

Tiết kiệm - đầu tư và tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam

Nguyễn Ngọc Sơn

*Giảng viên, Trường Đại học Kinh tế quốc dân (NEU)
Nghiên cứu viên, Diễn đàn Phát triển Việt Nam (VDF)*

Giới thiệu

Đã có nhiều nghiên cứu chứng minh tiết kiệm – đầu tư là động lực tăng trưởng kinh tế ở tất cả các nước. Tiết kiệm xác định tốc độ tăng trưởng có thể của sức sản xuất. Nhìn chung, các nước đang phát triển tăng trưởng nhanh có tỷ lệ tiết kiệm cao hơn các nước tăng trưởng chậm. Có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến tỷ lệ tiết kiệm: tốc độ tăng trưởng thu nhập, cơ cấu độ tuổi của dân số, và quan điểm đối với tiết kiệm. Các dịch vụ mà chính phủ cung cấp, như trợ cấp xã hội, có thể ảnh hưởng đến tiết kiệm cũng như thuế và thâm hụt ngân sách.

Mối quan hệ giữa tiết kiệm – đầu tư với tăng trưởng kinh tế đóng vai trò trung tâm trong mô hình tăng trưởng tân cổ điển của Solow (1956)¹, Cass² (1965), Koopmans (1965)³ và Ramsey (1928). Hơn nữa S-I còn là nét nổi bật trong mô hình AK được bắt đầu từ Harrod (1939) và Domar (1946)⁴ và sau này là mô hình của Frank (1962) và Romer (1986)⁵. Hầu hết các mô hình này nhấn mạnh tích lũy tài sản là nguồn tăng trưởng kinh tế quan trọng và cho rằng tỷ lệ tiết kiệm càng cao càng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh, vì tỷ lệ tiết kiệm cao cũng đồng nghĩa với tỷ lệ đầu tư cao. Mặc dù, trong nền kinh tế mở, đầu tư từ bên ngoài có vai trò quan trọng đối với các nền kinh tế đang phát triển, tuy nhiên tiết kiệm nội địa cao vẫn là một động lực cơ bản cho tăng trưởng kinh tế. Tỷ lệ tiết kiệm nội địa và đầu tư cao là một trong những đặc trưng cơ bản của sự thần kỳ Đông Á. Việt Nam đang trong quá trình công nghiệp hóa tiết kiệm đang được khuyến khích tăng cường để có thể tài trợ nhu cầu vốn khá lớn cho đầu tư phát triển.

Bài nghiên cứu này chủ yếu tập trung vào trả lời các câu hỏi sau:

- Các nhân tố nào là yếu tố cơ bản cho tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam?
- Các nguồn tiết kiệm chuyển thành các nguồn đầu tư như thế nào? Qua các kênh nào?
- Vai trò của khu vực tài chính như thế nào trong việc phân phối các nguồn tiết kiệm?

1. Sơ đồ dòng tiết kiệm và đầu tư

Cầu nối giữa tiết kiệm và đầu tư được thể hiện trong hình 1 dưới đây:

¹ Solow, Robert (1956) “A contribution to the Theory of Economic Growth” Quarterly Journal of Economics 70 (February).

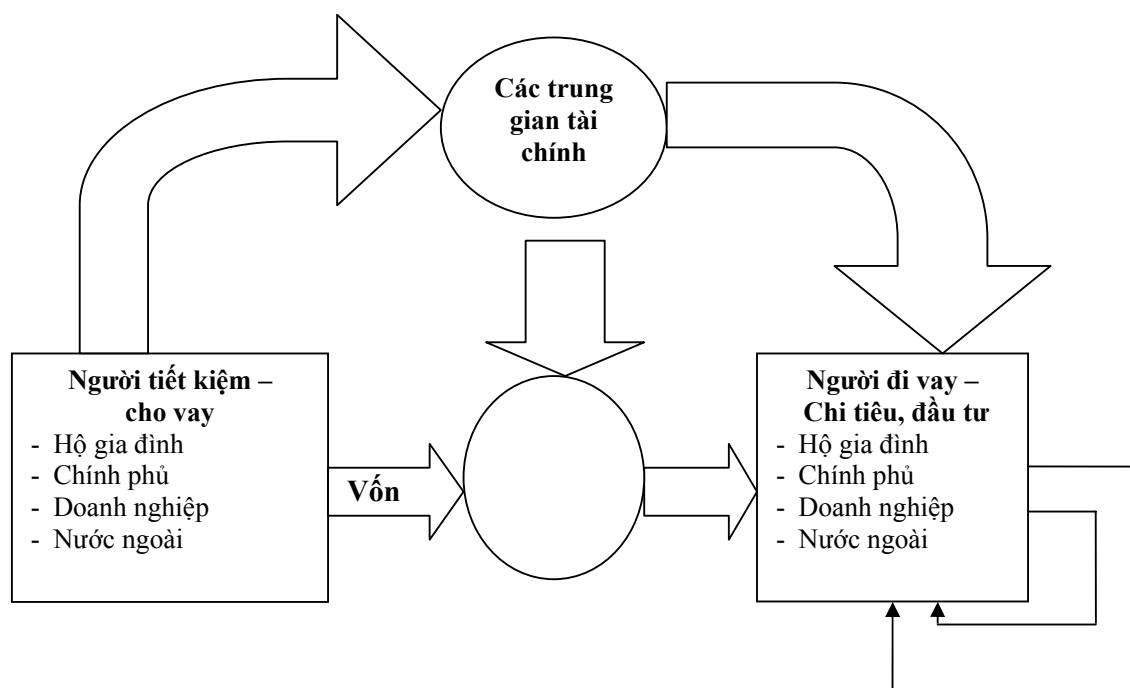
² Cass, David, “Optimal growth in an Aggregate Model of Capital Accumulation”, Tạp chí Review of Economics studies, 32, 1965.

³ Koopmans, TC, “On the Concept of Optimal Economics Growth”, In the Econometric Approach to Development Planning”, Amsterdam: North – Holland, 1965.

⁴ Domar, E “Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment”, Econometrica, 14 (1946):137 – 147.

⁵ Romer, Paul M. “Endogenous Technological Change” Journal of Political Economy 98 (October 1990): S 71 – S 72

Hình 1. Cầu nối giữa tiết kiệm và đầu tư



Nguồn: Tài chính phát triển, chương trình giảng dạy kinh tế Fulbright

Theo sơ đồ trên ta thấy các nguồn để hình thành vốn đầu tư bao gồm: tiết kiệm trong nước (tiết kiệm của các hộ gia đình - Sh, tiết kiệm của các doanh nghiệp - Se, tiết kiệm của Chính phủ - Sg) và nguồn đầu tư nước ngoài (FDI, ODA và vay thương mại). Hệ thống tài chính chỉ làm trung gian cho một phần trong tổng đầu tư quốc gia, vì các công ty và hộ gia đình tài trợ phần lớn các khoản đầu tư của họ trực tiếp từ khoản tiết kiệm của bản thân. Hệ thống tài chính có vai trò chuyển khoản tiết kiệm từ những đơn vị kinh tế dư thừa sang những đơn vị thâm hụt.

Theo nghiên cứu của ngân hàng thế giới ở 14 nước đang phát triển chu chuyển tiết kiệm và đầu tư giai đoạn 1975 - 1990⁶ các hộ gia đình tiết kiệm 12,9 % GDP và đầu tư 6%; họ còn thặng dư 6,9 % GDP. Khu vực doanh nghiệp tiết kiệm 8,6 % và đầu tư 15,6 % và thâm hụt 7 % Chính phủ tiết kiệm cho đầu tư 4,8%, đầu tư 6,7 % và thâm hụt 1,9 %. Khu vực nước ngoài cho vay ròng 2,0 % GDP.

Ở Việt Nam trung bình giai đoạn 1995 – 2007 hộ gia đình tiết kiệm 10,3 % và đầu tư 4,2 %, họ còn thặng dư 6,1%. Khu vực doanh nghiệp tiết kiệm 16,3 %, đầu tư 20,4 % và thâm hụt 4,1%. Chính phủ tiết kiệm cho đầu tư 2,4 %, đầu tư 11,6 % và thâm hụt 9,2 %. Khu vực nước ngoài cho vay ròng là 7,2%.

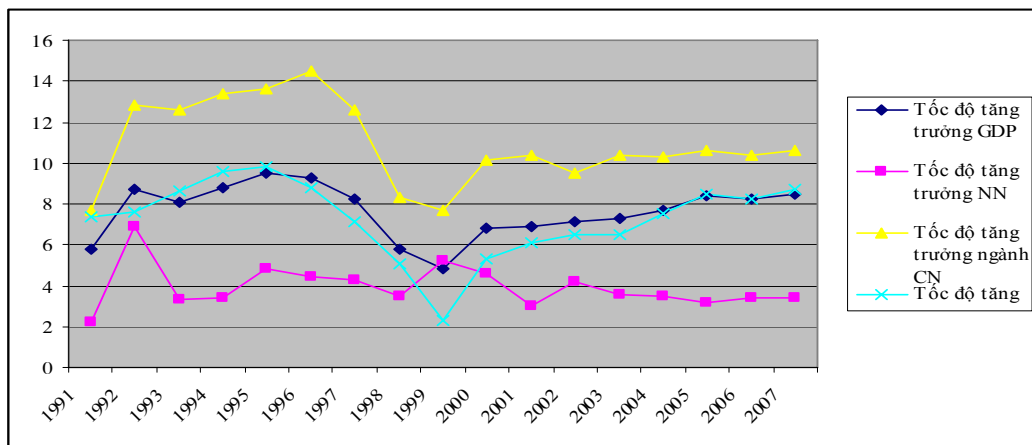
2. Vốn động lực chính trong tăng trưởng kinh tế Việt Nam

Từ năm 1991, nền kinh tế Việt Nam bắt đầu có những khởi sắc với tốc độ tăng trưởng 8,7% và đạt mức cao nhất vào năm 1995 với tốc độ tăng trưởng là 9,5%. Sáu năm liên tục (1991-

⁶ 14 nước đang phát triển được nghiên cứu gồm: Cameroon, Trung Quốc, Colombia, Côte d'Ivoire, Ecuador, Ấn Độ, Triều Tiên, Malaysia, Philippines, Bồ Đào Nha, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Tunisia, Nam Tư. Số liệu từ năm 1970 – 1985.

1996), Việt Nam đạt mức tăng trưởng trên 8%. Do chịu ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ của khu vực năm 1997, tốc độ tăng trưởng của Việt Nam giảm xuống 5,8% năm 1998 và 4,8% năm 1999. Từ năm 2003 tăng trưởng kinh tế đã có sự phục hồi, tốc độ tăng trưởng trung bình giai đoạn 2003 – 2007 đạt 8,04%. Nếu so sánh với các nước trong khu vực tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam đứng thứ hai sau Trung Quốc, cao hơn các nước ASEAN khác như Malaysia, Philipin, Indonesia và Thái Lan. Tốc độ tăng trưởng của Việt Nam qua các thời kỳ được thể hiện trong hình 2. Có thể nhận thấy, từ đầu thập niên 90 đến nay mặc dù có những dao động về tốc độ tăng GDP nhưng nhìn chung tăng trưởng của cả giai đoạn 1990 – 2007 vẫn tương đối ổn định. Theo chuỗi số liệu về tăng trưởng GDP của Việt Nam giai đoạn 1991 – 2005, hai tác giả Lê Xuân Bá và Nguyễn Thị Tuệ Anh đưa ra chỉ số ổn định của Việt Nam cho giai đoạn này là 0,2⁷. Nếu so với Hàn Quốc và Brazil, là hai quốc gia có sự tương phản lớn về mẫu hình tăng trưởng, thì tính ổn định của Việt Nam là tương đối cao. Theo nghiên cứu của Vinod Thomas, Mansoor chỉ số ổn định tăng trưởng của Hàn Quốc - nước có tính ổn định tăng trưởng cao với chỉ số ổn định ước tính khoảng 0,4, trái lại Brazil được coi là quốc gia có tính bất ổn về tăng trưởng thuộc loại cao với chỉ số ổn định xấp xỉ là 1,4⁸.

Hình 2. Tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế và của các ngành



Nguồn: Tổng cục thống kê

Mặc dù đã đạt được tốc độ tăng trưởng kinh tế khá ấn tượng trong gian đoạn 1990 - 2007, nhưng tăng trưởng của Việt Nam những năm qua chủ yếu dựa vào những nhân tố theo chiều rộng. Chất lượng tăng trưởng đã được cải thiện thể hiện qua sự tăng lên của năng suất các yếu tố tổng hợp (TFP) trong tăng trưởng GDP hàng năm, từ 14,28% thời kỳ 1992-1997 lên 22,6% thời kỳ 1998-2002 và 28,2% giai đoạn 2003 đến nay, tuy nhiên, tăng trưởng do yếu tố vốn chiếm tới 52,73% và do yếu tố lao động chiếm 19,07%; tức cả hai yếu tố này còn chiếm gần 3/4 tổng cả ba yếu tố tác động đến tăng trưởng (Xem bảng 1). So sánh với các nước trong khu vực thì tỷ lệ đóng góp của TFP vào tăng trưởng hàng năm của Việt Nam còn thấp hơn nhiều, tỷ lệ này của Thái Lan là 35%, của Philippin là 41%, của Indonesia là 43%. Tỷ lệ đóng góp của các yếu tố đến tăng trưởng kinh tế ở Việt Nam cho thấy vốn vẫn là động lực cơ bản cho tăng trưởng.

⁷ Lê Xuân Bá, Nguyễn Thị Tuệ Anh, Tăng trưởng kinh tế Việt Nam, NXB Khoa học Kỹ Thuật

⁸ Vinod Thomas, Mansoor Dailami et. al, *The Quality of growth*, Oxford University Press.

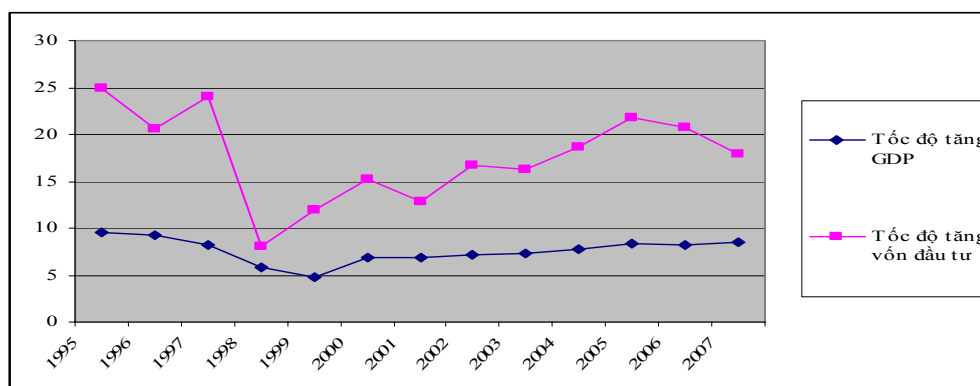
Bảng 1. Đóng góp của các yếu tố đầu vào trong tăng trưởng GDP Việt Nam (%)

Đóng góp của các yếu tố	Thời kỳ	1993 - 1997	1998 - 2002	2003 - 2006
1. Đóng góp theo điểm phần trăm (%)		8,8	6,2	7,84
- Vốn		6,10	3,56	3,78
- Lao động		1,40	1,24	1,40
- TFP		1,30	1,40	2,07
2. Đóng góp theo tỷ lệ phần trăm (%)		100,0	100,0	100,0
- Vốn		69,30	57,40	52,73
- Lao động		15,90	20,00	19,07
- TFP		14,80	22,60	28,20

Nguồn: Viện Nghiên cứu Quản lý kinh tế trung ương và Thời báo kinh tế Việt Nam

Xem xét tốc độ tăng GDP và sự biến động của tỷ lệ tiết kiệm, đầu tư trong GDP cho thấy tốc độ tăng trưởng kinh tế cao của Việt Nam từ đầu thập niên 1990 gắn liền với việc gia tăng mạnh mẽ của tỷ lệ tiết kiệm trong nước và đầu tư trong GDP. Nếu như trong thời kỳ 1986 – 1990 tỷ lệ tiết kiệm trong nước và đầu tư thấp, chỉ lần lượt là 2,4% và 12,6%, thì tốc độ tăng trưởng cũng chỉ đạt 4,3 %. Trong khi đó giai đoạn 1991 – 1995 khi tỷ lệ tiết kiệm trong nước và tỷ lệ đầu tư lên tới 14,7% và 22,3% thì tốc độ tăng GDP tăng mạnh lên tới 8,2%. Trong giai đoạn 1996 – 2000 tỷ lệ tiết kiệm trong nước và tỷ lệ đầu tư trong GDP đã đạt 25,9 % và 33,2 % tốc độ tăng GDP giảm nhẹ xuống còn gần 7%. Đặc biệt trong giai đoạn 2001 – 2007 tỷ lệ tiết kiệm trong nước và tỷ lệ đầu tư trong GDP tăng mạnh lên đến 32,1 % và 38,8 % thì tốc độ tăng GDP là 7,62%. Sự sụt giảm của tốc độ tăng trưởng thời kỳ 1998 đến 2003 một phần là do cuộc khủng hoảng tài chính trong khu vực và do cơ chế chính sách ngày càng không theo kịp với tình hình mới làm cho hiệu quả của vốn đầu tư giảm sút nhanh, dẫn đến tỷ lệ đầu tư trong GDP tăng nhanh trong khi tốc độ tăng GDP vẫn chưa được phục hồi so với thời kỳ trước khủng hoảng. Theo phân tích của Phạm Đỗ Chí và Lê Việt Đức đầu tư ở Việt Nam có độ trễ từ 1 – 2 năm so với tăng trưởng⁸ (Xem hình 3).

Hình 3. Quan hệ giữa tăng trưởng vốn đầu tư và tăng GDP



Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn tài liệu của TCTK

⁸ Phạm Đỗ Chí, Trần Nam Bình, *Kinh tế Việt Nam bước vào thế kỷ XXI*, trang 14

3. Tổng quan về tiết kiệm và đầu tư của Việt Nam

3.1. Xu hướng tiết kiệm và đầu tư của Việt Nam giai đoạn 1995 - 2007

Tỷ lệ tiết kiệm toàn xã hội của Việt Nam đã tăng khá nhanh từ năm 1990 đến nay, từ 2,9% năm 1990 lên 35,8% năm 2007, tức là tương đương với mức tiết kiệm trong nước của Thái Lan và cao hơn Philippines và Indonesia, tuy nhiên tỷ lệ này còn thấp hơn với mức 40% của Malaysia hay Trung Quốc. Có thể nhận thấy tỷ lệ tiết kiệm nội địa tăng nhanh là một trong những thành công của Việt Nam, góp phần tạo ra và duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế cao trong thời gian vừa qua. Trong suốt thập kỷ cuối của thế kỷ XX và những năm đầu của thế kỷ XXI tỷ lệ tiết kiệm toàn xã hội đã tăng liên tục (gần 3 lần) và luôn vượt trước so với mức tăng đầu tư (trên 2 lần). Trong thời kỳ này có hai mốc tỷ lệ tiết kiệm giảm là năm 1996 và 2003. Nguyên nhân của sự sụt giảm tỷ lệ tiết kiệm này là khác nhau: năm 1996 là do sự gia tăng tỷ lệ tiêu dùng trong nước do tâm lý lạc quan trước bối cảnh GDP đạt mức tăng trưởng đỉnh điểm 9,34%, còn năm 2002 – 2003 do chính sách kích cầu của nhà nước do tác động của sự khủng hoảng kinh tế trong khu vực, quốc tế và những dấu hiệu giảm phát vào những năm 1999 – 2000.

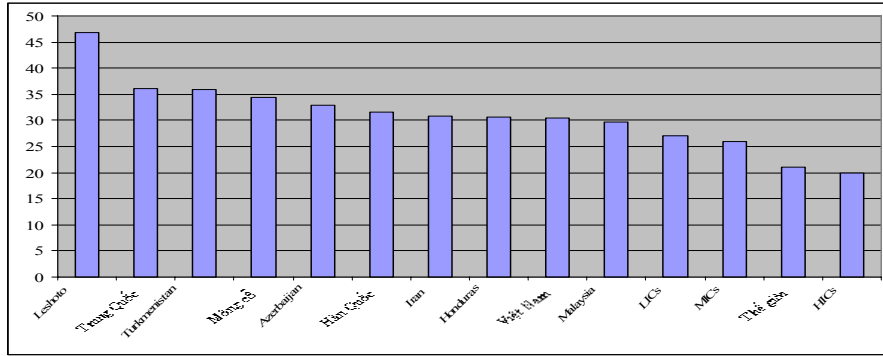
Theo Masson, Bayomi và Samei mối quan hệ giữa thu nhập bình quân đầu người và tỷ lệ tiết kiệm theo hình chữ U ngược. Tỷ lệ tiết kiệm sẽ tăng trong giai đoạn đầu của quá trình phát triển (khi GDP/ người đang còn ở mức thấp) và giảm khi các nước đã đạt được trình độ phát triển cao hơn với GDP/ người cao. Theo mô hình này Việt Nam với mức GDP/ người đang ở mức 835 USD (nước có thu nhập thấp) thì tỷ lệ tiết kiệm vẫn đang có xu hướng tăng lên trong thời gian tới.

Theo nghiên cứu “Tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam” của TS. Đặng Xuân Thanh, Viện Kinh tế Việt Nam mức tiết kiệm toàn xã hội S phụ thuộc tuyến tính tới (98,53%) vào tổng thu nhập quốc gia (GNI). Phát hiện này cho phép khẳng định tính đúng đắn của mô hình tiết kiệm của J.M Keynes cho trường hợp của Việt Nam cho thời gian từ 1990 trở lại đây và chưa có dấu hiệu thay đổi trong thời gian tới⁹.

Từ năm 1990 đến nay tổng vốn đầu tư phát triển của Việt Nam tăng khá nhanh và tỷ lệ đầu tư so với GDP đã tăng lên đến 41% vào năm 2006 và ước đạt 41,7% năm 2007. Đây cũng là tỉ lệ đạt cao so với một số nước trong khu vực, chỉ thấp hơn so với Trung Quốc. Nếu tính trung bình giai đoạn 1995 – 2005 tỷ lệ đầu tư trong GDP của Việt Nam đứng thứ chín trên thế giới và tỷ lệ này đều cao hơn mức trung bình của thế giới và các nước có thu nhập thấp (Xem hình 4). Đặc biệt chỉ có Việt Nam và Trung Quốc là tăng được tỷ trọng đầu tư trong GDP trong giai đoạn 1998 - 2002. Tỷ trọng đầu tư của Ấn Độ hầu như không đổi trong khi của các nước khác ở Đông Á thì giảm mạnh, thường là ¼ của tỷ trọng trong năm 1990. Việt Nam là nước có mức tăng trưởng cao nhất lên gần bằng mức của Trung Quốc.

⁹ Đặng Xuân Thanh, *Tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam*, Viện kinh tế Việt Nam,.

Hình 4. Tỷ lệ đầu tư trong GDP của các nước trên thế giới giai đoạn 1995 - 2005

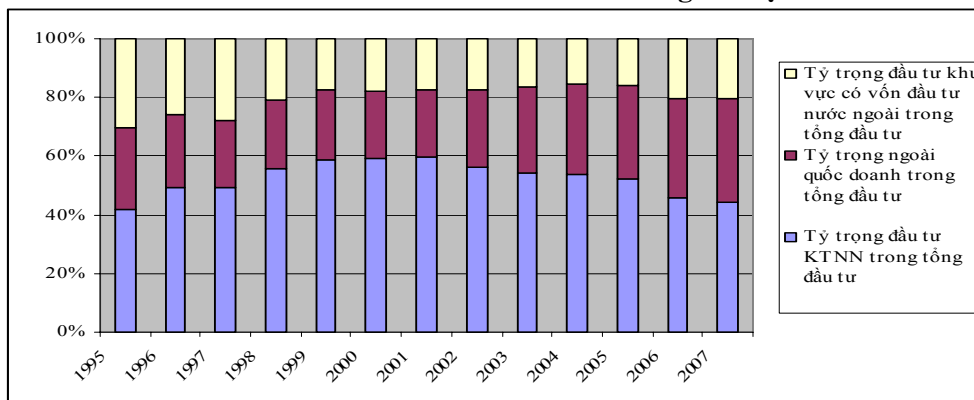


Nguồn: WB, Atlas of Global development, 2005.

Chênh lệch về tốc độ tăng trưởng đầu tư trung bình giữa 2 thời kỳ 1999-2001 và 2002-2005 của Việt Nam là 4,7% GDP so với mức chung của các nước đang phát triển là 1,3%. Như vậy, mức chênh lệch này của Việt Nam chỉ thấp hơn của Trung Quốc (5.8%) - nước có nền kinh tế được coi là tăng trưởng quá nóng và một vài nền kinh tế nhỏ khác trên thế giới.

Nếu chia đầu tư theo thành phần kinh tế bao gồm 3 khu vực là khu vực kinh tế nhà nước (KTNN), kinh tế ngoài quốc doanh và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài thì đầu tư của khu vực KTNN luôn chiếm tỷ trọng cao trên dưới 50% tổng vốn đầu tư toàn xã hội. KTNN tăng từ 42% năm 1995 lên 59,8 % năm 2001 và giảm xuống còn 52% năm 2005 và 50,1% vào năm 2006. Đặc biệt tỷ trọng đầu tư của KTNN tăng mạnh trong giai đoạn 1998 – 2002 do việc thực thi chính sách kích cầu của nhà nước. Trong thời gian này đầu tư của khu vực ngoài quốc doanh và khu vực có vốn đầu tư nước ngoài giảm. Trong giai đoạn 1995 – 1997 vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam tăng mạnh nên tỷ trọng đầu tư của khu vực này cũng tăng và chiếm đến 28,1 % tổng vốn đầu tư toàn xã hội. Nhưng do ảnh hưởng của khủng hoảng ở Đông Á lượng vốn FDI vào Việt Nam giảm mạnh trong thời kỳ 1998 – 2002 nên tỷ trọng khu vực này trong tổng vốn đầu tư chỉ còn chiếm 18,2%. Nguồn FDI mới bắt đầu tăng trở lại từ năm 2005. Đầu tư của khu vực ngoài quốc doanh cũng giảm trong giai đoạn 1997 – 2002 do ảnh hưởng của khủng hoảng ở Đông Á. Tuy nhiên tốc độ giảm của khu vực này không nhiều do Luật Doanh nghiệp ra đời năm 2000 đã thúc đẩy đầu tư của khu vực tư nhân. Tỷ trọng đầu tư của khu vực ngoài quốc doanh tăng mạnh từ năm 2002 đã vượt mức 1/3 tổng vốn đầu tư toàn xã hội.

Hình 5. Cơ cấu vốn đầu tư theo hình thức sở hữu giai đoạn 1995 – 2007



Nguồn: Vụ tài sản quốc gia, Tổng cục thống kê

Đầu tư của khu vực nhà nước chiếm tỷ trọng cao làm cho hiệu quả nền kinh tế thấp. Nhìn vào bảng 4 ta thấy ICOR tăng nhanh đồng nghĩa với hiệu quả đầu tư bị giảm sút nhanh. Xu hướng này đang xảy ra với vốn đầu tư toàn xã hội, đặc biệt là đối với nguồn vốn nhà nước. ICOR tăng là một xu hướng tất yếu do sự tiến bộ về khoa học kỹ thuật. Tuy nhiên ICOR tăng nhanh lại luôn là không bình thường và đáng lo ngại trong quá trình phát triển của mọi nền kinh tế. ICOR ở Việt Nam thậm chí còn cao hơn cả một số nước trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Indonesia, Trung Quốc và Ấn Độ. Điều thú vị là Ấn Độ đã đạt được tốc độ tăng trưởng gần bằng Việt Nam từ năm 2000 cho đến nay, với tỷ suất đầu tư chỉ bằng 2/3 so với Việt Nam. Nghĩa là Ấn Độ chỉ cần 3,5 đơn vị đầu tư để tạo ra 1 đơn vị tăng trưởng, trong khi Việt Nam cần đến gần 5 đơn vị đầu tư mới tạo ra được 1 đơn vị tăng trưởng. Trung Quốc cũng chỉ cần có 4 đơn vị đầu tư để tạo ra 1 đơn vị tăng trưởng. Tại sao hiệu quả đầu tư lại khác nhau như vậy? Theo Giáo sư David Dapice¹⁰ lý do tham nhũng không đủ để giải thích vì cả Indonesia (có mức tham nhũng lớn nhất ở các nước Đông Á, hạng 130/163) và Malaysia (hạng tham nhũng thấp nhất ở Đông Á, 44/163) trong bảng xếp hạng của Tổ chức Minh bạch Quốc tế đều có ICOR tương đương nhau. Trung Quốc, Ấn Độ và Philippines có ICOR thấp hơn nhưng Ấn Độ và Trung Quốc cùng xếp hạng thứ 70 còn Philippines xếp hạng 121 sau Việt Nam 111. Như vậy, theo David Dapice sự kết hợp của sức mạnh tài chính, hiệu quả chi tiêu của nhà nước và phạm vi cạnh tranh tín dụng sẽ tác động đến ICOR. Theo khía cạnh này thì Việt Nam có thể tụt hậu so với các nước cạnh tranh.

Động thái tăng ICOR của toàn bộ nền kinh tế gắn với tốc độ tăng nhanh của đầu tư nhà nước và khu vực FDI. Nhưng nếu ICOR cao của khu vực FDI có thể biện minh được bằng suất đầu tư cao (vốn đất, trình độ công nghệ - kỹ thuật cao) và năng suất lao động cao thì đối với nhà nước, vấn đề lại liên quan đến chất lượng đầu tư, năng lực quản lý ở cấp vĩ mô lẫn vi mô và năng suất lao động thấp. Hơn nữa trong thời gian qua đầu tư nhà nước lại tập trung nhiều vào một loạt các siêu dự án kéo dài và gặp vô số vấn đề chỉ giúp tăng GDP trong năm đầu tư, còn lại gây lãng phí và tổn thất cho xã hội.

Bảng 3. Tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của vốn đầu tư toàn xã hội và theo hình thức sở hữu

Giai đoạn	Vốn đầu tư	Nhà nước	Ngoài nhà nước	FDI
1991 – 1995	22,3	21,1	11,5	46,7
1996 - 2000	12,2	20,2	8,1	1,0
2001 - 2005	13,0	10,2	20,9	9,9

Nguồn: Kinh tế Việt Nam 20 năm đổi mới, Tổng cục thống kê

Bảng 4. Động thái ICOR giai đoạn 1995 – 2006¹¹

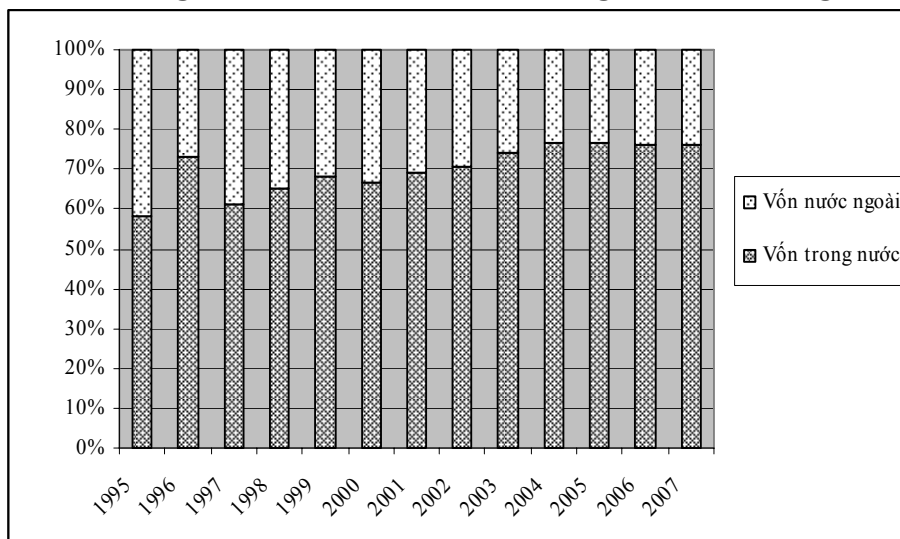
Năm	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ICOR	3.12	3.34	3.80	5.59	6.59	4.80	4.89	5.01	5.08	4.91	4.68	4.88	4.90

Nguồn: Tác giả tính toán từ số liệu của tổng cục thống kê

¹⁰ David Dapice, Các xu hướng phát triển ở Đông Á, Chương trình giảng dạy Kinh tế Fullbringt.

¹¹ Hệ số ICOR có thể tính theo nhiều cách. ICOR ở đây được tính theo công thức $ICOR = \text{Tỷ lệ tích lũy tài sản}/\text{tốc độ tăng GDP}$.

Hình 6. Nguồn hình thành vốn đầu tư trong nước và nước ngoài



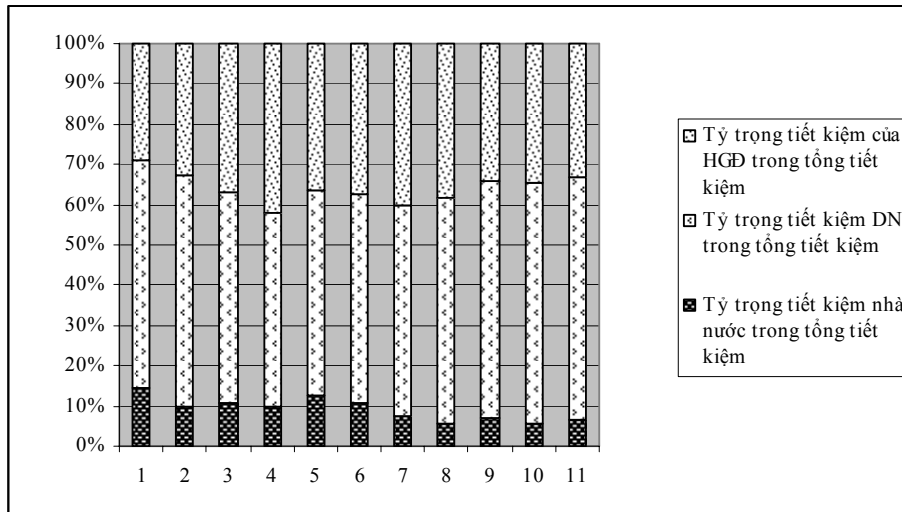
Nguồn: Vụ tài khoản quốc gia, Tổng cục thống kê

Nếu xem xét đầu tư theo nguồn trong nước (nguồn đầu tư từ ngân sách, DNNN, doanh nghiệp tư nhân và hộ gia đình) và nước ngoài (bao gồm nguồn vốn của các doanh nghiệp FDI và ODA) tỷ trọng vốn đầu tư nước ngoài trong tổng vốn đầu tư có xu hướng giảm, từ 41,3% năm 1995 xuống 33,4% năm 2000 và 23,8% năm 2005. Tỷ trọng vốn đầu tư nước ngoài giảm trong giai đoạn 2001 đến 2005 là do: i) nền kinh tế thiếu phát triển giai đoạn 1998 -2002; ii) sự gia nhập WTO của Trung Quốc đã thu hút nhiều dòng FDI đổ vào khu vực này; iii) môi trường đầu tư của Việt Nam chậm thay đổi. Tỷ lệ nguồn vốn đầu tư nước ngoài trên GDP cũng có xu hướng giảm từ 13,1 % năm 1995 xuống 9,5% năm 2005. Trong năm 2006 và 2007 đầu tư nước ngoài gia tăng mạnh mẽ vào Việt Nam, trong đó bao gồm cả đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp. Tuy nhiên, chênh lệch giữa tỷ lệ tiết kiệm nội địa và đầu tư vẫn trong khoảng 7-8% GDP, điều này cho thấy Việt Nam dựa nhiều vào vốn nước ngoài trong tăng trưởng kinh tế. So sánh với các nước trong khu vực, đặc biệt là với Trung Quốc (chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư của Trung Quốc là 0,9%), rõ ràng tỷ lệ huy động vốn nước ngoài đặc biệt cao ở Việt Nam. Điều này là do điều kiện về kinh tế - xã hội ở các nước là khác nhau, nhưng hầu hết các nước trong khu vực có mức độ chênh lệch S-I trong khoảng 4-5% GDP thì Việt Nam cũng cần xem xét lại vấn đề này.

3.2. Tình hình tiết kiệm và đầu tư theo các khu vực thể chế

Tiết kiệm theo khu vực thể chế được phân thành tiết kiệm của chính phủ (bao gồm tiết kiệm từ ngân sách nhà nước, ODA), tiết kiệm của doanh nghiệp (bao gồm cả tiết kiệm của DNNN, DN có vốn đầu tư nước ngoài và DNTN) và tiết kiệm hộ gia đình. Trong ba khu vực này khu vực doanh nghiệp có tỷ trọng tiết kiệm cao hơn so với tiết kiệm của chính phủ và hộ gia đình. Đặc biệt từ năm 2001, khi Luật doanh nghiệp ra đời tỷ lệ tiết kiệm của của khu vực doanh nghiệp tăng nhanh về mặt số lượng. Trong khi đó tỷ trọng tiết kiệm của hộ gia đình lại có xu hướng giảm do một phần tiết kiệm này được chuyển thành tiết kiệm của khu vực doanh nghiệp (do khi có Luật doanh nghiệp một phần kinh doanh hộ gia đình chuyển thành công ty). Tiết kiệm theo khu vực thể chế được thể hiện trong hình 7.

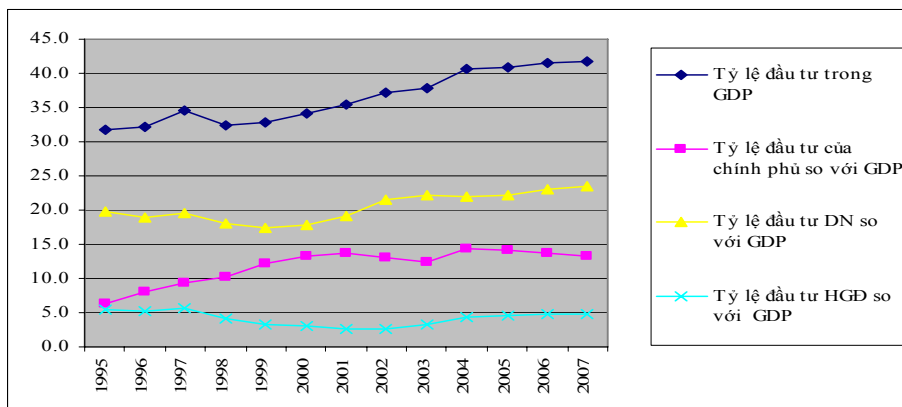
Hình 7. Cơ cấu tiết kiệm theo khu vực thể chế



Nguồn: Tổng cục thống kê

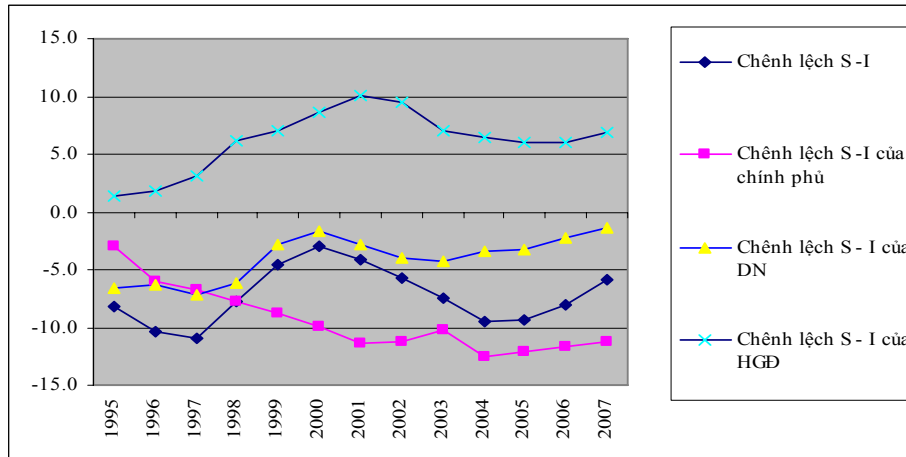
Theo khu vực thể chế cơ cấu đầu tư được chia thành: khu vực chính phủ (từ ngân sách nhà nước và ODA), đầu tư khu vực doanh nghiệp (bao gồm cả doanh nghiệp FDI) và đầu tư của hộ gia đình (hình 8). Trong 3 khu vực thì khu vực hộ gia đình là khu vực cho vay ròng. Trung bình giai đoạn 1995 - 2007 hộ gia đình tiết kiệm 10,3 % GDP và đầu tư 4,2 %, như vậy HGĐ là khu vực cho vay ròng 6,1% GDP. Khu vực doanh nghiệp tiết kiệm được 16,3% GDP và đầu tư 20,4% GDP, do đó khu vực này đi vay ròng 4,1% GDP. Chính phủ tiết kiệm được 2,4% GDP và đầu tư 11,6 % GDP do đó chính phủ đi vay ròng 9,2%.

Hình 8. Tỷ lệ đầu tư theo khu vực giai đoạn 1995 – 2007 (%GDP)



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài sản Quốc gia, Tổng cục thống kê

Hình 9. Chênh lệch giữa tiết kiệm và đầu tư theo khu vực

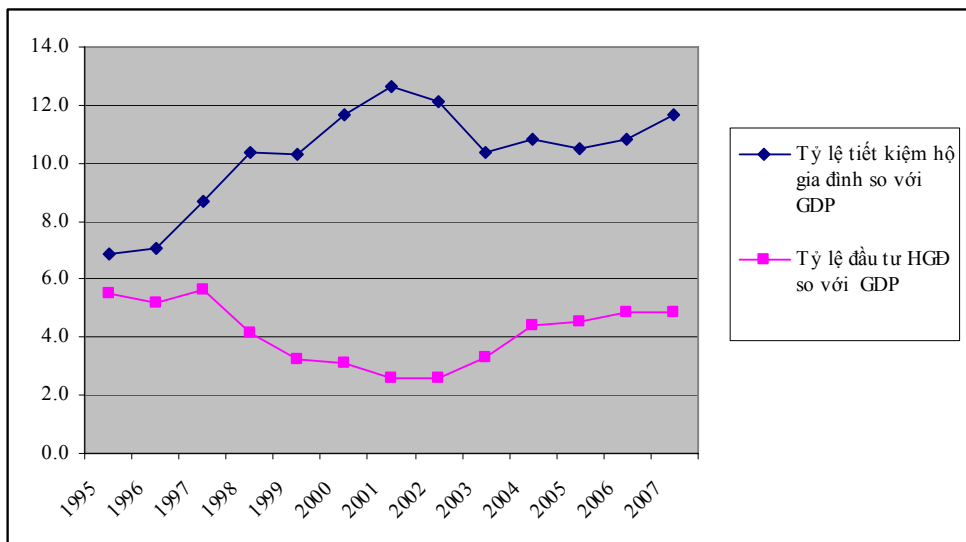


Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài sản Quốc gia, Tổng cục thống kê

Tiết kiệm và đầu tư hộ gia đình

Tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình trong GDP đã tăng liên tục từ năm 1995 đến 2001, từ 6,9% lên 12,6%, sau khi đã đạt đỉnh cực đại 12,6% trong năm 2001, tỷ lệ này lại có xu hướng giảm trong những năm vừa qua đặc biệt là giai đoạn 2001 - 2003. Nguyên nhân do chính sách kích cầu của chính phủ giai đoạn 1999 – 2003 đã làm cho tỷ lệ tiêu dùng của hộ gia đình tăng lên trong giai đoạn này (hình 10). Tuy nhiên khi chu kỳ kinh tế tăng trưởng trở lại (từ năm 2003) tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình có xu hướng tăng trưởng trở lại. Trong 3 khu vực HGD là khu vực thặng dư tiết kiệm nên là người cho vay ròng.

Hình 10. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của HGD trong GDP



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài sản Quốc gia, Tổng cục thống kê

Trong nghiên cứu tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam của Đặng Xuân Thanh bằng hàm xu thế cho thấy, tăng trưởng của tiết kiệm hộ gia đình tới 94.85% có thể giải thích bởi tăng trưởng trong thu nhập của hộ. Tuy nhiên theo mô hình tiết kiệm của N. Kaldor¹², chi tiêu của các hộ gia đình không chỉ đơn thuần tăng theo thu nhập, mà trong hành vi tiêu dùng và tiết kiệm hộ gia đình về trung hạn có những dao động mang tính chu kỳ phản ánh những đợt bùng nổ mua sắm khi mức sống tăng lên tương ứng với những giai đoạn sụt giảm trong tỷ lệ tiết kiệm.

Cơ cấu nhân khẩu học đã tác động không nhỏ đến tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam. Theo lý thuyết tiết kiệm theo vòng đời của Modigliani, tiết kiệm thường có quan hệ thuận chiều với các hộ gia đình trẻ, và có tỷ lệ ngược chiều với các hộ gia đình già. Có nghĩa là mức tiết kiệm của các hộ gia đình gia tăng cùng với quá trình tăng lên về tuổi tác, trước khi giảm xuống khi người ta bước sang độ tuổi nghỉ hưu. Theo số liệu thống kê năm 2002 cơ cấu dân số theo độ tuổi ở Việt Nam như sau: dân số 0 -15 chiếm 32,25%, từ 16 – 39 chiếm 40,47%, 40 – 60 chiếm 17,5% và từ 60 tuổi trở lên chiếm 10,13%. Nếu giả thiết “Tiết kiệm hình bướm” của Harrod là đúng thì cơ cấu dân cư trẻ của Việt Nam hiện nay đã làm hạn chế mức tiết kiệm của các hộ gia đình. Cơ cấu dân số Việt Nam hiện nay vẫn là cơ cấu dân số trẻ, nhưng tốc độ tăng dân số giảm trong thập niên qua sẽ hứa hẹn một tỷ lệ tiết kiệm cao hơn trong tương lai khi cơ cấu dân số Việt Nam chuyển từ cơ cấu dân số trẻ sang “cơ cấu dân số vàng” hay dư lợi về dân số. Trung Quốc đã thực hiện chính sách mỗi gia đình chỉ có một con trong suốt 25 năm qua đã làm cho cơ cấu dân số của Trung Quốc trở nên cơ cấu dân số vàng (khi tỷ lệ người trong độ tuổi lao động cao) chính là tiền đề của cho sự gia tăng tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình ở Trung Quốc trong suốt gần 25 năm qua. Mặt khác theo số liệu thống kê năm 2003 ở Việt Nam có 18.3122 triệu hộ gia đình. Tốc độ tăng số hộ gia đình đang giảm dần, hiện chỉ còn 2,3% năm, ít hơn mức 2,5% năm 1999. Số nhân khẩu trung bình của một hộ là 4,42 người giảm so với 4,86 người của đầu những năm 1980. Khi các điều kiện khác không thay đổi quy mô của các hộ gia đình giảm đi tạo điều kiện cho họ nâng cao mức tiết kiệm của mình.

Trong thành phần thu nhập của hộ gia đình, tiền lương và có tính chất lương chiếm trung bình 86,6% trong giai đoạn 1995 – 2007. Các khoản chuyển nhượng hiện hành chiếm tới 10,7% trong tổng thu nhập của các hộ gia đình (Bảng 6). Tỷ trọng của chuyển nhượng hiện hành cao ở Việt Nam là do lượng kiều hối chuyển về tăng mạnh từ đầu những năm 1990 đến nay. Trong giai đoạn từ 1995 đến nay lượng kiều hối gửi về Việt Nam không ngừng gia tăng từ 285 triệu USD năm 1995 lên khoảng 4,7 tỷ USD năm 2006 (Xem hình 11). Như vậy, trong giai đoạn 1995 - 2006 đến nay lượng kiều hối gửi về nước đạt 23,4 tỷ USD, gần bằng 31% nguồn vốn FDI và lớn hơn nguồn ODA giải ngân. Các nước Trung Quốc, Ấn Độ, Israel đã rất thành công trong việc quy tụ được sức mạnh của kiều bào. Các nước này không chỉ thu hút được nguồn kiều hối, mà còn thu hút được chất xám và lấy kiều bào làm cầu nối để đưa hàng hóa thâm nhập vào các thị trường trên thế giới. Với hơn 3 Việt kiều sống ở Bắc Mỹ, Châu Âu, Australia đây là một kênh huy động vốn lớn đối với Việt Nam. Do vậy Chính phủ cần phải có những chính sách thông thoáng hơn nữa để thu hút kiều hối và đầu tư của Việt kiều về nước.

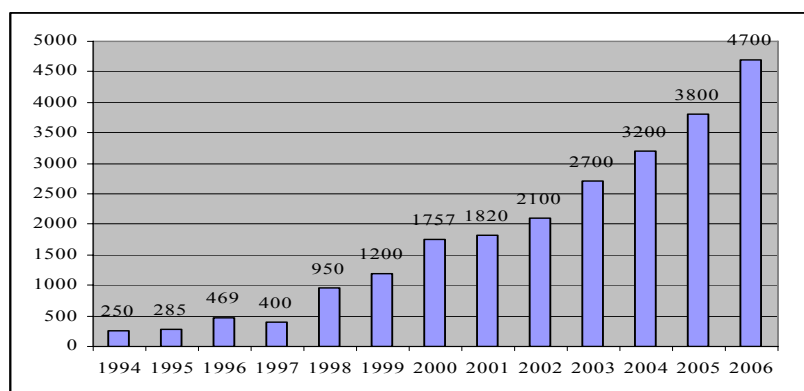
¹² N. Kaldor (1955).

Bảng 6. Cơ cấu thu nhập của các hộ gia đình (%) giai đoạn 1995 - 2007

	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07
Tiền lương và có tính chất lương	87.2	86.5	86.2	86.2	85.9	85.8	85.2	85.1	88.0	88.1	88.7	86.3	82.4
Trợ cấp	2.0	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	3.8	3.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3
Các khoản chuyển nhượng hiện hành	10.7	11.1	11.4	11.4	11.5	11.7	11.0	11.4	9.7	9.5	8.8	9.7	15.3

Nguồn: Vụ tài khoản quốc gia, Tổng cục thống kê

Hình 11. Lượng kiều hối qua các năm (Triệu USD)

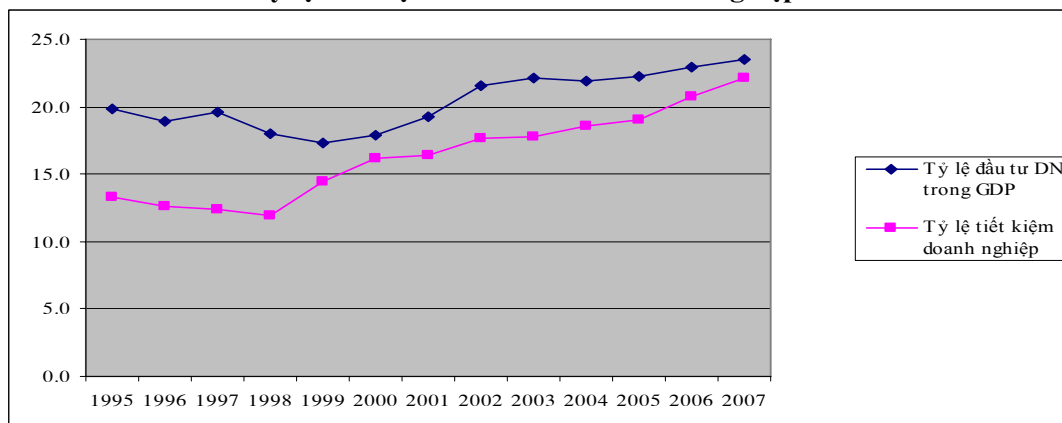


Nguồn: Tổng cục thống kê

Tiết kiệm và đầu tư của doanh nghiệp

Trong 3 khu vực khu vực doanh nghiệp là khu vực đi vay ròng nhiều nhất. Theo hình 12 ta thấy tỷ lệ đầu tư trong GDP của doanh nghiệp đạt 20,4% trong giai đoạn 1995 – 2007 cao hơn nhiều so với tỷ lệ đầu tư nhà nước và hộ gia đình. Trong 20,4% của tỷ lệ đầu tư trong GDP của DN, khu vực doanh nghiệp tiết kiệm được 16,3 % và vay 4,1%. Mức chênh lệch S-I của khu vực doanh nghiệp giai đoạn 1995 – 1997 trung bình 5,4% đã giảm xuống còn 3,1% thời kỳ 1997 – 2002 và 3,7% giai đoạn 2003 – 2007.

Hình 12. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của doanh nghiệp so với GDP



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài sản Quốc gia, Tổng cục thống kê

Tỷ lệ tiết kiệm của doanh nghiệp biến thiên theo hai giai đoạn trong thời kỳ 1995 - 2007. Tỷ lệ tiết kiệm của doanh nghiệp trong GDP giảm trong giai đoạn 1995 – 1999 và tăng trong giai đoạn 1999 cho đến nay. Một trong những nguyên nhân quan trọng dẫn đến các biến thiên thất thường của tiết kiệm công ty là môi trường pháp lý của doanh nghiệp trong quá trình chuyển đổi chưa ổn định, còn nhiều bất cập. Trong tiết kiệm của doanh nghiệp khấu hao chiếm tỷ trọng cao hơn so với lợi nhuận để lại, đặc biệt là khấu hao của DNNN do các doanh nghiệp này chiếm đến 60% tổng vốn cố định của nền kinh tế. Lợi nhuận để lại ở mức 35,3% trong tiết kiệm của doanh nghiệp.

Bảng 8. Tỷ trọng lợi nhuận để lại và khấu hao trong tổng tiết kiệm của doanh nghiệp

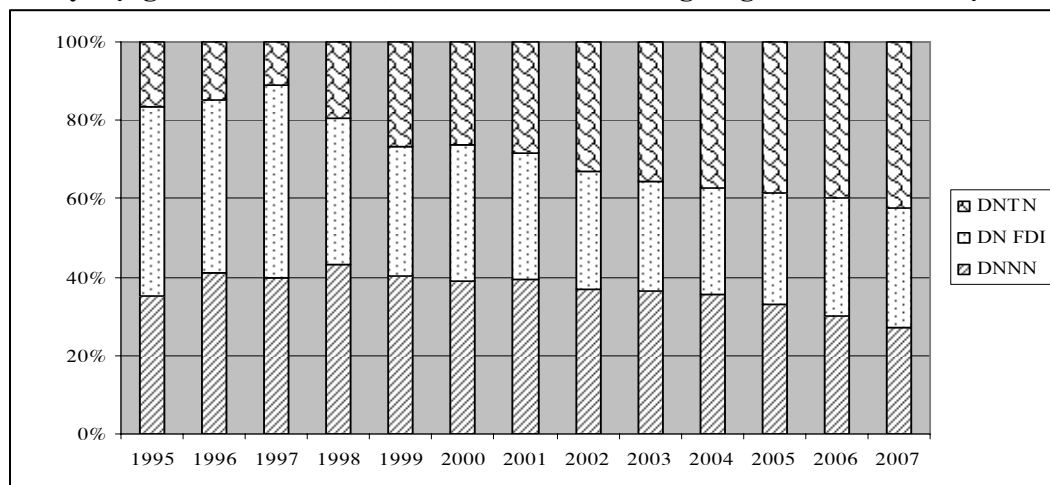
Năm	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Tỷ trọng lợi nhuận trong tiết kiệm	34.2	36.4	36.7	39.3	35.2	37.1	37.6	31.5	33.9	32.3	30.4	35.9	39.3
Tỷ trọng khấu hao trong tiết kiệm DN	44.7	47.4	47.4	50.2	44.6	46.7	46.7	41.1	45.2	38.9	37.2	29.4	25.8

Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu của Vụ tài khoản quốc gia, Tổng cục thống kê

Chênh lệch S-I trong thời kỳ 1998 – 2002 giảm mạnh là do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính ở các nước Đông Á. Trong thời kỳ 1998 – 2002 tỷ lệ tiết kiệm của khu vực doanh nghiệp tăng mạnh trong khi tỷ lệ đầu tư giảm đã làm cho khoảng cách S-I giảm. Thời kỳ này nền kinh tế thiếu phát và Chính phủ thực thi hàng loạt các biện pháp kích cầu. Dưới tác động của Chính sách kích cầu của Chính phủ tỷ lệ đầu tư đã tăng trở lại và khoảng cách S-I lại có xu hướng tăng. Tuy nhiên khoảng cách 3,7% vẫn còn thấp hơn so với mức 5,4% giai đoạn trước khủng hoảng. Lý do ở đây là tỷ lệ tiết kiệm của các doanh nghiệp đã tăng nhanh dưới tác động của Luật doanh nghiệp. Luật DN ra đời đã làm tăng đáng kể số lượng doanh nghiệp trong nền kinh tế và đã tác động đến sự gia tăng tỷ lệ tiết kiệm của khu vực này.

Đầu tư doanh nghiệp FDI đóng góp đáng kể vào tăng trưởng kinh tế trong thời gian qua. Khu vực này luôn tăng trưởng nhanh hơn toàn nền kinh tế, mà đỉnh cao là 20,7% năm 1997. Tỷ trọng vốn FDI đã tăng lên rất nhanh trong thời kỳ 1990 – 1996, đặc biệt là thời kỳ 1995, 1996 đã đạt tới 1/3 tổng nguồn vốn đầu tư của nền kinh tế. Tuy nhiên nguồn vốn FDI lại có xu hướng giảm trong giai đoạn 1997 – 2002 và chỉ có xu hướng phục hồi từ năm 2003 đến nay. "Làn sóng đầu tư nước ngoài" thứ hai vào Việt Nam đang được chú ý. Đặc biệt FDI vào Việt Nam có xu hướng tăng nhanh trong năm 2006 và 2007, đạt 10,2 tỷ USD năm 2006 và 18,9 tỷ USD năm 2007. Trong 3 loại hình doanh nghiệp tỷ trọng đầu tư của doanh nghiệp nhà nước vẫn chiếm ưu thế trong giai đoạn 1995 – 2007 và đạt trung bình 38,2% trong tổng đầu tư của khu vực doanh nghiệp. Mặc dù tỷ trọng này đã giảm mạnh từ những năm 2000 do nỗ lực đẩy nhanh cổ phần hóa DNNN. Tuy nhiên tỷ trọng đầu tư của các DNNN vẫn còn cao so với các nước có nền kinh tế chuyển đổi. Một xu hướng tích cực trong sự chuyển dịch cơ cấu đầu tư theo loại hình doanh nghiệp là tỷ trọng đầu tư của doanh nghiệp tư nhân có xu hướng tăng nhanh, đặc biệt là từ năm 2000. Luật doanh nghiệp ra đời là động lực lớn cho sự phát triển của doanh nghiệp tư nhân, tỷ trọng đầu tư của DNTN trong tổng đầu tư của khu vực DN tăng từ 28,3% năm 1999 lên 33,0% năm 2000 và đạt 38,7% năm 2005. Như vậy trong năm 2005 tỷ trọng vốn đầu tư của DNTN trong tổng đầu tư của khu vực doanh nghiệp đã vượt tỷ trọng của hai loại hình doanh nghiệp còn lại. (xem hình 13).

Hình 13. Tỷ trọng đầu tư của DNNN, DN FDI và DNTN trong tổng đầu tư của khu vực DN



Nguồn: Tác giả tính toán từ các số liệu của Vụ Tài sản Quốc gia, Tổng cục thống kê

Tiết kiệm và đầu tư của chính phủ

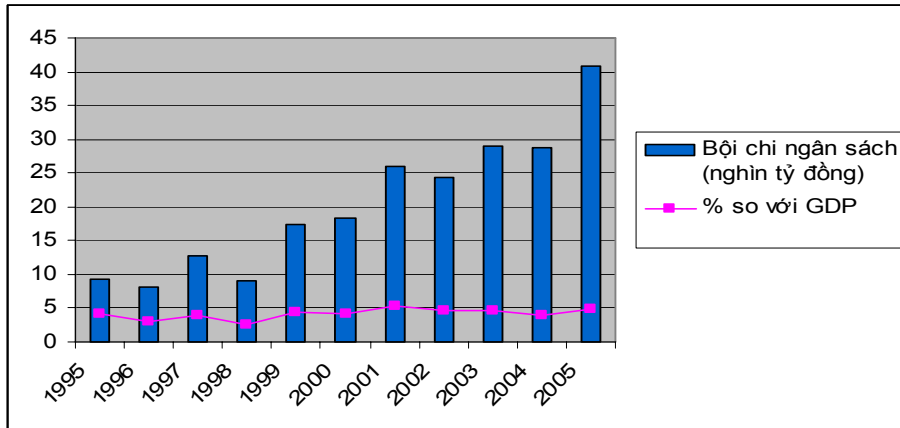
Về nguyên tắc tiết kiệm của chính phủ bằng thu trừ chi ngân sách. Tuy nhiên ngân sách của hầu hết các nước đang phát triển luôn trong tình trạng bội chi, cho nên tiết kiệm chính phủ (Sg) ở đây được hiểu là các khoản chi cho đầu tư phát triển.

Tỷ lệ tiết kiệm trong GDP của chính phủ rất thấp, do ở Việt Nam ngân sách Nhà nước liên tục thâm hụt ở mức xấp xỉ 5% GDP năm¹³ và thu nhập ròng về yếu tố sản xuất đối với nước ngoài âm, nhưng phân tiết kiệm nhà nước vẫn đạt giá trị dương và dao động quanh mức 2 đến 3% so với GDP. Khác với một số quốc gia trong khu vực, nhất là Indonesia, tỷ phần thanh toán lãi trong GDP không phải là một vấn đề lớn. Tuy tài khoản này đã tăng gấp đôi trong

¹³ Luật Ngân sách Nhà nước chỉ mới được ban hành lần đầu tiên vào 20.03.1996.

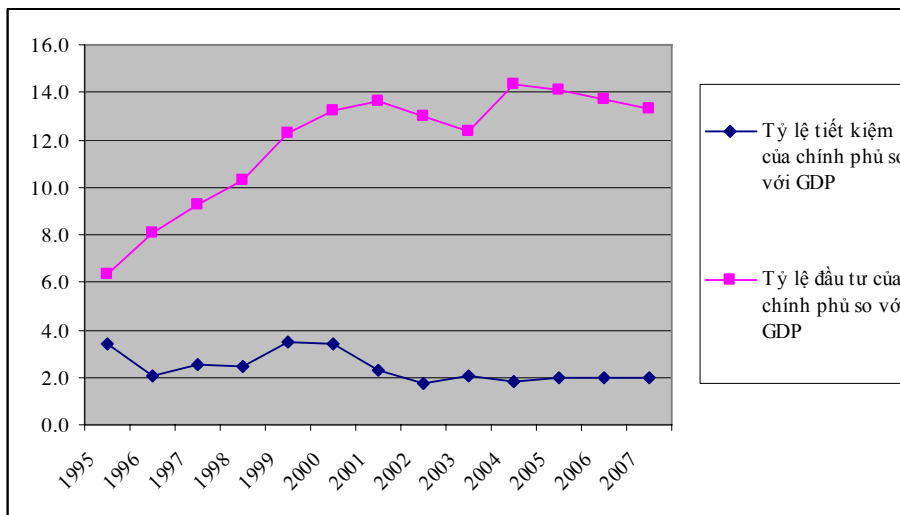
gian đoạn vừa qua ở Việt Nam, xong chỉ đạt xấp xỉ 1,2% GDP. Điều này phù hợp với sự gia tăng nguồn tài chính ngoại sinh để phục vụ cho chi tiêu của Chính Phủ từ 0,6% GDP năm 1998 lên 1,6 năm 2002. Khoản tài chính ngoại sinh này đã được dùng vào đầu tư cơ bản và đã làm cho đầu tư cơ bản đã tăng liên tục từ 1988 đến nay. Một đặc trưng của chi tiêu công của Việt Nam sau đổi mới là tăng trưởng cả tuyệt đối lẫn tương đối. Sự gia tăng của đầu tư công dẫn đến sự gia tăng tổng thâm hụt tài khóa. Mức thâm hụt này đạt 1,6% năm 1988 lên 5% năm 2005.

Hình 14. Bội chi ngân sách ở Việt Nam giai đoạn 1995 - 2005



Nguồn: Việt Nam 20 năm đổi mới và phát triển, Tổng cục thống kê

Hình 15. Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của chính phủ so với GDP



Nguồn: Tác giả tính toán từ nguồn số liệu của Tổng cục Thống kê

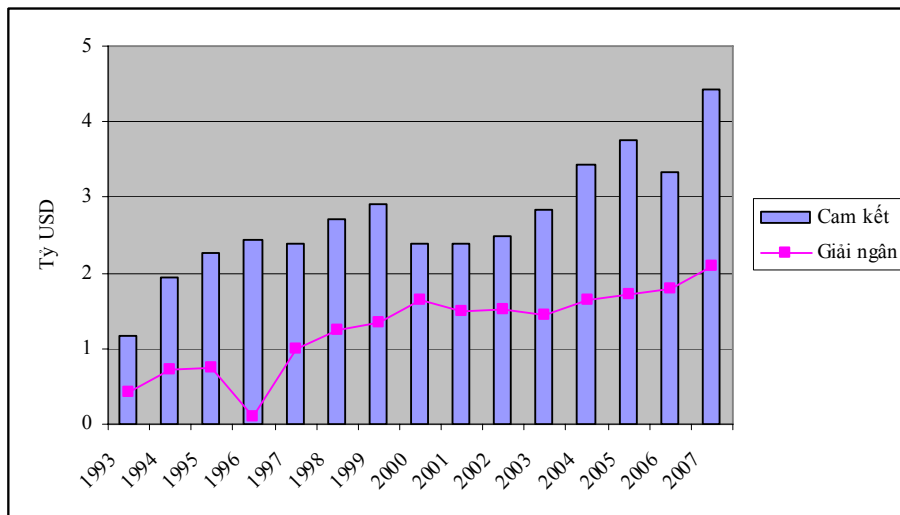
Theo hình 15 ta thấy tỷ lệ đầu tư của chính phủ so với GDP gần như tăng liên tục từ năm 1995 đến 2007. Trong đó tỷ lệ đầu tư của chính phủ so với GDP tăng mạnh trong thời kỳ 1999 – 2001 do các chính sách kích cầu của Chính phủ. Mặc dù ngân sách Nhà nước liên tục thâm hụt ở mức xấp xỉ 5% GDP năm¹⁴ và thu nhập ròng về yếu tố sản xuất đối với nước ngoài âm, nhưng phần tiết kiệm nhà nước vẫn đạt giá trị dương và dao động quanh mức 1/3 tổng đầu tư nội địa. Điều này hàm ý rằng chính phủ đang tích cực huy động các nguồn vốn vay trong và ngoài nước nhằm tài trợ cho các dự án đầu tư của mình. Bên cạnh việc thúc đẩy

¹⁴ Luật Ngân sách Nhà nước chỉ mới được ban hành lần đầu tiên vào 20.03.1996.

đầu tư chung của toàn xã hội, việc vay nợ này còn giữ cho đầu tư của Nhà nước luôn duy trì ở mức trên dưới 30% tổng đầu tư. Đây chính là biểu hiện của "hiệu ứng chiếm chỗ"¹⁵ khi đầu tư nhà nước "lấn át" các thành phần đầu tư khác trong tổng đầu tư toàn xã hội, đầu tư từ nguồn ngân sách nhà nước có xu hướng thay thế các nguồn đầu tư tư nhân. Trong khi tỷ lệ đầu tư của nhà nước trong GDP có xu hướng tăng, tỷ lệ tiết kiệm lại giảm từ năm 2000 càng làm cho độ doãng tiết kiệm đầu tư của nhà nước có xu hướng tăng lên. Đồng thời với xu hướng này vay nợ nước ngoài của Việt Nam cũng nhanh qua các năm.

Trong thành phần nguồn vốn đầu tư nhà nước nguồn vốn ODA đóng vai trò hết sức quan trọng. Nguồn vốn ODA giải ngân đạt trên dưới 4% GDP hàng năm và chiếm khoảng 33,4% trong tổng đầu tư của nhà nước. Tuy nhiên tỷ trọng ODA được giải ngân trong tổng nguồn vốn đầu tư nhà nước đang có xu hướng giảm. Tỷ trọng vốn ODA giải ngân trong tổng vốn đầu tư nhà nước đã giảm từ 56,1% năm 1995 xuống còn 24,1 % năm 2005. Có thể nhận thấy tỷ lệ giải ngân của Việt Nam rất thấp chỉ đạt 45,4% trong giai đoạn 1993 – 2005. So sánh tỷ lệ ODA ký trên GDP với các nước có trình độ phát triển kinh tế tương đương, tỷ lệ này của Việt Nam khá thấp trong giai đoạn 2001 - 2005 đạt trung bình 3,5-4,5% (tỷ lệ này trung bình của các nước tiếp nhận ODA trên thế giới là 9%). Tuy giải ngân ODA hàng năm có tăng, song mới chỉ đạt 70-80% mức kế hoạch giải ngân đề ra. Tỷ lệ giải ngân ODA của một số nhà tài trợ tại Việt Nam vẫn thấp hơn so với tỷ lệ giải ngân của những nhà tài trợ đó trong khu vực và trên thế giới.

Hình 16. Tình hình cam kết và giải ngân ODA thời kỳ 1993 - 2007



Nguồn: Vụ hợp tác quốc tế Bộ Kế hoạch và Đầu tư

Chỉ tính thời kỳ 2001-2005 nguồn vốn ODA đã bổ sung khoảng 11% cho tổng vốn đầu tư toàn xã hội và nguồn vốn ODA cấp phát qua ngân sách nhà nước chiếm trung bình khoảng 17% tổng đầu tư từ ngân sách. ODA đã thực sự trở thành kênh vốn bổ sung quan trọng cho sự nghiệp phát triển kinh tế - xã hội của đất nước. Trong nguồn vốn ODA khoảng 80% là vốn vay ưu đãi đã làm gia tăng nợ nước ngoài của Việt Nam, tính đến ngày 31/12/2005 nợ của Việt Nam khoảng 16,7 tỷ USD. Từ năm 2000 đến nay tỷ trọng nợ của Chính phủ đã tăng đều đặn lên trên 75%. Nợ của các doanh nghiệp nhà nước giảm với tỷ trọng trung bình là 7,4%, của các doanh nghiệp FDI cũng giảm và chiếm khoảng 27,2%. Đây là một xu hướng không

¹⁵ Đặng Xuân Thanh, *Tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam*, Viện kinh tế Việt Nam

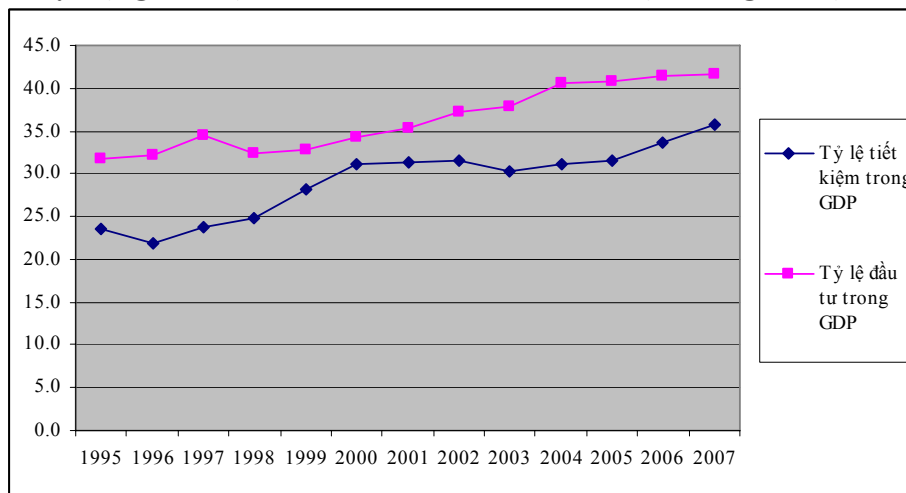
lành mạnh, bởi vì “con nợ” chính lại là chính phủ. Theo chiến lược vay trả nợ nước ngoài đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, hiện nay nợ nước ngoài của Việt Nam nằm trong ranh giới an toàn. Tổng số nợ nước ngoài của toàn bộ nền kinh tế đến cuối năm 2005 bằng 35,3 % GDP, bằng 51,5 % kim ngạch xuất khẩu, dịch vụ trả nợ (số tiền trả nợ gốc và lãi) bằng 5,1 % kim ngạch xuất khẩu, dịch vụ trả nợ Chính phủ bằng 6,0% tổng thu ngân sách Nhà nước¹⁶. WB cũng đánh giá nợ nước ngoài của Việt Nam nằm trong ranh giới an toàn. Mặc dù vậy, với xu hướng nguồn vốn vay tăng nhanh Chính phủ Việt Nam cần thận trọng hơn trong chiến lược vay trả nợ nước ngoài.

3.3. Chênh lệch S-I

Hiện tại “độ doãng” hay khoảng cách biệt giữa tiết kiệm và đầu tư toàn xã hội xấp xỉ 6-7 % GDP, đã thu hẹp đáng kể so với mức 10% - 12% GDP của một thập niên trước đây. Điều này chứng tỏ nền kinh tế Việt Nam đã trở nên cân bằng hơn và tiết kiệm đang thể hiện xu hướng “đuổi kịp” đầu tư ở mức trên dưới 1/3 GDP. Duy trì và thúc đẩy xu hướng tích cực này là một trong những nhiệm vụ quan trọng đối với việc hoạch định chính sách kinh tế, tuy nhiên trong thời gian từ 2001 đến nay độ doãng này đang có xu hướng gia tăng. Thiếu hụt giữa tiết kiệm và đầu tư là nguyên nhân làm thâm hụt cho cán cân thanh toán và được tài trợ bằng các nguồn vốn nước ngoài khác nhau như: ODA, FDI, vốn của các NGOs hoặc vay thương mại.

Tuy đạt được nhiều kết quả tích cực nhưng tích lũy và đầu tư vẫn còn một số hạn chế, bất cập. Qui mô tuyệt đối về tích lũy còn nhỏ so với yêu cầu đầu tư. Có một lượng vốn không nhỏ còn tồn đọng trong dân mà chưa được huy động vào đầu tư tăng trưởng; nguồn vốn nhân rồi này đã được dùng để đầu cơ bất động sản, mua vàng hay dự trữ đôla... Đầu tư nước ngoài có dấu hiệu hồi phục, đặc là năm 2007 một năm sau khi Việt Nam gia nhập WTO với mức vốn đăng ký lên tới 20,2 tỷ USD. Cam kết ODA cho Việt Nam trong thời gian qua cũng có xu hướng tăng nhanh. Tại Hội nghị các nhà tài trợ CG các nước và tổ chức quốc tế vẫn cam kết gia tăng ODA cho Việt Nam trong năm 2008 với 5,526 tỷ USD. Tuy nhiên, khi luồng vốn nước ngoài bao gồm FDI, đầu tư gián tiếp và ODA vào Việt Nam tăng nhanh đã tạo ra những áp lực cho điều tiết vĩ mô của chính phủ trong quản lý tỷ giá hối đoái và lạm phát.

Hình 17: Tỷ trọng tiết kiệm và đầu tư so với GDP của Việt Nam giai đoạn 1995 - 2007



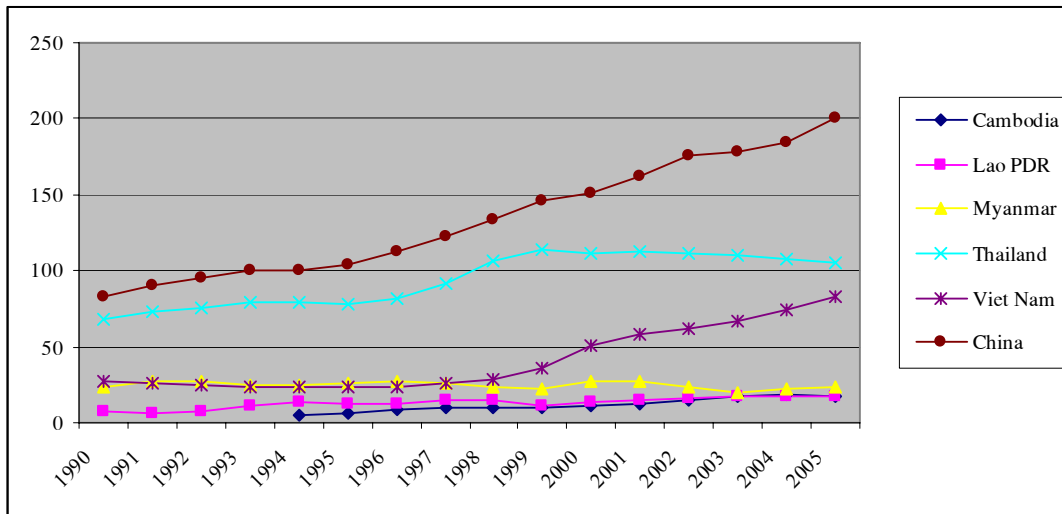
Nguồn: Vụ tài khoản quốc gia, Tổng cục thống kê

¹⁶ Theo kinh nghiệm quốc tế giới hạn tối đa đối với tổng nợ nước ngoài là 50 - 60% hoặc 150% kim ngạch xuất khẩu, dịch vụ trả nợ bao gồm cả gốc và lãi là 15% và 10% tổng thu ngân sách nhà nước.

4. Vai trò của hệ thống tài chính đối với với huy động tiết kiệm cho đầu tư ở Việt Nam

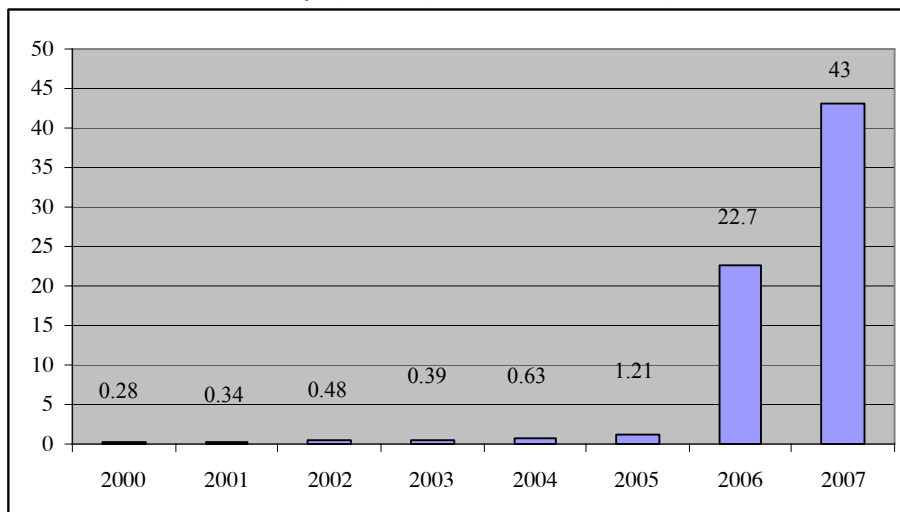
Mặc dù hệ thống tài chính chỉ làm trung gian cho một phần trong tổng nguồn vốn có thể dành cho đầu tư, nhưng hệ thống này giữ vai trò cốt tử trong việc phân phối các khoản tiết kiệm. Khi lượng tiết kiệm đi qua hệ thống tài chính gia tăng, độ sâu tài chính tăng lên. Từ năm 1990 đến nay độ sâu của hệ thống tài chính ở Việt Nam đã tăng nhanh, tỷ lệ M2/GDP đã tăng từ 27,1 % năm 1990 lên 82,4% năm 2005 và đạt mức trung bình 40,99% trong cả giai đoạn 1990 - 2005 (xem hình 18). Tuy nhiên tỷ số M2/GDP của Việt Nam vẫn đang còn thấp hơn mức 43% của các nước đang phát triển có tốc độ tăng trưởng cao trên 7% giai đoạn 1965 – 1987. Tỷ lệ tiền tệ hóa của Việt Nam giai đoạn 2000 – 2007 đạt trung bình đạt 7,8 % thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực Đông Nam Á và Đông Á. Tỷ lệ này chỉ mới tăng đáng kể vào năm 2006 và đầu năm 2007. Nếu so sánh với Trung Quốc, Thái Lan thì độ sâu tài chính của Việt Nam vẫn còn thấp hơn rất nhiều. M2/GDP của Trung Quốc ở mức 60% những năm 1980 đã tăng lên 100% thời kỳ 1990 và đạt đến 200% vào năm 2006. Khu vực tài chính của Trung Quốc đã tăng nhanh cùng với sự tăng trưởng kinh tế. Ở Việt Nam TTCK chỉ tăng trưởng mạnh vào năm 2006 khi mà lượng cung, cầu và giá đều tăng. Tính đến thời điểm 31/12/2006 tại hai thị trường giao dịch chứng khoán đã có 193 công ty niêm yết, đạt tổng giá trị vốn hóa thị trường 221.156 tỷ đồng tương đương 14 tỷ USD và chiếm gần 22,7% GDP, tỷ lệ này đã tăng lên 43% GDP vào cuối năm 2007. Trái phiếu chính phủ trong giai đoạn 2000 – 2005 chỉ đạt 4,4 tỷ USD khoảng 10% GDP, trái phiếu doanh nghiệp và địa phương đạt 0,6 tỷ USD tương đương 1% GDP. Từ năm 2006 thị trường trái phiếu có tốc độ tăng trưởng mạnh, với gần 400 loại TPCP, trái phiếu đô thị và trái phiếu ngân hàng niêm yết với gần 70.000 tỷ đồng, bằng 7,7% năm 2006. Tuy nhiên, tỷ lệ này vẫn thấp hơn rất nhiều so với mức bình quân 30% của các nước châu Á.

Hình 18. M2/ GDP ở Việt Nam và một số nước Đông Á giai đoạn 1990 - 2005



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ các nguồn số liệu khác nhau

Hình 19. Tỷ lệ tiền tệ hóa của TTCK Việt Nam



Nguồn: UBCK Nhà nước

Hệ thống ngân hàng, mà đặc biệt là ngân hàng thương mại nhà nước vẫn thống lĩnh hệ thống tài chính Việt Nam. Nguồn vốn huy động qua hệ thống ngân hàng (chủ yếu là các ngân hàng thương mại) vẫn là kênh huy động vốn chủ yếu góp phần tăng đầu tư toàn xã hội và tăng trưởng kinh tế. Tín dụng cho nền kinh tế tăng từ 156 nghìn tỷ đồng (35% GDP) năm 2000 lên 420 nghìn tỷ đồng (59%) năm 2004.

Như vậy, có thể nhận thấy với mức độ vốn hóa thấp của TTCK, các khoản cho vay của ngân hàng vẫn là nguồn tài chính cơ bản trong nước cho đầu tư. Tuy nhiên, tiền cho vay của ngân hàng có tốc độ tăng trưởng cao cũng chỉ đáp ứng được 60% nhu cầu tài chính của các doanh nghiệp, trong đó 80% vốn vay ngân hàng là vốn ngắn hạn, đây chính là trở ngại chính cho việc cấp vốn cho công ty phát triển. Rõ ràng, trong thời gian tới Việt Nam cần tăng cường nguồn vốn khác để giảm phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng. Phát triển thu hút vốn thông qua TTCK và trái phiếu là cách thức tốt hơn cho các doanh nghiệp khi có nhu cầu vốn cho đầu tư dài hạn. Muốn đạt được điều này, Chính phủ cần phải tăng cường hơn nữa CPH DNNN và hoàn thiện khung pháp lý, chính sách liên quan đến thực thi Luật Chứng khoán và các văn bản pháp luật liên quan đến sự phát triển của thị trường vốn.

Trong cuối năm 2007 và đầu năm 2008, cùng với sự gia tăng nhanh tỷ lệ lạm phát, sự suy giảm của TTCK và sự gia tăng nhanh lãi suất trên thị trường nhiều chuyên gia kinh tế cho rằng Việt Nam đang có những dấu hiệu tương tự so với cuộc khủng hoảng tài chính 1997 - 1998 ở Đông Á.

Những biểu hiện cụ thể là:

Thứ nhất, quy mô hệ thống tài chính Việt Nam đang còn tương đối nhỏ so với nền kinh tế khi mà tổng tài sản tài chính chỉ tương đương 1 lần GDP và dự nợ cho vay khoảng 75% GDP. Hơn nữa hệ thống tài chính nội địa vẫn tập trung quá mức vào các ngân hàng. Tín dụng ngân hàng vẫn gấp đôi so với giá thị trường của các cổ phiếu được niêm yết. Sự tăng trưởng quá nóng của giá các loại cổ phiếu trong cuối năm 2006 và đầu năm 2007 đã làm giảm phần nào vị thế của ngân hàng. Tuy nhiên, cuối năm 2007 và đặc biệt đầu năm 2008 giá các loại cổ phiếu đã giảm mạnh. Chỉ số Vnindex đã giảm xuống mức 600 điểm đã chứng tỏ những hoài

nghi về bong bóng của chứng khoán là có cơ sở. Một loạt dự định IPO của các doanh nghiệp lớn đã phải hoãn.

Thứ hai, đầu tư quá mức và bong bóng tài sản. Như đã phân tích ở trên tỷ lệ đầu tư trong GDP của Việt Nam đã đạt mức trên 41% và dự kiến đầu tư đạt 42% vào năm 2008. Tỷ lệ đầu tư này đưa Việt Nam vào một trong những nước có tỷ lệ đầu tư cao nhất thế giới. Bên cạnh đó hệ số ICOR của Việt Nam cũng ở mức 5 cao hơn nhiều các nước trong khu vực và trong những giai đoạn tương tự như Việt Nam hiện nay. Hơn nữa, trong cơ cấu đầu tư, tỷ lệ đầu tư của khu vực nhà nước vẫn chiếm tỷ lệ cao với những siêu dự án kéo dài và hiệu quả thấp đã gây ra lãng phí và tổn thất rất lớn cho xã hội. Về bong bóng tài sản có thể nhận thấy Việt Nam vẫn là một nước có thu nhập thấp (GDP/người năm 2007 ước đạt 835 USD so với mức 906 USD là ngưỡng thu nhập trung bình) nhưng giá đất và nhà ở tại nhiều khu của Hà Nội và TP. HCM cao bằng giá đất của Tokyo, Singapore hay Hongkong là điều cần xem xét. Đây chính là dấu hiệu của bong bóng tài sản bất động sản. Trong thời gian qua Chính Phủ đã đưa ra các biện pháp để làm giảm bớt nguy cơ từ bong bóng tài sản như thắt chặt tín dụng cho mua bất động sản hay mới đây Chính phủ giao Bộ Tài chính nghiên cứu sửa đổi Pháp lệnh về thuế nhà đất theo hướng đánh thuế lũy tiến đối với những người sở hữu nhiều bất động sản mà không sử dụng hiệu quả, hoặc mua đi bán lại nhiều lần trong thời gian ngắn để đầu cơ trục lợi nhằm đưa giá nhà đất xuống thấp hơn.

Thứ ba, cán cân thâm hụt thương mại có xu hướng gia tăng vào khoảng 4 - 5% GDP. Mặc dù xuất khẩu đã tăng nhanh trong những năm vừa qua, nhưng thâm hụt thương mại vẫn tăng nhanh do nhập khẩu tăng mạnh, điều này làm cho thâm hụt thương mại ngày càng trầm trọng. Thứ tư, trong thời gian qua cùng với việc nguồn vốn FDI gia tăng, nguồn vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài vào TTCK và nguồn kiều hối Chính phủ Việt Nam đang gặp khó khăn trong điều tiết tỷ giá hối đoái.

5. Kết luận

i) Tỷ lệ tiết kiệm và đầu tư của Việt Nam tăng liên tục từ năm 1990 đến nay, đặc biệt tỷ lệ đầu tư năm 2006 đã đạt 41,5% so với GDP. Tỷ lệ này cao hơn tỷ lệ đầu tư của các nước khác trong ASEAN. Với tỷ lệ đầu tư 41%,5 GDP và hệ số ICOR 5 là rất cao so với các nước trong khu vực ở những giai đoạn phát triển tương đương như hiện nay. Đầu tư nhà nước bao gồm từ ngân sách nhà nước và DNNN vẫn chiếm tỷ trọng cao (trên dưới 50%) so với các nguồn vốn khác. Tuy nhiên hiệu quả đầu tư của khu vực này lại thấp hơn so với khu vực khác, thể hiện thông qua hệ ICOR giữa các khu vực này.

ii) Cơ cấu dân số của Việt Nam trẻ tác động không nhỏ đến tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình. So với Trung Quốc tỷ lệ tiết kiệm của hộ gia đình vẫn thấp hơn nhiều. Trong tiết kiệm cho đầu tư của doanh nghiệp lợi nhuận để lại vẫn chiếm tỷ trọng thấp. Khấu hao vẫn chiếm tỷ lệ cao và là nguồn tiết kiệm quan trọng cho đầu tư.

iii) Do tỷ lệ đầu tư tăng nhanh nên độ đoãng tiết kiệm và đầu tư ($S - I$) của Việt Nam vẫn tương đối cao đạt 7- 9% GDP. Nguồn kiều hối gửi về Việt Nam tăng nhanh trong giai đoạn 1990 – 2005 phần nào bù đắp được thiếu hụt trong nước. Hiện tại nợ nước ngoài của Việt Nam vẫn nằm trong giới hạn an toàn, mặc dù Việt Nam là một trong mười nước nhận được nguồn ODA nhiều nhất trên thế giới.

iv) Chênh lệch về tiết kiệm và đầu tư vẫn đang còn cao, do đó thâm hụt cán cân thanh toán ở Việt Nam vẫn xấp xỉ ở mức 4 -5% GDP. Thâm hụt thương mại tăng nhanh và tỷ giá dao động

bất thường là những dấu hiệu của rủi ro tiềm ẩn. Bên cạnh đó một luồng tiền lớn đang đổ vào thị trường bất động sản và chứng khoán tạo nên một bong bóng tài sản. Chỉ số Vnindex tụt dốc xuống dưới 600 điểm trong tháng 3 năm 2008 là một minh chứng cho bong bóng tài sản ở Việt Nam. Theo các chuyên gia của Đại học Harvard Việt Nam chưa gặp phải khủng hoảng tài chính là nhờ Việt Nam chưa tự do hóa tài sản vốn, dự nợ nước ngoài ngắn hạn còn ở mức kiểm soát được và lượng vốn đầu tư nước ngoài cộng vốn luồng kiều hối giúp cân đối lại phần nào cán cân tài khoản vãng lai¹⁷.

v) Độ sâu tài chính của Việt Nam vẫn thấp hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực và trên thế giới. M2/ GDP mặc dù đã tăng nhanh từ năm 1990 đến nay nhưng mới chỉ đạt trên 90% năm 2005.

Tóm lại, sau giai đoạn tăng trưởng chậm lại 1998 – 2002, nền kinh tế Việt Nam đã chuyển sang giai đoạn tăng trưởng cao mới. Tốc độ tăng GDP đã đạt 8,04% trung bình giai đoạn 2003 - 2007. Việc gia nhập WTO là tiền đề cho tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn tới. Trong những năm qua đầu tư của khu vực tư nhân trong nước và đầu tư nước ngoài tăng mạnh là những dấu hiệu khả quan cho triển vọng tăng trưởng Việt Nam trong những năm tới. Tuy nhiên Việt Nam cần phải quan tâm hơn nữa đến việc nâng cao hiệu quả vốn đầu tư, đặc biệt là vốn đầu tư khu vực nhà nước và sự dụng có hiệu quả hơn nguồn vốn ODA. Chỉ có làm như vậy mới có thể làm cho kinh tế Việt Nam phát triển bền vững hơn, ổn định hơn.

Một số kiến nghị

Để thực hiện được mục tiêu tăng trưởng 7,5 – 8% năm giai đoạn 2006-2010, nhu cầu vốn đầu tư phát triển của Việt Nam rất lớn phải tăng so với 5 năm 2001 – 2005 từ 37,5% lên 40% GDP (năm 2008 đạt 42%). Tổng nguồn vốn đầu tư trong giai đoạn 2006 – 2010 cần huy động khoảng 140 tỷ đồng theo giá năm 2005. Yêu cầu vốn cho quá trình công nghiệp hóa sẽ làm cho nhu cầu vốn tăng lên, khả năng nguồn cung vốn phụ thuộc vào tỷ lệ tiết kiệm trong nước và nguồn vốn đầu tư từ bên ngoài. Vấn đề quan trọng đối với Việt Nam là tạo ra khung pháp lý đầy đủ và đồng bộ để đảm bảo thị trường vốn và tiền tệ phát triển lành mạnh, duy trì ổn định kinh tế vĩ mô và phòng ngừa khủng hoảng.

i) Việt Nam và Trung Quốc đang gặp phải cùng một vấn đề là để đạt được mục tiêu tăng trưởng cao, cả hai nước phải tăng tỷ lệ đầu tư trong GDP. Tuy nhiên, trong danh mục đầu tư nhiều khoản lại không tạo nên tài sản như các khoản thất thoát đầu tư do tham nhũng, các khoản tiền đền bù đất đai¹⁸, đặc biệt là các khoản đầu tư cho cơ sở hạ tầng do nhà nước thực hiện. Nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của Việt Nam không phải là tăng đầu tư, vì đã ở mức quá cao mà Việt Nam phải tập trung nâng cao hiệu quả sử dụng vốn đầu tư thông qua việc mạnh dạn điều chỉnh cơ cấu đầu tư. Cải cách thủ tục, chính sách, các quy định pháp lý để khắc phục sớm những ách tắc trong giải ngân vốn đầu tư, trong việc mở mang doanh nghiệp; giảm bớt các gánh nặng chi phí bất hợp lý trong kinh doanh, tạo môi trường làm ăn thông thoáng, minh bạch cho mọi thành phần kinh tế. Do vậy, cần giảm bớt những dự án đầu tư lớn không hiệu quả và chuyển dần từ đầu tư nhà nước sang đầu tư tư nhân. Việc chuyển từ đầu tư nhà nước sang đầu tư tư nhân không chỉ làm gia tăng hiệu quả vốn đầu tư mà còn làm giảm nợ của chính phủ.

¹⁷ Thời báo kinh tế Việt Nam,

¹⁸ Chênh lệch giữa tỷ lệ đầu tư và tỷ lệ tích lũy tài sản ở Việt Nam khoảng từ 5 - 7% GDP

ii) Việt Nam cần phải cải thiện hơn nữa môi trường đầu tư, đặc biệt là khuyến khích phát triển kinh tế tư nhân. Hiện tại đầu tư của khu vực kinh tế tư nhân vẫn chỉ ở mức khoảng 30% trong tổng mức đầu tư toàn xã hội, thấp hơn rất nhiều so với đầu tư của nhà nước.

iii) Cần có cơ chế thông thoáng hơn để thu hút nguồn kiều hối. Trong những năm qua nguồn kiều hối không ngừng gia tăng đã làm giảm đáng kể thâm hụt giữa tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam.

iv) Đến năm 2010 - 2013 có nhiều khả năng Việt Nam sẽ bắt đầu một quá trình chuyển từ việc sử dụng nguồn vốn ưu đãi của Hiệp hội Phát triển Quốc tế (IDA) sang nguồn vốn có lãi suất cao hơn của Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế (IBRD). Kinh nghiệm phổ biến trên thế giới là khi phát triển các nước có xu hướng giảm sử dụng ODA và chuyển sang dựa vào các thị trường tài chính tư nhân nhiều hơn.

v) Việt Nam cần phải nâng cao hiệu quả của khu vực tài chính bằng những cải cách cơ cấu mạnh mẽ hơn. Để đảm bảo được nguồn vốn cho đầu tư của khu vực công và khu vực tư nhân nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế cao trong giai đoạn 2006 – 2010 khu vực tài chính không chỉ mở rộng mà còn phải sử dụng hiệu quả hơn các nguồn lực tài chính. Chính phủ cần phải tổ chức chương trình nợ theo các tiêu chuẩn quốc tế để quản lý nợ nước ngoài một cách hiệu quả nhất và tạo ra khuôn khổ để quản lý tiền tệ một cách rõ ràng và minh bạch hơn.

vi) Chính phủ Việt Nam cần thúc đẩy, khuyến khích cải tổ sâu rộng hơn nữa hệ thống ngân hàng và tiếp tục thúc đẩy phát triển thị trường vốn như thị trường chứng khoán, thị trường nợ để hỗ trợ cải tổ hệ thống ngân hàng. Có thể nhận thấy phát triển thị trường chứng khoán để đa dạng hóa các thị trường tài chính là một biện pháp trọng yếu. Bởi vì cấu trúc tài chính có thể ảnh hưởng đến năng lực hoạt động của doanh nghiệp. Các công ty thường có các hành vi khác nhau tùy thuộc vào việc họ huy động vốn thông qua tín dụng ngân hàng hay các thị trường chứng khoán. Ngày càng có nhiều bằng chứng chứng tỏ rằng các doanh nghiệp sáng tạo hơn ưa thích tự gây vốn trên thị trường chứng khoán.

vii) Cần chú trọng kiểm soát rủi ro của thị trường tài chính. Như chúng ta đã biết các thị trường tài chính thường huy động nguồn lực và phân phối rủi ro. Thị trường tài chính Việt Nam vẫn còn tiềm ẩn những điểm yếu, khiến chúng dễ bị tổn thương trước sự tháo chạy đột ngột của các dòng vốn, xảy ra sự thay đổi tâm lý hoặc những biến động về tình hình tài chính quốc tế. Tuy nhiên việc phòng vệ rủi ro thái quá có thể làm chậm sự hội nhập khu vực tài chính của Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

Tiếng Việt

Cục đầu tư nước ngoài, Hiệp hội doanh nghiệp đầu tư nước ngoài và Tạp chí doanh nghiệp đầu tư nước ngoài, *20 năm đầu tư nước ngoài ở Việt Nam*, NXB Nhà xuất bản tri thức.

Đặng Xuân Thanh, *Tiết kiệm hộ gia đình ở Việt Nam*, Viện kinh tế Việt Nam.

David Dapice, *Các xu hướng phát triển ở Đông Á*, Chương trình giảng dạy Kinh tế Fullbright. GS.TS. Nguyễn Văn Thường, GS.TS. Nguyễn Kế Tuấn, *Kinh tế Việt Nam năm 2006 - Chất lượng tăng trưởng và hội nhập kinh tế quốc tế*. Nhà xuất bản đại học Kinh tế Quốc dân, 2007.

Harvard University, John F. Kennedy School of Government, *Một khuôn khổ chính sách phát triển kinh tế - xã hội cho Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020*.

Indermit Gill, Homi Kharas (2007), *Đông Á Phục Hưng*, Nhà xuất bản Văn hóa Thông tin.

Kenichi Ohno, *Phát triển kinh tế của Nhật Bản, Con đường đi lên từ một nước đang phát triển*, Diễn đàn Phát triển Việt Nam 2007.

Lê Xuân Bá, Nguyễn Thị Tuệ Anh (2006), *Tăng trưởng kinh tế Việt Nam*, NXB Khoa học Kỹ thuật.

Modigliani F. *Vòng đời, tiết kiệm cá nhân và của cải của các quốc gia. Các thuyết trình tại lễ trao giải thưởng Nobel về khoa học kinh tế 1981-1990*. Nxb Chính trị Quốc gia, H.: 2000.

Ngân hàng Thế giới, *Các hệ thống tài chính và sự phát triển*, NXB Giao thông Vận tải, 1998.

Ngân hàng Thế giới, *Tài chính cho tăng trưởng, lựa chọn chính sách trong một thế giới đầy biến động*, Nhà xuất bản Văn hóa thông tin, 2001.

Phạm Đỗ Chí và Trần Nam Bình, *Kinh tế Việt Nam bước vào thế kỷ XXI*

Tiếng Anh

Cass, David, “*Optimal growth in an Aggregate Model of Capital Accumulation*”, Review of Economics studies Magazine, 32, 1965.

Domar, E “*Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment*”, Econometrical, 14 (1946).

Koopmans, TC, “*On the Concept of Optimal Economics Growth*”, In the Econometric Approach to Development Planning”, Amsterdam: North – Holland, 1965.

Louis Kuijs, How will China’s saving - investment balance evolve? WB China Research Paper, May 2006.

Mario Gutierrez, Andrés Solimano, Savings, Investment and growth in the global age: Analytical and Policy Issues. Working Paper N. 43, The American University of Paris.

N. Kaldor. The Expenditure Tax. Allen&Unwin, London, 1955.

P. Mansson, J. Bayoumi and H. Samiei (1998), *International Evidence on the Determinants of Private Saving*, *The World Bank Economic Review*, September.

Romer, Paul M. “Endogenous Technological Change” *Journal of Political Economy*” (October 1990).

Solow, Robert (1956) “*A contribution to the Theory of Economic Growth*” *Quarterly Journal of Economics* 70 (February).

Swati R. Ghosh, East Asian Finance - the road to robust market, The WB 2006.

WB, Global Development Finance - the development potential of surging capital flow, 2006.

WB, Taking Stock, *An Update on Vietnam’s Recent Economic Developments*. Report for the Consultative Group Meeting for Vietnam.

Danh mục các từ viết tắt

ASEAN	Hiệp hội các nước Đông Nam Á
DNNN	Doanh nghiệp nhà nước
GDP	Tổng sản phẩm trong nước
GNI	Tổng thu nhập quốc gia
IBRD	Ngân hàng Tái thiết và Phát triển Quốc tế
ICOR	Hệ số gia tăng vốn sản lượng
IDA	Hiệp hội Phát triển Quốc tế
IPO	Phát hành cổ phiếu lần đầu
FDI	Đầu tư trực tiếp nước ngoài
ODA	Hỗ trợ Phát triển Chính thức
TTCK	Thị trường chứng khoán
WTO	Tổ chức Thương mại Thế giới

