cũng không có mối quan hệ nào giữa tự do hóa với tăng trưởng kinh tế.

Dường như cũng không xuất hiện mối quan hệ giữa mức vốn hóa thị trường chứng khoán theo tỉ lệ GDP với tăng trưởng kinh tế. Trong nhiều trường hợp, các thị trường vốn chủ sở hữu đã dịch chuyển thành công vốn sang các doanh nghiệp mới thành lập mà trong trường hợp trước đây không được nhận vốn, và những doanh nghiệp này sẵn sàng chi trả nhiều hơn để tiếp cận được vốn. Tuy nhiên, thị trường vốn chủ sở hữu cũng có thể củng cố các mô thức phân bổ vốn hiện tại nếu họ là những tập đoàn lớn có ảnh hưởng và đang tận hưởng kênh tiếp cận tài trợ dễ dàng.

Do đó mối quan hệ giữa tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế là không mạnh. Một lý do của mối quan hệ mong manh này là tự do hóa tài chính thúc đẩy hoạt động trung gian khu vực tài chính đối với vốn có kỳ hạn ngắn, nhưng không giải quyết được vấn đề dài hạn đối với các nước đang phát triển đó là thiếu thị trường đầu tư dài hạn. Người tiết kiệm trong nước có thể không muốn giữ tài khoản dài hạn hay trái phiếu vì e ngại bất ổn tỉ giá, chính trị hay các yếu tố khác. Họ có thể muốn giữ những tài sản phi tài chính như vàng và đất vì cho rằng chúng có thể duy trì giá trị bất kể điều gì xảy ra với tỉ giá hay hệ thống chính trị. Đây có thể là một trong những lý do tại sao tự do hóa tài chính không đi kèm với tăng trưởng tiết kiệm nội địa. Ngay cả sau khi tự do hóa tài chính, các nước đang phát triển như Việt Nam vẫn phải tìm cách phát triển thị trường trái phiếu dài hạn để tài trợ cho các dự án phát triển chậm sinh lợi và có qui mô lớn.

#### *Tự do hóa và bất ổn định tài chính*

Tự do hóa tài chính thường không bó hẹp trong hệ thống tài chính nội địa. Trong đa số trường hợp, tự do hóa tài chính đi kèm với tự do hóa tài chính *quốc tế*. Qui định được nới lỏng cho hoạt động vay mượn hải ngoại và mở cửa cho ngân hàng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài. Các biện pháp kiểm soát ngoại hối cũng được bãi bỏ hay nới lỏng để phía đi vay trong nước có thể trả nợ nước ngoài. Ý định của tự do hóa tài chính quốc tế là tạo sự tiếp cận dễ dàng với vốn nước ngoài cho doanh nghiệp nội địa.

Sự kết hợp giữa tự do hóa tài chính nội địa và quốc tế dường như đã gây bất ổn cho hệ thống tài chính trong nước. Tự do hóa tài chính nội địa dẫn đến lãi suất nội địa cao hơn, thu hút vốn nước ngoài đổ vào tiền gửi và vốn vay. “Sự ngang bằng lãi suất bậc lộ” là thước đo mức độ thị trường vốn trong nước chào suất sinh lợi cao hơn lãi suất “quốc tế” (USD). Khi cân bằng, chênh lệch giữa lãi suất trong nước với nước ngoài phải bằng tỉ lệ thay đổi kỳ vọng trong tỉ giá. Ví dụ, nếu lãi suất nội địa là 5%, lãi suất nước ngoài là 3% thì ta có thể kỳ vọng nội tệ sẽ mất giá ở mức 2% để bậc lộ sự chênh lệch giữa hai lãi suất. Nếu chênh lệch lãi suất lớn hơn mức phá giá kỳ vọng, vốn sẽ đổ vào nền kinh tế trong nước dưới dạng vốn vay và tiền gửi.

Nếu dòng vốn vào đủ lớn, nó có thể gây bất ổn. Thứ nhất, nó có thể dẫn đến tỉ giá thực bị ấn định quá cao khi dòng vốn đổ vào gây lạm phát giá tài sản và tăng giá cả hàng hóa và dịch vụ phi ngoại thương. Một vấn đề khác là doanh nghiệp trong nước và hộ gia đình có thể tích lũy nợ có mệnh giá ngoại tệ với mức độ cao. Nếu đúng vậy, và khi đồng tiền bị phá giá thì họ có thể không trả được nợ. Chính điều này đã xảy ra ở Chile năm 1982-1983 và Indonesia 1997-98. Trong những trường hợp này, sự sụp đổ xuất phát từ khu vực doanh nghiệp do vỡ nợ. Doanh nghiệp phá sản kéo ngân hàng trong nước sụp theo, do liên quan đến các doanh nghiệp này thông qua đồng sở hữu hoặc cho vay quá nhiều.

Ngay cả khi Khu vực công không tích tụ nợ nước ngoài với mức cao, tự do hóa tài chính quốc tế cũng buộc chính phủ phải gánh lấy nợ dự phòng của người nước ngoài và doanh nghiệp trong nước đi vay nước ngoài. Trong chừng mực chính phủ bác bỏ trách nhiệm đối với nợ của doanh nghiệp tư nhân, thì ngân hàng sụp đổ cũng gây chi phí lớn lên Khu vực công vì phải đền bù cho người gửi tiền, quốc hữu hóa hay tái cấp vốn cho ngân hàng nội địa và tiếp nhận nợ xấu. Tác động ngân sách của những khoản nợ dự phòng này có thể gây bất ổn nếu khủng hoảng xảy ra.

Cuối cùng, tự do hóa tài chính thường đi kèm với sự nổi lên của các tập đoàn trong nước, phối hợp hoạt động tài chính và phi tài chính. Tình huống này xảy ra ở các nước vùng Southern Cone (tam giác phía nam Nam Mỹ) và ở Đông Nam Á trước khi các cuộc khủng hoảng ở đó xảy ra. Vấn đề của các tập đoàn bao gồm những công ty tài chính và phi tài chính là khả năng dễ tham gia vào hoạt động cho vay theo quan hệ, hay cụ thể các ngân hàng do tập đoàn sở hữu sẽ cho những công ty trực thuộc hoặc liên kết với tập đoàn vay vốn. Điều này làm tăng rủi ro trong tập đoàn vì nhiều khoản vay này không được thực hiện theo giá trị sinh lợi. Nó cũng làm tăng rủi ro hệ thống, vì bất ổn trong kinh doanh phi tài chính sẽ gia tăng sự sụp đổ của các ngân hàng trực thuộc tập đoàn.

Tất cả điều này có nghĩa là tự do hóa tài chính phải kết hợp với sự giám sát và qui định chặt chẽ các tổ chức ngân hàng và phi ngân hàng. Thiếu qui định, ngân hàng và công ty tài chính sẽ cho vay rủi ro trong giai đoạn bùng nổ kinh tế và do đó rơi vào khó khăn thanh khoản hay thậm chí mất khả năng thanh toán trong giai đoạn suy thoái. Những yêu cầu vốn, dự trữ bắt buộc, luật cấm cho vay với bên liên quan và vốn vay có thể chấp đầy đủ phải được ban hành và thực thi. Đây là chủ đề của bài giảng tiếp theo.