

Bài 4: Từ áp chế tài chính đến tự do hóa tài chính

Tài chính Phát triển

Học kỳ Hè

2012

Tác động của áp chế tài chính

- ◆ Không thúc đẩy phát triển tài chính theo chiều sâu
- ◆ Chi phí cao
- ◆ Mất hiệu lực do toàn cầu hóa

Không thúc đẩy tài chính theo chiều sâu (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
- ◆ 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 cao

- ◆ Chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay ở mức cao do áp chế tài chính
- ◆ Chi phí kinh tế và xã hội do bất ổn vĩ mô đi kèm với áp chế tài chính
- ◆ Nợ xấu tại ngân hàng quốc doanh và ngân hàng phát triển và chi phí ngân sách để xóa nợ xấu

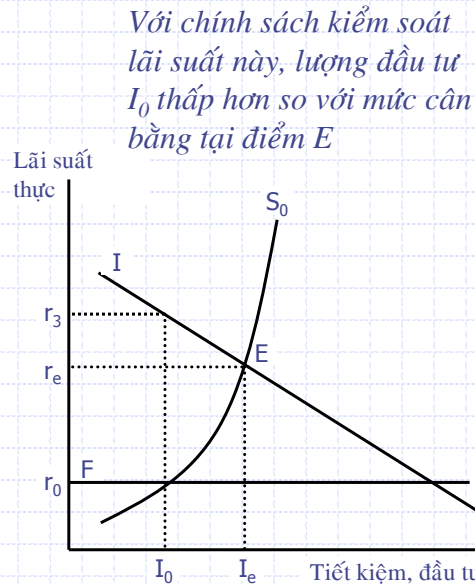
Áp lực của toàn cầu hóa

- ◆ Tự do hóa về thương mại quốc tế, du lịch và di dân giúp vô hiệu hóa kiểm soát dòng vốn nước ngoài.
- ◆ Áp lực phải cho phép thành lập của các tổ chức tài chính tư nhân và cấp phép hoạt động cho các tổ chức tài chính nước ngoài.

Khung lý thuyết

Áp chế tài chính

- ◆ 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.
- ◆ Lượng đầu tư thực tế là I_0 bằng với lượng tiết kiệm ở mức lãi suất thực r_0 .

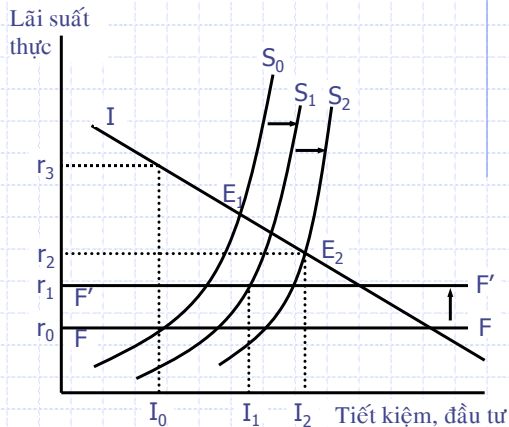


Giải pháp đề xuất

- ◆ Ổn định giá
 - ◆ Nới lỏng và tiến tới xóa bỏ kiểm soát lãi suất để đảm bảo lãi suất thực gần với mức cân bằng trên thị trường
- ⇒ Tự do hóa tài chính

Tự do hóa tài chính

- ◆ Trữ lượng 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 .
- ◆ 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 .



Các hình thức tự do hóa tài chính, ngoài tự do hóa lãi suất

- ◆ Tự do hóa thành lập các tổ chức tài chính
- ◆ Nới lỏng các quy định đảm bảo hoạt động an toàn
- ◆ Tự do hóa tài khoản vốn
- ◆ Tự do hóa thị trường chứng khoán

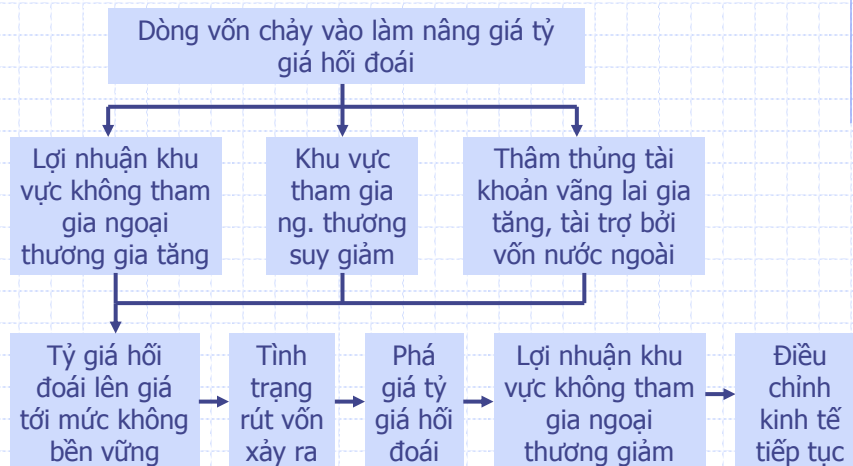
Những chỉ trích về tự do hóa tài chính

- ◆ Trường phái cơ cấu mới
 - ✓ Việc nới lỏng kiểm soát trên thị trường chính thức làm tăng lãi suất tiền gửi và do vậy sẽ chuyển tiền gửi từ thị trường phi chính thức sang thị trường chính thức.
 - ✓ Các ngân hàng phải duy trì dự trữ bắt buộc, trong khi những người cho vay phi chính thức không phải tuân theo quy định này.
 - ✓ Việc chuyển tiền gửi từ khu vực phi chính thức sang khu vực chính thức làm giảm tổng lượng vốn cho vay.
- ◆ Thất bại thị trường
 - ✓ 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 cẩn 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 (tâm lý ỷ lại). Vì lợi nhuận mong đợi trên một đồng vốn vay của những nhà đầu tư cẩn 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.

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



Nhưng nếu chính phủ vẫn bị thâm hụt ngân sách thì áp chế tài chính lại phải được tái sử dụng.

Tự do hóa tài chính quốc tế

- ◆ Gỡ bỏ các kiểm soát đối với dòng vốn chảy vào cũng như chảy ra khỏi nền kinh tế được gọi là tự do hóa tài khoản vốn.
- ◆ Lợi ích của tự do hóa tài khoản vốn
 - ✓ Lợi ích tĩnh: Tái phân bổ vốn đầu tư từ nước giàu về vốn nhưng có suất sinh lợi thấp sang nước nghèo về vốn nhưng có suất sinh lợi cao.
 - ✓ Lợi ích động: Tạo ra cơ hội đa dạng hóa rủi ro (tài sản trong nước có thể được kết hợp trong một danh mục đầu tư quốc tế rộng lớn), từ đó giảm chi phí vốn cho các doanh nghiệp trong nước.
 - ✓ Ngoài ra, tự do hóa tài khoản vốn thường đi kèm với việc nhập khẩu các dịch vụ tài chính nước ngoài và tăng hiệu quả của hệ thống tài chính trong nước.

Tự do hóa tài chính quốc tế (tiếp)

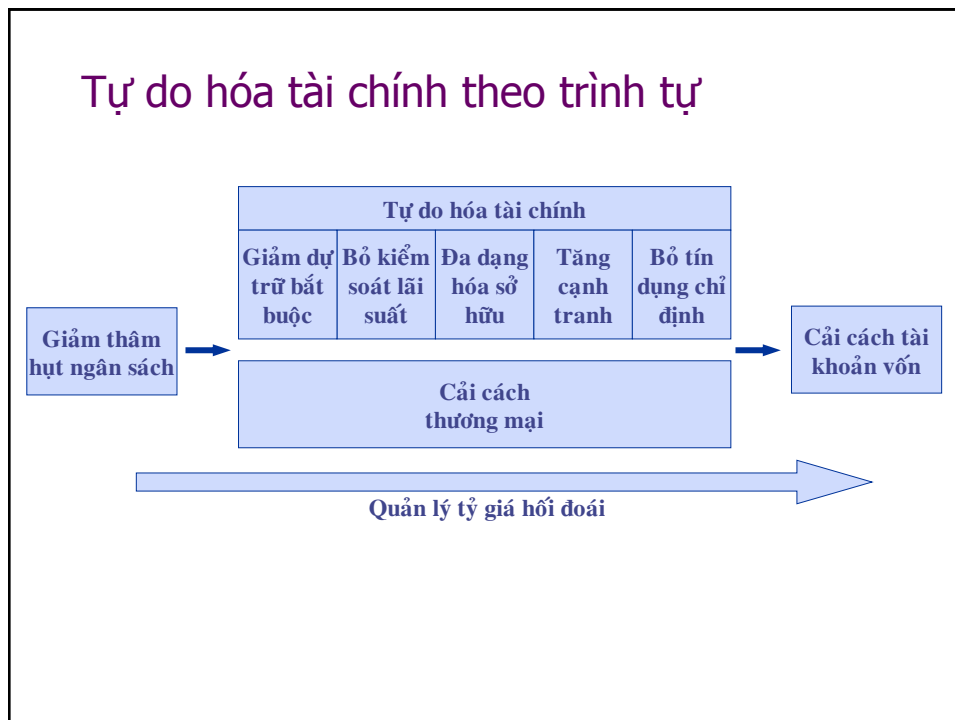
◆ Phí tổn của tự do hóa tài khoản vốn

- ✓ Tự do hóa tài khoản vốn dẫn tới khủng hoảng tài chính.
- ✓ Vấn đề bất cân xứng về thông tin càng nghiêm trọng trên thị trường tài chính quốc tế do sự khác biệt về địa lý, văn hóa, luật lệ làm phức tạp thêm quá trình chiếm lĩnh thông tin.
- ✓ Một mặt, công nghệ thông tin và viễn thông làm giảm khoảng cách về kinh tế và thúc đẩy các giao dịch tài chính xuyên quốc gia.
- ✓ Nhưng mặt khác, thị trường tài chính quốc tế vì thế lại càng chịu tác động mạnh của những phản ứng của các nhà đầu tư và các giao động ngoài dự kiến của thị trường.

Tự do hóa tài chính quốc tế (tiếp)

◆ Vai trò của chính sách

- ✓ Các công trình nghiên cứu vẫn chưa đưa ra được bằng chứng thực tiễn nhất quán về tác động của tự do hóa tài khoản vốn hoàn toàn tới tăng trưởng, giảm nghèo và sự bất ổn định kinh tế là tích cực hay tiêu cực.
- ✓ Hoạch định chính sách để giảm thiểu phí tổn và phát huy lợi ích của tự do hóa tài chính quốc tế có tầm quan trọng đặc biệt và cũng đầy thách thức.
- ✓ Những lĩnh vực cần chú trọng là chính sách kinh tế vĩ mô, quy định về hoạt động thận trọng áp dụng cho ngân hàng cũng như các tổ chức tài chính phi ngân hàng, thông lệ kế toán – kiểm toán và luật phá sản.



Nghiên cứu thực nghiệm về tác động của tự do hóa tài chính

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 thực và phát triển tài chính theo chiều sâu

- ◆ Phương trình hồi quy của Gelb, 1989 (trích từ McKinnon, 1993, Chương 2) theo số liệu bảng của 34 nước giai đoạn 1965-85:

$$M3/GDP = \alpha + \beta_1 RR + \beta_2 GDPPE + \beta_3 INF + \beta_4 SHIFT$$

(+) (+) (-) (+)

 - ✓ RR: lãi suất tiền gửi thực
 - ✓ GDPPE: thu nhập bình quân đầu người
 - ✓ INF: thay đổi chỉ số giá
 - ✓ SHIFT: biến giả = 0 giai đoạn 65-73 (trước khủng hoảng dầu lửa); = 1 giai đoạn 75-85.
- ◆ McKinnon giả định rằng lãi suất tiền gửi thực ban đầu bị khống chế ở mức dưới mức cân bằng. Tăng lãi suất làm giảm cầu vốn vay, nhưng vì tăng lãi suất làm tăng tiết kiệm (đặc biệt tiết kiệm trong hệ thống tài chính) nên cuối cùng thì mức đầu tư sẽ tăng lên.

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 hơn khi tự do hóa tài chính.
- ◆ Tự do hóa tài chính làm giảm đặc quyền kinh doanh của ngân hàng giảm, 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 |

Nguồn: Demircuc-Kunt & Detragiache (1998).

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.