

Ghi chú Bài giảng 9

Tiết kiệm, đầu tư và hệ thống tài chính

Các nhà kinh tế tân cổ điển thường giả định rằng cung quyết định cầu và như vậy tiết kiệm sẽ quyết định đầu tư. “Bàn tay vô hình” sẽ can thiệp sao cho tiết kiệm (savings) với đầu tư (investment) luôn bằng nhau. Thế nhưng trên thực tế, đặc biệt là trong ngắn hạn thì không nhất thiết tiết kiệm lúc nào cũng bằng với đầu tư. Chúng ta biết rằng những người tiết kiệm không phải bao giờ cũng có thể sử dụng số tiền tiết kiệm đó để trực tiếp đầu tư chẳng hạn như lập công ty, mua máy móc thiết bị và thuê mướn lao động để tổ chức sản xuất. Bởi vì hoạt động đầu tư như vậy đòi hỏi cần phải có những kinh nghiệm và kỹ năng quản lý nhất định. Thay vào đó, những người tiết kiệm có thể gửi đồng tiền tiết kiệm của mình vào các ngân hàng và nhiều người gọi đó là đầu tư. Tuy nhiên, các nhà kinh tế học không coi các khoản tiền gửi ở ngân hàng là đầu tư của nền kinh tế mà nó vẫn chỉ là tiết kiệm mà thôi. Các ngân hàng sau khi huy động vốn sẽ phải cho vay lại đối với các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh và các doanh nghiệp này sẽ sử dụng số tiền đi vay để mua sắm máy móc thiết bị và xây dựng nhà xưởng. Hoạt động mua sắm máy móc thiết bị và xây dựng nhà xưởng hay những hoạt động tương tự như vậy của các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh mới gọi là đầu tư của nền kinh tế. Như vậy, để tiết kiệm có thể đến được với đầu tư đòi hỏi cần phải có hệ thống tài chính đóng vai trò trung gian tài chính cho nền kinh tế.

Ở Việt Nam những năm gần đây, các nhà kinh tế nói đến tình trạng tăng trưởng tín dụng rất thấp do nhu cầu vay mượn của các doanh nghiệp giảm sút trong khi lượng tiền gửi huy động lại tăng trưởng tốt hơn. Điều này cho thấy rằng nền kinh tế, cụ thể là khu vực sản xuất đang gặp khó khăn và ngay cả bản thân các ngân hàng cũng không tránh khỏi các trục trặc của nó. Trong khi sức cầu của nền kinh tế đang suy yếu, niềm tin của người tiêu dùng sụt giảm, tâm lý về môi trường kinh doanh của giới doanh nghiệp lại hết sức bi quan thì nhu cầu vay vốn để mở rộng kinh doanh và phát triển đầu tư sẽ bị ảnh hưởng, người dân cảm thấy rủi ro và không lạc quan để có thể đem đầu tư các đồng vốn nhà rỗi của họ. Các ngân hàng cũng rơi vào tình trạng nợ xấu nên tâm lý thắt chặt cho vay lại nảy sinh. Đã từ lâu nền kinh tế Việt Nam mới lại phải đối diện với thách thức của suy giảm tăng trưởng cũng như tình trạng tụt giảm niềm tin kinh doanh như hiện nay. Rõ ràng, để có tăng trưởng nền kinh tế sẽ cần phải có các hoạt động đầu tư kinh doanh và để có nguồn lực cho đầu tư thì cần phải tiết kiệm. Tuy nhiên vấn đề của Việt Nam hiện nay có vẻ như không phải là tiết kiệm mà là vấn đề đầu tư và ngay cả là trục trặc của khu vực ngân hàng – với tư cách là trung gian giữa tiết kiệm với đầu tư của nền kinh tế.

Trong bài giảng này, chúng ta sẽ bàn đến mối quan hệ giữa tiết kiệm với đầu tư, vai trò của tiết kiệm cũng như đầu tư đối với tăng trưởng kinh tế, và những yếu tố tác động lên hành vi tiết

kiệm và đầu tư của các khu vực trong nền kinh tế. Như chúng ta đã biết, các yếu tố cần thiết cho tăng trưởng kinh tế bao gồm vốn con người (human capital) và vốn vật chất (physical capital). Vốn con người được tích lũy nhờ vào quá trình giáo dục mà ở đó Chính phủ thường có vai trò chi phối. Trong khi đó, vốn vật chất chủ yếu được tạo ra thông qua các khoản chi đầu tư của khu vực tư nhân. Tất nhiên trong những chừng mực nhất định, đặc biệt ở một số quốc gia đang phát triển và chuyển đổi, chính phủ cũng đóng vai trò quan trọng trong việc tạo ra vốn vật chất cho nền kinh tế. Dù là chính phủ hay khu vực tư nhân thì để có vốn đầu tư đòi hỏi cần phải có nguồn tiết kiệm. Chúng ta sẽ thử tìm hiểu xem tiết kiệm giúp định hình đầu tư như thế nào.

Để đơn giản, trước hết chúng ta hãy thử hình dung một nền kinh tế không có khu vực chính phủ và không có giao thương với nền kinh tế thế giới. Chúng ta thấy rằng tổng thu nhập của nền kinh tế giản đơn này sẽ bằng với tổng chi tiêu của nó. Điều này là vì cách duy nhất mà một người nào đó có thể có được thu nhập là sẽ phải bán đi một thứ gì đó cho người khác, và ngược lại, mỗi một đồng mà một người nào đó chi tiêu trong nền kinh tế sẽ chính là thu nhập của người nào đó khác. Như vậy chúng ta có thể biểu diễn như sau:

$$\text{Tổng thu nhập} = \text{Tổng chi tiêu}$$

Như chúng ta đã biết, thu nhập của một người thường được chia làm hai phần, một phần để đáp ứng nhu cầu chi tiêu và phần còn lại để tiết kiệm. Điều này cũng có nghĩa là tổng chi tiêu của nền kinh tế sẽ bao gồm chi tiêu cho tiêu dùng và chi tiêu cho đầu tư. Nói cách khác, thu nhập dành cho tiêu dùng cộng với dành cho tiết kiệm ở phía thu nhập sẽ bằng với chi tiêu cho tiêu dùng cộng với chi tiêu cho đầu tư ở phía chi tiêu. Như vậy chúng ta sẽ có:

$$\text{Tiết kiệm} = \text{Chi tiêu đầu tư}$$

Chúng ta vừa giả định nền kinh tế không có chính phủ và cũng không tương tác với nền kinh tế bên ngoài. Trên thực tế không có nền kinh tế nào mà không có chính phủ và cũng hiếm có nước nào đóng cửa hoàn toàn mà không có giao thương hay đầu tư với bên ngoài. Trong một nền kinh tế thực tế, tiết kiệm của nền kinh tế không chỉ được đóng góp bởi tiết kiệm của khu vực hộ gia đình mà còn là tiết kiệm của chính phủ. Trong bài giảng về chính sách tài khóa chúng ta đã nói rằng, chính phủ sẽ thu thuế và dùng nguồn thu đó để chi tiêu. Cân đối ngân sách (budget balance) được định nghĩa là chênh lệch giữa thuế với chi tiêu. Nếu chênh lệch này là âm thì chúng ta gọi là thâm hụt ngân sách (budget deficit) và ngược lại nếu chênh lệch này là dương thì chúng ta gọi là thặng dư ngân sách (budget surplus). Như vậy, tiết kiệm quốc gia sẽ bằng tổng tiết kiệm của khu vực tư nhân với cân đối ngân sách, ở đó tiết kiệm của khu vực tư nhân sẽ bằng với thu nhập khả dụng trừ đi chi tiêu dùng.

Tương tự như vậy, trong một nền kinh tế mở, tiết kiệm của một quốc gia không chỉ của khu vực hộ gia đình hay chính phủ mà còn là tiết kiệm của khu vực nước ngoài. Điều này cũng rất dễ hình dung trong thực tế. Tiết kiệm của một người nào đó sống ở quốc gia này có thể được sử dụng để tài trợ cho chi tiêu đầu tư ở những quốc gia khác. Nói khác đi, một quốc gia nào đó

vẫn có thể nhận luồng vốn vào (inflows) – tức tiết kiệm nước ngoài – để tài trợ cho đầu tư của quốc gia đó. Nhưng ngược lại tiết kiệm của quốc gia đó cũng có thể chảy ra bên ngoài (out flows) để tài trợ cho đầu tư của quốc gia khác. Tác động ròng của dòng vốn vào và dòng vốn ra đối với một quốc gia nào đó được gọi là dòng vốn (capital flow) quốc tế. Dòng vốn quốc tế ròng này cũng là nguồn bổ sung cho tiết kiệm của một quốc gia. Chúng ta có thể sử dụng một số đồng nhất thức để biểu diễn mối quan hệ giữa đầu tư với các nguồn tiết kiệm như sau:

Chúng ta đã biết:

$$C + I + G = cY + I + G = Y$$

Trong đó, c là tỷ lệ chi tiêu trong tổng thu nhập. Từ đồng nhất thức này, chúng ta rút ra:

$$cY + I + G = Y (c + s + t)$$

Ở đây, s và t lần lượt là tỷ lệ tiết kiệm và thuế suất thu nhập.

Đặt cán cân ngân sách là B , ta có:

$$B = tY - G$$

Suy ra:

$$I = sY + B$$

Trong một nền kinh tế mở, chúng ta có:

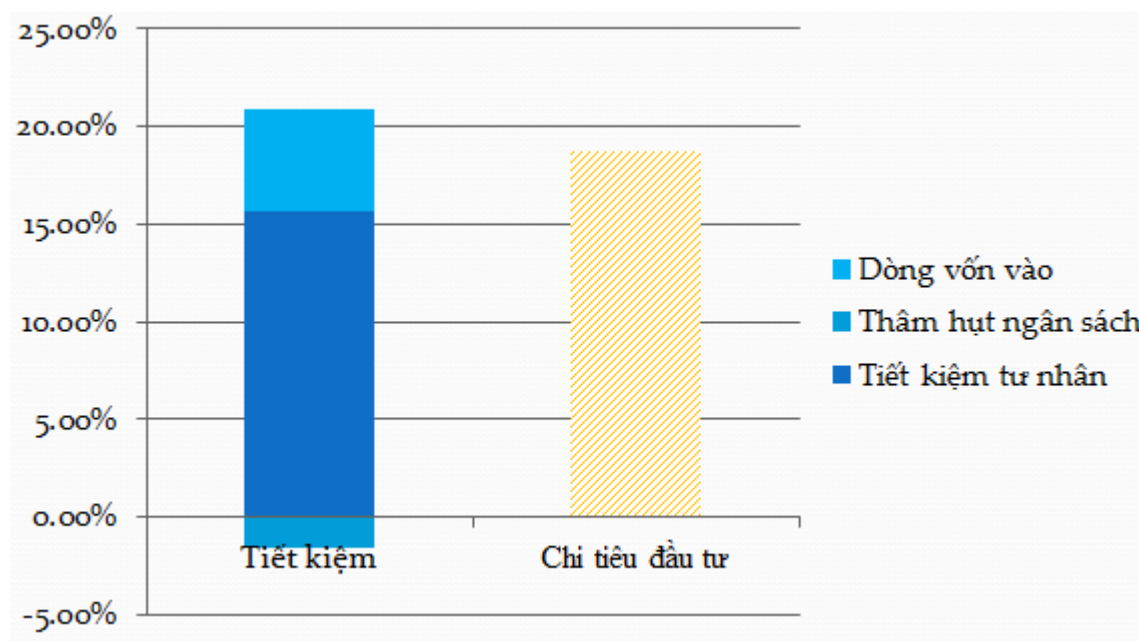
$$I = sY + B - NX$$

Trong đó, NX là xuất khẩu ròng và bằng xuất khẩu (X) trừ nhập khẩu (M)

Trong bài giảng về cán cân thanh toán (BOP) và nền kinh tế mở chúng ta sẽ nói về mối quan hệ giữa xuất khẩu và nhập khẩu với dòng vốn quốc tế.

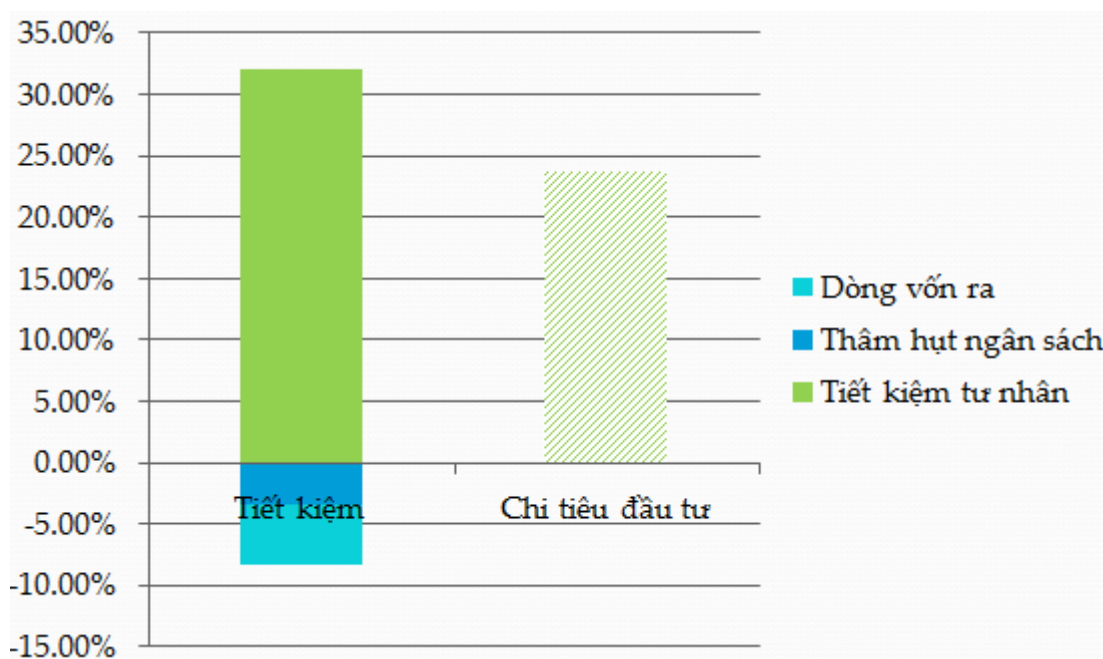
Các Hình 1-3 dưới đây sẽ cho chúng ta thấy mối quan hệ giữa đầu tư với tiết kiệm của các khu vực ở Hoa Kỳ, Nhật Bản và Việt Nam. Như số liệu cho thấy, tiết kiệm của khu vực tư nhân luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất ở tất cả các quốc gia. Tuy nhiên, khác với Nhật Bản và Việt Nam, ở Hoa Kỳ thì tiết kiệm tư nhân chỉ khoảng 16% GDP và không đủ để tài trợ cho đầu tư lên đến 18% GDP năm 2007. Một dòng vốn vào ròng rất lớn để cùng tài trợ cho đầu tư của Hoa Kỳ và tài trợ cho cả thâm hụt ngân sách. Về phương diện này thì ở Việt Nam cũng có phần tương tự, tức thâm hụt ngân sách nặng nề đã phải nhờ đến sự tài trợ của khu vực tư nhân và khu vực nước ngoài. Trong khi đó ở Nhật Bản, với quy mô tiết kiệm tư nhân khổng lồ đã không chỉ tài trợ cho nhu cầu đầu tư trong nước và cả thâm hụt ngân sách mà còn đầu tư ở nước ngoài mà biểu hiện là dòng vốn ra rất lớn trong năm 2007.

Hình 1. Quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư ở Hoa Kỳ (% GDP 2007)



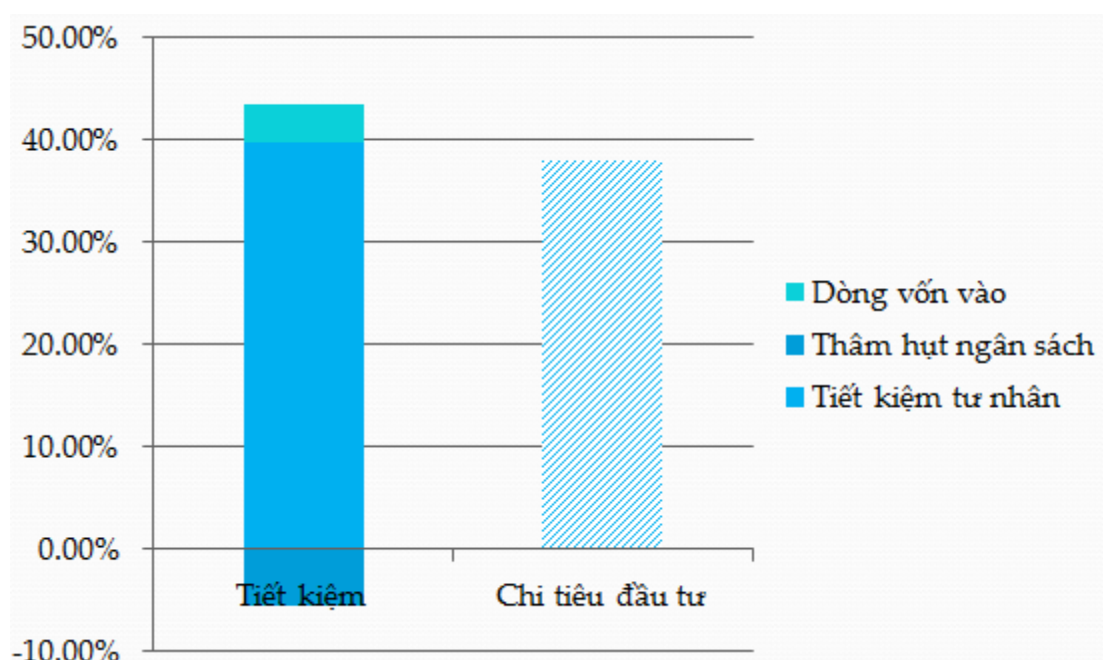
Nguồn: Krugman and Wells, 2009

Hình 2. Quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư ở Nhật Bản (% GDP 2007)



Nguồn: Krugman and Wells, 2009

Hình 3. Quan hệ giữa tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam (% GDP 2007)

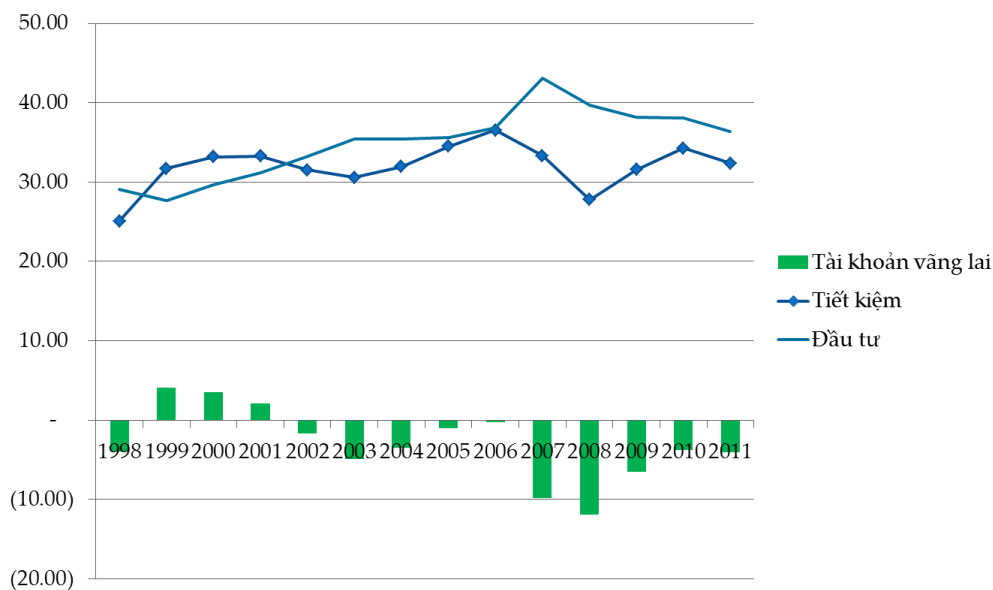


Nguồn: Tính toán của tác giả từ số liệu của GSO

Số liệu năm 2010 cho thấy tỷ lệ tiết kiệm nội địa ở Việt Nam lên đến 34% GDP, thuộc nhóm rất cao so với nhiều nước khác như Hàn Quốc (31%), Thái Lan (31%), Philippines (20%), Anh Quốc (12%), Hoa Kỳ (12%) và cao hơn mức trung bình của thế giới (19%), nhưng thấp hơn Trung Quốc (54%), Singapore (45%). Ngược lại, ở góc độ đầu tư, với tỷ lệ 38% GDP năm 2010, Việt Nam cũng thuộc nhóm cao nhất của thế giới, chỉ đứng sau Trung Quốc (49%) nhưng cao hơn nhiều so với Hàn Quốc (29%), Thái Lan (26%), Singapore (24%), Nhật Bản (20%), Hoa Kỳ (16%), trung bình các nước trên thế giới (22%). Điều này có nghĩa là Việt Nam sẽ phải cần nguồn tiết kiệm bổ sung từ bên ngoài để tài trợ cho nhu cầu đầu tư trong nước. Biểu hiện của tình trạng tiết kiệm nội địa không đủ đầu tư là dòng vốn vào tức cũng chính là thâm hụt cán cân thương mại.

Như chúng ta đã nói ở phần trên, tiết kiệm nội địa của Việt Nam chủ yếu là tiết kiệm tư nhân còn tiết kiệm chính phủ là âm. Biểu hiện của nó chính là tình trạng thâm hụt ngân sách luôn ở mức rất cao khoảng trên dưới 5% GDP một năm, thậm chí có một vài năm thâm hụt ngân sách lên đến trên 7% GDP một năm. Thâm hụt ngân sách không chỉ tạo gánh nặng nợ công cho chính phủ mà còn là các áp lực kinh tế vĩ mô như lãi suất, tỷ giá và sự biến động của dòng vốn quốc tế. Chúng ta sẽ bàn thêm về các động này trong các bài giảng về nền kinh tế mới.

Hình 4. Tiết kiệm, đầu tư và thâm hụt vãng lai của Việt Nam (% GDP)



Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của World Bank, WDI

Hình 5. Tiết kiệm khu vực chính phủ (% GDP)

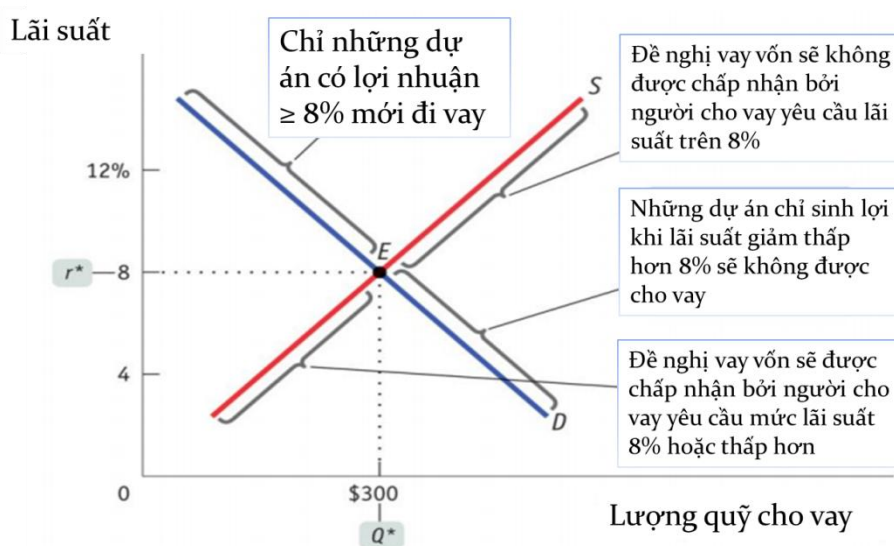


Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của Bộ Tài chính và WDI (WB)

Chúng ta thấy rằng có nhiều yếu tố ảnh hưởng lên hành vi tiết kiệm và đầu tư của khu vực tư nhân, trong đó quan trọng là lãi suất. Lãi suất với ý nghĩa là suất sinh lời của tiết kiệm nên nó có tác động đồng biến với lượng tiết kiệm, tức là khi lãi suất tăng lên thì sẽ khuyến khích người dân gia tăng tiết kiệm và ngược lại khi lãi suất giảm đi thì tiết kiệm mà người dân muốn duy trì cũng sẽ giảm xuống. Điều này giải thích vì sao đường tiết kiệm có hướng dốc lên trong hệ trục tọa độ lãi suất và lượng tiết kiệm. Ngược với tiết kiệm trong vai trò là nguồn cung thì đầu tư của khu vực tư nhân lại có vai trò ở phía cầu. Cầu của quỹ cho vay hay đầu tư sẽ tỷ lệ nghịch

với lãi suất, tức là khi lãi suất tăng lên thì nhu cầu vay mượn để đầu tư của khu vực tư nhân sẽ giảm xuống, và ngược lại khi lãi suất giảm xuống thì lại khuyến khích gia tăng nhu cầu vay mượn để đầu tư của khu vực này. Trên đồ thị, đường cầu đầu tư sẽ có hướng dốc xuống. Giao điểm giữa đường cung lãi suất và đường cầu đầu tư (cầu quỹ cho vay) sẽ giúp xác định mức lãi suất cân bằng và lượng quỹ cho vay cân bằng.

Hình 6. Cân bằng lãi suất trên thị trường quỹ cho vay

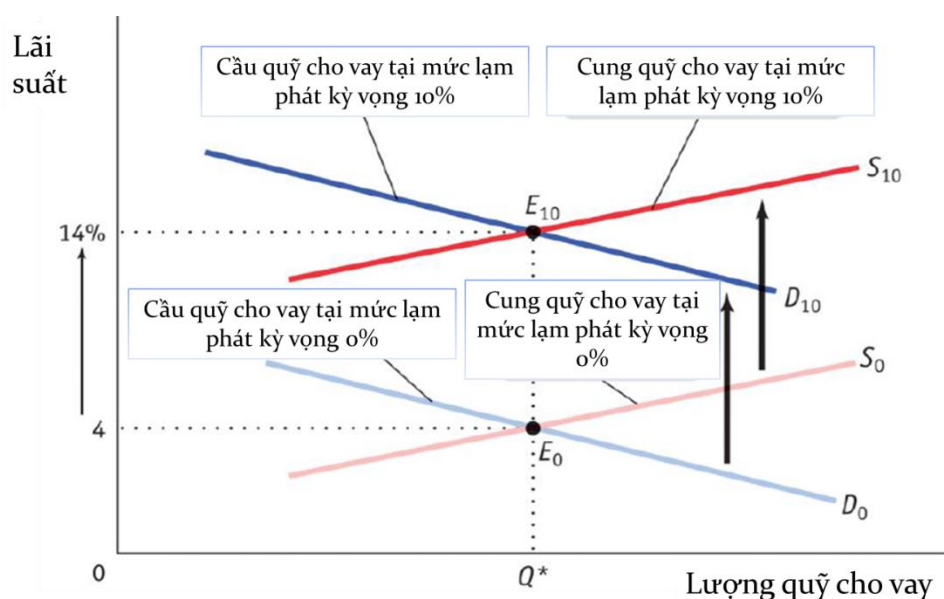


Lý thuyết về cung cầu quỹ cho vay mà chúng ta dùng để giải thích lãi suất cân bằng ở trên cũng có thể giúp chúng ta giải thích hiệu ứng Fisher. Chúng ta biết phương trình Fisher có dạng:

$$i = r + \pi^e$$

Nghĩa là, lãi suất danh nghĩa sẽ bằng với lãi suất đầu tư cộng với lạm phát kỳ vọng. Hiệu ứng Fisher được hiểu là lãi suất danh nghĩa sẽ điều chỉnh trước sự thay đổi của lạm phát kỳ vọng với tỷ lệ 1:1 sao cho lãi suất thực được giữ ở mức không đổi. Nếu để ý chúng ta sẽ nhận thấy rằng hiệu ứng Fisher này có thể dùng để giải thích chính sách điều chỉnh lãi suất trong các hợp đồng vay vốn ngân hàng. Bởi vì khi cho vay, ngân hàng sẽ có nguy cơ bị thiệt hại nếu như trong tương lai có lạm phát ngoài dự kiến. Khi có lạm phát ngoài dự kiến sẽ làm cho đồng tiền bị mất giá nên khi nhận về các khoản thanh toán nợ của khách hàng, ngân hàng sẽ bị thiệt khi sức mua của các đồng tiền đó đã bị suy giảm. Sự thiệt hại này chỉ xảy ra khi ngân hàng không lường trước được lạm phát, tức lạm phát ngoài kỳ vọng. Ngược lại nếu ngân hàng đã dự kiến được lạm phát thì chắc chắn họ sẽ cộng phần lạm phát đó vào mức lãi suất cho vay (tức lãi suất danh nghĩa) sao cho ngân hàng vẫn duy trì được mức sinh lời thực (tức lãi suất thực) đối với đồng vốn cho vay. Đồ thị ở Hình 7 sẽ giúp chúng ta giải thích hiệu ứng Fisher này.

Hình 7. Lãi suất và hiệu ứng Fisher



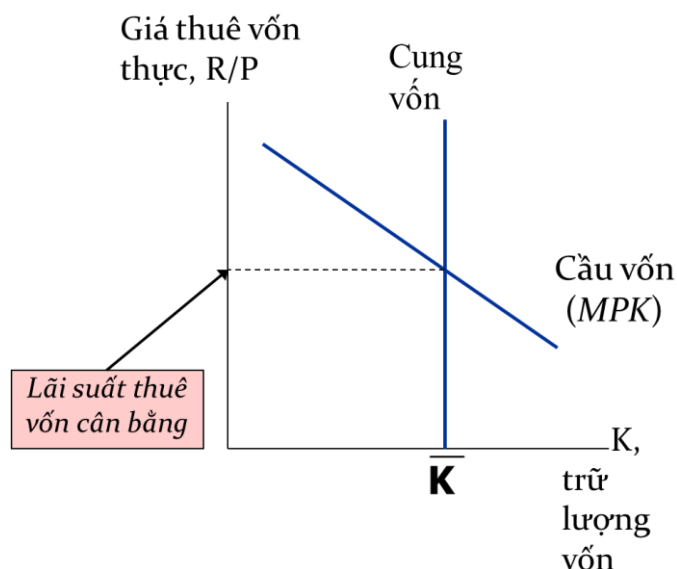
Nguồn: Krugman and Wells, 2009

Giả sử ở trạng thái ban đầu, điểm E_0 là điểm cân bằng của cung và cầu quỹ cho vay ứng với lạm phát kỳ vọng 0%. Tại điểm E_0 này, lãi suất cân bằng là 4% và lượng quỹ cho vay cân bằng là Q^* . Khi lạm phát kỳ vọng tăng thêm 1 điểm phần trăm thì sẽ đẩy cả đường cung và cầu quỹ cho vay dịch chuyển lên trên theo trục lãi suất tương ứng 1 điểm phần trăm. Trên đồ thị, khi lạm phát kỳ vọng 10% sẽ làm cho lãi suất danh nghĩa cân bằng tăng lên 14%. Tại sao như vậy? Chúng ta thấy rằng khi có lạm phát xảy ra sẽ làm giảm lãi suất thực xuống, tức làm cho người đi vay được lợi hơn nhưng người cho vay sẽ bị thiệt hại. Người đi vay được lợi sẽ khuyến khích họ đi vay nhiều hơn, trong khi người cho vay thì không có nhiều động cơ để cho vay thêm. Điều này giải thích vì sao đường cầu quỹ cho vay lại dịch chuyển sang phải lên trên, còn đường cung quỹ cho vay lại dịch chuyển sang trái lên trên. Quá trình này sẽ tiếp tục điều chỉnh cho đến khi người cho vay đã được bù đắp hoàn toàn sự sụt giảm của lãi suất thực dưới tác động của lạm phát. Thị trường quỹ cho vay sẽ xác lập ra điểm cân bằng mới ở E_{10} , ở đó mức lãi suất danh nghĩa cân bằng là 14% và lượng quỹ cho vay cân bằng vẫn là Q^* .

Phần tiếp theo chúng ta sẽ nói về nói đầu tư và những yếu tố quyết định hành vi đầu tư của khu vực tư nhân. Chúng ta có thể chia đầu tư của doanh nghiệp ra làm ba loại là đầu tư vào tài sản cố định của doanh nghiệp và đầu tư cho hàng tồn kho. Đầu tư vào tài sản cố định tức là đầu tư mua sắm máy móc, thiết bị, nhà xưởng phục vụ cho hoạt động kinh doanh. Đầu tư cho hàng tồn kho được hiểu là chi mua nguyên vật liệu, hàng hóa, bán thành phẩm và sản phẩm dở dang. Trước hết chúng ta hãy phân tích hành vi đầu tư cố định của doanh nghiệp. Mô hình tiêu chuẩn về đầu tư cố định của doanh nghiệp thường được gọi là mô hình tân cổ điển về đầu tư. Mô hình tân cổ điển cho rằng đầu tư của doanh nghiệp phụ thuộc vào lợi ích và chi phí vốn của doanh nghiệp. Mô hình này chứng minh rằng, mức đầu tư của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của các yếu tố gồm năng suất biên của vốn (MPK – marginal product of capita), lãi suất và thuế.

Chúng ta biết rằng, các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh sẽ quyết định xem nên thuê bao nhiêu vốn dựa trên cơ sở so sánh chi phí và lợi ích của mỗi đồng vốn. Doanh nghiệp thuê vốn với giá thuê là R và bán sản phẩm với mức giá là P . Như vậy, chi phí thực của mỗi đồng vốn mà mỗi doanh nghiệp sản xuất kinh doanh phải chịu là R/P . Trong khi đó, lợi ích thực của mỗi đồng vốn mà doanh nghiệp này sử dụng chính là năng suất biên của vốn MPK , tức là lượng sản phẩm tăng thêm khi có thêm một đồng vốn nữa được sử dụng. Thông thường chúng ta nhận thấy có quy luật là năng suất biên của vốn giảm dần khi lượng vốn sử dụng ngày càng tăng thêm. Đừng nhầm lẫn là tổng lượng sản phẩm giảm mà phải hiểu là mức tăng của sản lượng giảm dần khi tăng thêm một đồng vốn sử dụng. Đồ thị ở Hình 8 cho thấy điểm cân bằng trên thị trường cho thuê vốn. Như chúng ta thấy, đường năng suất biên của vốn MPK sẽ xác định đường cầu thị trường cho thuê vốn. Đường cầu thuê vốn có hướng dốc xuống vì MPK có khuynh hướng giảm dần. Cân bằng giữa cung và cầu vốn sẽ giúp xác định lãi suất cho thuê vốn cân bằng. Lãi suất cân bằng sẽ điều chỉnh một khi cung và cầu cho thuê vốn dịch chuyển.

Hình 8. Thị trường cho thuê vốn



Để hiểu các yếu tố nào làm thay đổi điểm cân bằng của giá cho thuê vốn, chúng ta hãy xét một hàm sản xuất cụ thể. Giả sử các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh có hàm sản xuất dạng Cobb-Douglas như sau:

$$Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$$

Ở đó, Y là sản lượng, A là thước đo về trình độ công nghệ, K là trữ lượng vốn, L là lao động. α là hệ số từ 0 đến 1, biểu thị tỷ trọng vốn trong các yếu tố đầu vào.

Từ hàm sản xuất trên, chúng ta có thể tính được năng suất biên của vốn như sau:

$$MPK = \alpha A \left(\frac{L}{K}\right)^{1-\alpha}$$

Do giá thuê vốn thực R/P bằng với năng suất biên của vốn nên chúng ta có thể viết lại:

$$\frac{R}{P} = \alpha A \left(\frac{L}{K}\right)^{1-\alpha}$$

Đẳng thức này cho thấy rằng giá thuê vốn thực sẽ tăng lên nếu trữ lượng vốn giảm (chẳng hạn như do bị thiên tai, chiến tranh), hoặc/và lượng lao động tăng lên (chẳng hạn như tăng dân số hay do di dân cơ học), hoặc/và trình độ công nghệ tăng lên (do cách mạng khoa học, cải thiện công nghệ, bãi bỏ quy định của chính phủ).

Chi phí cơ hội của vốn

Chúng ta đã biết, chi phí cơ hội của vốn chính là lợi ích lớn nhất của kế hoạch bị bỏ qua để dành nguồn lực cho kế hoạch khác. Đối với một doanh nghiệp cho thuê vốn, họ sẽ quyết định cho thuê thêm vốn mới khi lợi ích thu được lớn hơn chi phí, ở đó lợi ích thực trên một đơn vị vốn, tức R/P , chính là mức thu nhập mà doanh nghiệp cho thuê vốn nhận được từ các doanh nghiệp sản xuất, còn chi phí của nó chính là chi phí cơ hội của vốn cho thuê. Chi phí này được chia làm ba loại, bao gồm:

Chi phí tiền lãi: iP_K

Trong đó, P_K là giá danh nghĩa của vốn hay còn gọi là hàng hóa vốn (capital good), tức giá mua một đơn vị hàng hóa vốn (một chiếc xe chẳng hạn). Khi một doanh nghiệp đi vay để mua một đơn vị vốn mà doanh nghiệp dự kiến cho thuê lại, doanh nghiệp sẽ phải trả lãi cho khoản vay đó với lãi suất danh nghĩa là i . Ở đây chúng ta giả định toàn bộ chi phí mua vốn đều được tài trợ bằng nợ vay. Lưu ý rằng đối với trường hợp doanh nghiệp tự tài trợ một phần hoặc toàn bộ thì chi phí tài trợ cũng không khác biệt. Trong trường hợp này, thay vì doanh nghiệp dùng số tiền đó để mua vốn thì cũng có thể gửi ngân hàng để kiếm lãi. Vậy nên số tiền lãi mà doanh nghiệp từ bỏ để dùng tiền mua vốn được gọi là chi phí cơ hội.

Chi phí khấu hao: δP_K

Trong đó, δ được gọi là tỷ lệ khấu hao. Vốn (chiếc xe) mà doanh nghiệp cho thuê để sử dụng sẽ bị hao mòn theo thời gian do quá trình sử dụng hoặc do lỗi thời về mặt chức năng. Chính vì vậy vốn đó cần phải được khấu hao. Tỷ lệ giá trị vốn bị mất đi mỗi kỳ (năm) so với giá trị vốn được gọi là tỷ lệ hao mòn và đó cũng chính là tỷ lệ khấu hao δ .

Lợi vốn hoặc lỗ vốn (capital gain or capital lost): $\Delta P_K = P_{K,1} - P_{K,0}$

Chúng ta biết rằng, giá của vốn có thể thay đổi theo thời gian dưới tác động cung cầu của nó. Nếu giá của vốn tăng lên so với giá mua ban đầu mà doanh nghiệp đã trả thì doanh nghiệp sẽ được lợi, nhưng nếu giá của vốn giảm xuống thì doanh nghiệp sẽ bị thiệt. Trong trường hợp giá vốn tăng lên, tức $\Delta P_K > 0$, chúng ta gọi là lợi vốn. Ngược lại, nếu giá vốn giảm xuống, tức $\Delta P_K < 0$, thì chúng ta gọi là lỗ vốn.

Như vậy, tổng chi phí vốn danh nghĩa của một đơn vị vốn trong một kỳ được xác định là:

$$\text{Chi phí vốn danh nghĩa} = iP_K + \delta P_K - \Delta P_K$$

Hoặc viết lại,

$$\text{Chi phí vốn danh nghĩa} = P_K \left(i + \delta - \frac{\Delta P_K}{P_K} \right)$$

Đẳng thức này cho thấy rằng, chi phí vốn danh nghĩa phụ thuộc vào giá của vốn, lãi suất tài trợ cho việc mua hàng hóa vốn, tỷ lệ khấu hao của vốn và tỷ lệ thay đổi giá của vốn. Lãi suất tài trợ càng cao thì chi phí cơ hội của việc cho thuê vốn sẽ càng lớn. Tương tự, tỷ lệ hao mòn của hàng hóa vốn càng cao thì chi phí cơ hội của hàng hóa vốn càng lớn. Nếu hàng hóa vốn bị suy giảm giá trị, tức lỗ vốn, thì chi phí cơ hội cũng càng lớn. Để đơn giản, chúng ta giả định tỷ lệ thay đổi giá vốn sẽ bằng với lạm phát, tức là:

$$\frac{\Delta P_K}{P_K} = \pi$$

Khi đó, chi phí của vốn danh nghĩa được xác định là:

$$\text{Chi phí vốn danh nghĩa} = P_K(i + \delta - \pi)$$

Nhớ lại phương trình Fisher: $i = r + \pi$ nên suy ra: $i - \pi = r$

Viết lại công thức chi phí vốn danh nghĩa:

$$\text{Chi phí vốn danh nghĩa} = P_K(r + \delta)$$

Chi phí vốn thực sẽ bằng chi phí vốn danh nghĩa chia cho mức giá.

$$\text{Chi phí vốn thực} = \frac{P_K}{P}(r + \delta)$$

Như vậy, chi phí vốn thực phụ thuộc vào giá tương đối của hàng hóa vốn, lãi suất thực, và tỷ lệ khấu hao. Hiểu chi phí vốn thực là cách để chúng ta so sánh chi phí của hàng hóa vốn so với các hàng hóa khác trong nền kinh tế.

Sau khi hiểu về chi phí cơ hội của vốn, chúng ta sẽ hiểu yếu tố nào ảnh hưởng lên quyết định đầu tư của một doanh nghiệp cho thuê vốn. Như chúng ta thường nói, lợi nhuận hay chính xác hơn là tỷ suất lợi nhuận (the rate of return) là mục tiêu của các doanh nghiệp. Đối với một doanh nghiệp cho thuê vốn, tỷ suất lợi nhuận của doanh nghiệp này được xác định bằng cách lấy giá thuê vốn thực trừ đi chi phí cơ hội thực của vốn:

$$\text{Tỷ suất lợi nhuận} = \frac{R}{P} - \frac{P_K}{P}(r + \delta) = MPK - \frac{P_K}{P}(r + \delta)$$

Như vậy, khi tỷ suất lợi nhuận lớn hơn 0, tức doanh nghiệp có lời, thì doanh nghiệp sẽ tiếp tục mua thêm vốn để đầu tư (tăng K) để tăng lợi nhuận. Ngược lại, nếu tỷ suất lợi nhuận là âm, thì doanh nghiệp tìm cách tăng lợi nhuận (hoặc giảm lỗ) bằng cách giảm trữ lượng vốn xuống (tức không thay thế hàng hóa vốn khi nó bị hao mòn). Công thức này giải thích động cơ đầu tư của

doanh nghiệp, tức động cơ đó là một hàm phụ thuộc vào tỷ suất lợi nhuận. Chúng ta có thể biểu diễn hàm đầu tư ròng của doanh nghiệp như sau:

$$\text{Đầu tư ròng} = \Delta K = I_n \left[MPK - \frac{P_K}{P} (r + \delta) \right]$$

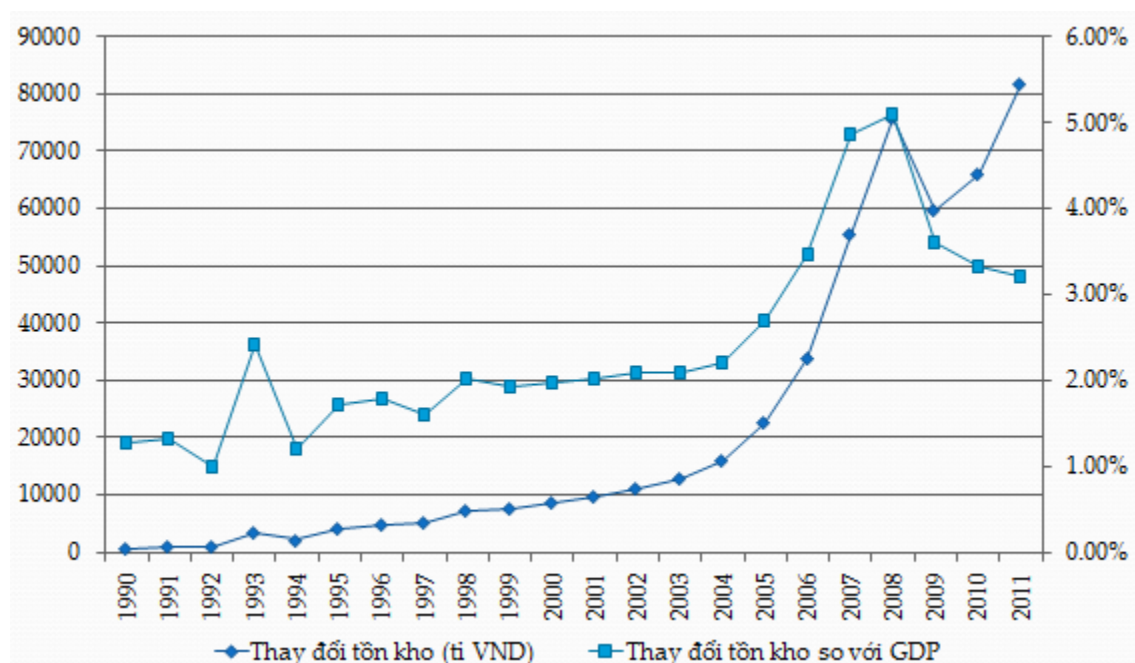
Trong đó $I_n[]$ là hàm biểu thị đầu tư ròng phụ thuộc vào cơ chế khuyến khích đầu tư (tức tỷ suất lợi nhuận). Tổng chi tiêu đầu tư cố định của doanh nghiệp (tức đầu tư gộp) bằng đầu tư ròng cộng với mức khấu hao vốn. Nghĩa là mức đầu tư gộp không chỉ bao gồm khoản đầu tư mới dựa trên tỷ suất lợi nhuận dẫn dắt mà còn phải bù đắp cho phần vốn bị hao mòn.

$$\text{Đầu tư gộp} = \Delta K + \delta K = I_n \left[MPK - \frac{P_K}{P} (r + \delta) \right] + \delta K$$

Nhìn vào hàm đầu tư này chúng ta thấy rằng, khi lãi suất thực tăng lên sẽ làm tăng chi phí vốn thực, làm giảm tỷ suất lợi nhuận, và từ đó làm giảm động cơ đầu tư thêm của doanh nghiệp. Ngược lại, một sự gia tăng năng suất biên của vốn hoặc giảm giá tương đối của vốn so với hàng hóa khác sẽ làm tăng tỷ suất lợi nhuận, và do đó làm tăng đầu tư ở bất kỳ mức lãi suất nào cho trước, từ đó làm dịch chuyển đường đầu tư sang phải.

Chúng ta vừa giải thích động cơ đầu tư của doanh nghiệp phụ thuộc vào lãi suất thực như thế nào. Tuy nhiên, ngoài lãi suất thực, động cơ đầu tư của doanh nghiệp còn phụ thuộc vào chính sách thuế của chính phủ cũng như tín dụng dành cho hoạt động đầu tư. Ngoài ra, việc tiếp cận tín dụng của doanh nghiệp để tài trợ cho hoạt động đầu tư không chỉ phụ thuộc vào mặt bằng lãi suất mà còn là các ràng buộc khác nữa. Lý thuyết tân cổ điển giả định rằng các doanh nghiệp có thể đi vay để mua thêm vốn bất cứ lúc nào chúng thấy có lợi. Tuy nhiên trên thực tế, ngay cả ở những nước có thị trường tài chính phát triển, các doanh nghiệp phải đối mặt với rất nhiều ràng buộc về tài chính để có thể vay được vốn. Các ràng buộc đó, như chúng ta đã biết, rất đa dạng như các thủ tục hành chính, các đòi hỏi thế chấp tài sản, các chi phí giao dịch, chi phí khốn khó tài chính, hệ số an toàn trả nợ... Chính những trở ngại này đã không chỉ ảnh hưởng đến động cơ đầu tư của doanh nghiệp, ngoài động cơ lãi suất, mà còn làm cho cung tiết kiệm không phải bao giờ cũng đáp ứng với cầu đầu tư. Như đã đặt vấn đề ở đầu bài giảng, thực trạng này cũng đang tồn tại ở Việt Nam trong thời gian qua. Từ kinh nghiệm của nhiều nước cho thấy, sau thời kỳ bùng nổ tín dụng và phát sinh nợ xấu chính là thời kỳ thoái nợ (deleveraging). Hiện nay, rất nhiều doanh nghiệp vay nợ nhiều trước đây không thể vay nợ thêm, một phần là vì nợ xấu không trả được cho ngân hàng, một phần khác là không có nhu cầu mở rộng đầu tư trong điều kiện kinh tế suy giảm và sức cầu của nền kinh tế yếu. Hàng tồn kho tăng cao làm cho khả năng xoay vòng vốn của doanh nghiệp gặp không ít khó khăn. Chính điều này phần nào đã làm tắc nghẽn dòng tiền khiến cho doanh nghiệp không thể trả được nợ cho ngân hàng, cũng là một nguyên nhân của tình trạng nợ xấu. Giải quyết sự mất cân đối giữa tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam không phải là bài toán đơn giản, nó không chỉ là các mất cân đối bên trong (như thâm hụt ngân sách), mất cân đối giữa tăng trưởng tiền gửi và cho vay, mà còn là tình trạng mất cân đối bên ngoài (như thâm hụt vãng lai và bài toán tỷ giá).

Hình 9. Khuyết hướng tồn kho ở Việt Nam 1990 - 2011



Nguồn: Tổng hợp từ số liệu của IFS (IMF)

Trong ghi chú này chúng ta tạm thời chưa đề cập đến đầu tư cho tồn kho của doanh nghiệp cũng như đầu tư nhà ở của khu vực hộ gia đình chịu tác động như thế nào trước các yếu tố. Chúng ta sẽ thảo luận thêm vấn đề này trên lớp nếu có thể.