

Bài giảng 4

Tự do hoá tài khoản vốn

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

Học kỳ Hè, MPP5

Năm học 2013

Cán cân thanh toán

	Có	Nợ
Tài khoản vãng lai	Xuất khẩu hàng hóa, dịch vụ	Nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ
	Thu nhập nhận được	Thu nhập phải trả
	Chuyển giao vãng lai	Chuyển giao vãng lai
	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước ngoài)	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước sở tại)
Tài khoản vốn và tài chính	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước ngoài)	Chuyển giao chính thức (của các chính phủ nước sở tại)
	FDI của người không cư trú	FDI của người cư trú
	ĐT gián tiếp của người không cư trú	ĐT gián tiếp của người cư trú
	Các dòng vốn vào dài hạn khác	Các dòng vốn ra dài hạn khác
	Các dòng vốn vào ngắn hạn	Các dòng vốn ra ngắn hạn
Dự trữ	Thay đổi dự trữ ròng	

Source: WB, Global Development Finance, 2002



Lợi ích từ tự do hoá dòng vốn

- Đầu tư có thể được tài trợ bằng nguồn vốn vay rẻ hơn từ bên ngoài (thay vì chỉ có tiết kiệm trong nước)
- Nhà đầu tư có thể hưởng lợi nhuận bình quân cao hơn từ tiết kiệm của mình bằng cách đầu tư vào thị trường mới nổi
- Lợi ích từ cơ hội đa dạng hoá rủi ro và xáo trộn nhẹ.
- Nâng cao hiệu quả thị trường tài chính trong nước với sự tham gia của các tổ chức tài chính quốc tế (cạnh tranh mạnh hơn, kỷ luật thị trường tốt hơn)
- Chính phủ phải đối mặt với kỷ luật của thị trường vốn quốc tế nếu có những quyết sách sai lầm.

Hệ luy từ tự do hoá dòng vốn

- Khủng hoảng => Thị trường tài chính bất ổn
 - Khủng hoảng nợ quốc tế 1982
 - 1992-93 khủng hoảng cơ chế tỷ giá Châu Âu
 - 1994-95 Mexico,
1997 Đông Á: Thái Lan, Hàn Quốc và Indonesia
1998 Nga, 2000 Thổ Nhĩ Kỳ, 2001 Argentina
 - 2008
 - Mỹ & Anh
 - Iceland, Hungary, Latvia, Ukraine, Pakistan, ...

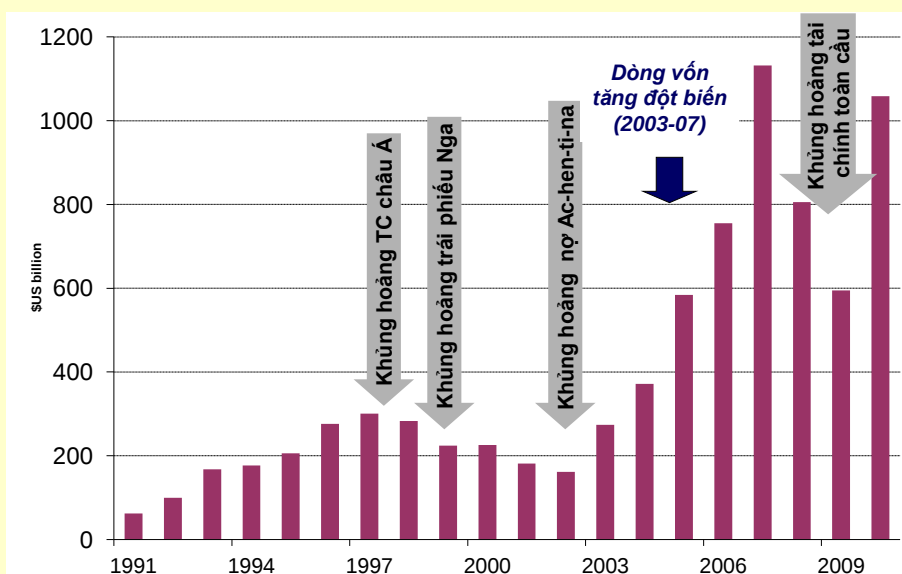
Các dòng vốn tư nhân

Chênh lệch tiết kiệm – đầu tư (% GDP)

	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009
Trung Quốc	-	-0.10	-0.62	2.45	5.09
Nhật Bản	-0.27	0.87	1.91	1.55	1.41
Hàn Quốc	-10.38	-6.21	0.47	0.91	1.94
Malaysia	4.55	4.16	2.49	4.35	18.61
Thái Lan	-1.87	-3.55	-2.98	-1.03	5.14
Việt Nam	-	-	-	-7.50	-7.38

Nguồn: WDI

Dòng vốn tư nhân đến các nước đang phát triển



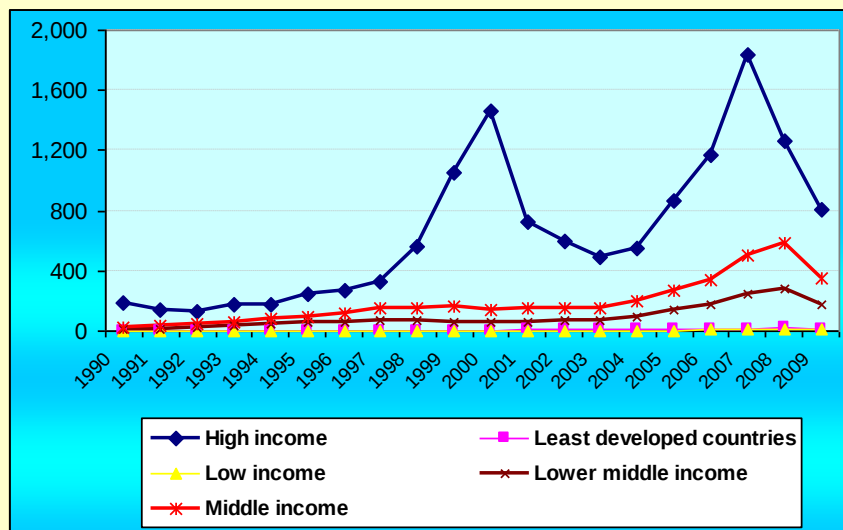
Nguồn: WB, "Global Development Finance", trích của Nguyễn Xuân Thành.

Dòng vốn tư nhân đến các nước đang phát triển

	2001	2007	2008	2009	2010
Tổng (tỷ USD)	181.7	1,131.8	805.5	594.4	1,058.5
FDI ròng	158.9	534.1	624.1	400	506.1
Đầu tư gián tiếp ròng	6.7	133	-53.4	108.8	128.4
Trái phiếu	15.7	91.7	26.7	51.1	111.4
Vốn trung và dài hạn ròng	-19.2	204.7	212.5	19.8	44.1
Nợ ngắn hạn ròng	19.6	168.3	-4.4	14.7	268.5
Tỷ lệ phần trăm					
FDI ròng	87.5	47.2	77.5	67.3	47.8
Đầu tư gián tiếp ròng	3.7	11.8	-6.6	18.3	12.1
Trái phiếu	8.6	8.1	3.3	8.6	10.5
Vốn trung và dài hạn ròng	-10.6	18.1	26.4	3.3	4.2
Nợ ngắn hạn ròng	10.8	14.9	-0.5	2.5	25.4

Source: WB, "Global Development Finance", 2012., trích của Nguyễn Xuân Thành

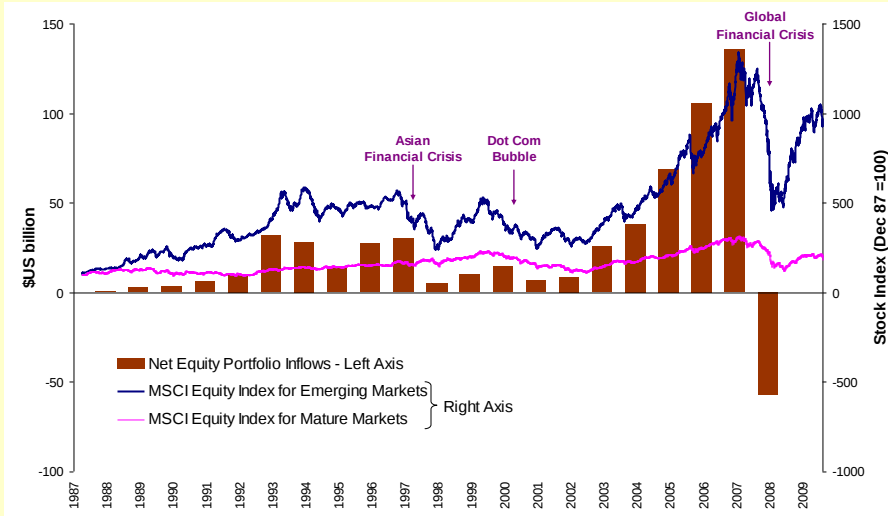
So sánh FDI toàn cầu



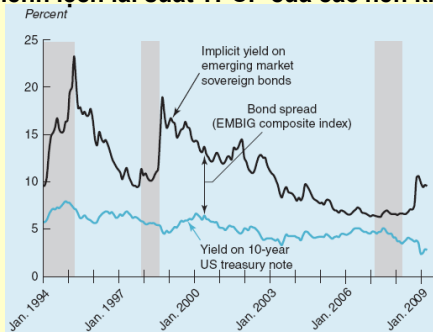
Các dòng vốn quốc tế

Nguồn: WDI

Phản ứng của các dòng vốn đầu tư gián tiếp trước những thay đổi trên thị trường tài chính

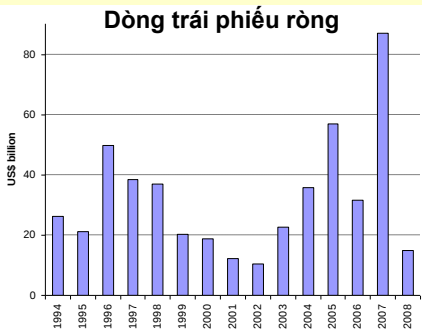


Chênh lệch lãi suất TPCP của các nền kinh tế mới nổi



Dòng vốn trái phiếu

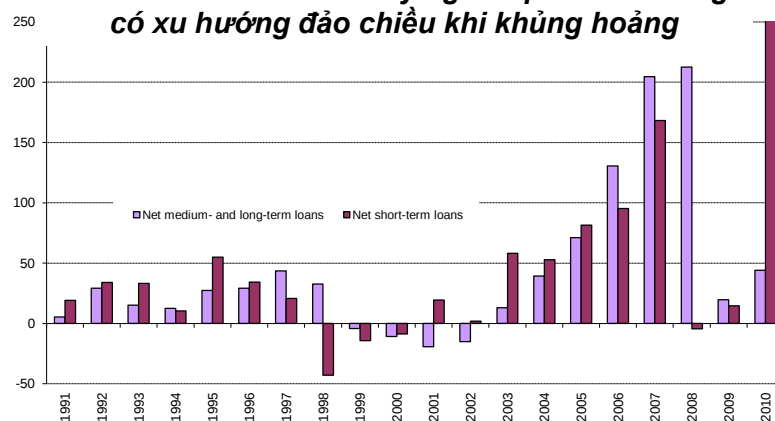
- Khủng hoảng tài chính thế giới làm tăng rủi ro, giảm động cơ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư, và làm tăng chênh lệch lãi suất chính phủ của các nền kinh tế mới nổi
- Trái phiếu quốc tế của cả tư nhân và chính phủ ở các nước đang phát triển giảm mạnh trong năm 2008.
- Tuy nhiên, khác với cổ phiếu, dòng trái phiếu ròng không bị âm trong năm 2008.



Source: WB, "Global Development Finance", 2009

Các khoản vay thương mại

Các khoản cho vay trung và dài hạn ổn định hơn so với các khoản cho vay ngắn hạn vốn thường có xu hướng đảo chiều khi khủng hoảng



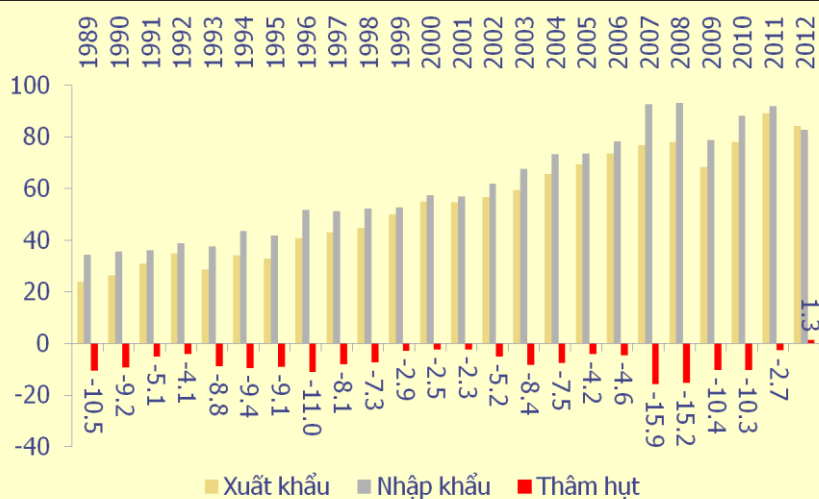
Source: Global Financial Data, trích của Nguyễn Xuân Thành

BOP của Việt Nam (2005-2012)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2012
Cán cân tài khoản vãng lai	-560	-164	-6953	-10823	-6608	-4276	9009
Cán cân thương mại	-2735	-2784	-11193	-13733	-10028	-7597	9884
Thu nhập đầu tư	-1205	-1429	-2190	-4401	-3028	-4564	-6026
Kiều hối và chuyển giao khác	3380	4049	6430	7311	6448	7885	5151
Cán cân TK tài chính	3032	3057	17711	12302	6717	6163	7775
Viện trợ chính thức	866	994	2250	953	4435	2713	3166
Đầu tư trực tiếp	1954	2400	6700	9579	7600	8000	7168
Đầu tư gián tiếp	865	1313	6243		-71	2370	1999
Đầu tư khác	278		4952	3601		-3307	191
Tín dụng thương mại	46	-30	79	1971	256	1043	1294
Các khoản khác		-1079	-2434	-1253	-5135	-3613	-6043
Sai số và thiếu sót		1398		-1045	-9022	-3690	-4916
Cán cân thanh toán	2076	4291	10180	434	-8913	-1803	11868

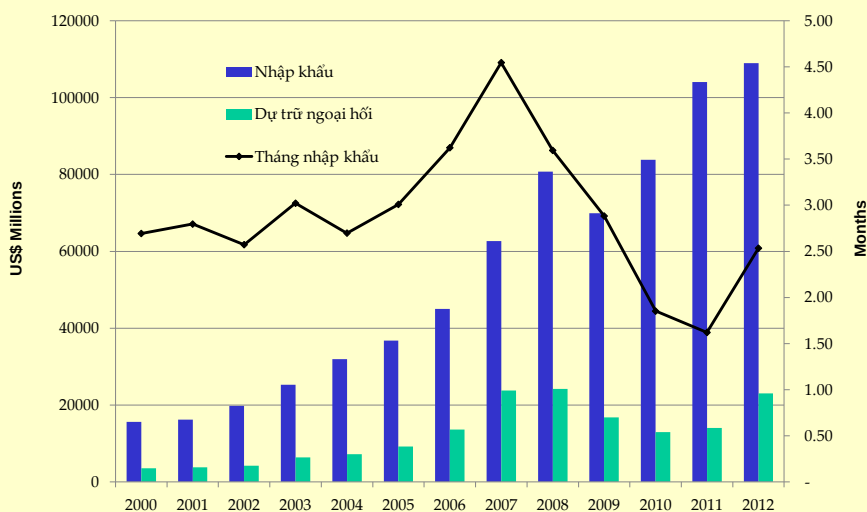
Nguồn: Tổng hợp từ IFS, NHNN

Ngoại thương (%GDP)



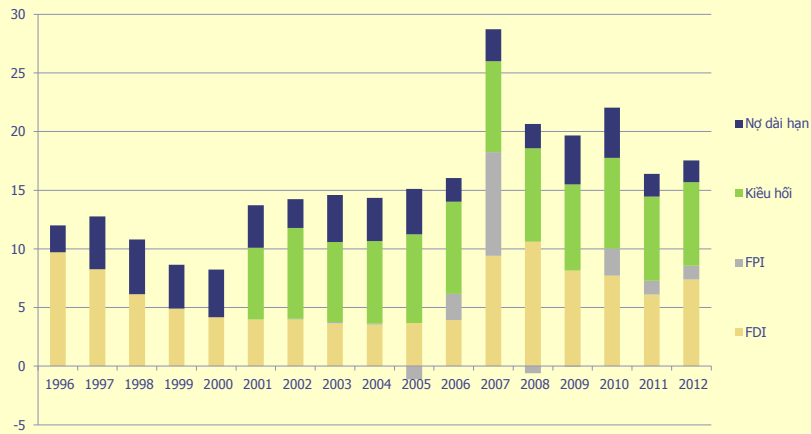
Nguồn: EIU

Dự trữ ngoại hối của Việt Nam



Source: EIU

Các dòng vốn/tiền từ bên ngoài (%GDP)



Nguồn: EIU

FDI sv. FPI

- **Khác biệt cơ bản của FDI sv. FPI:**
 - FDI: Chủ sở hữu là người điều hành,
 - FPI: Chủ sở hữu không là người điều hành.
- **Hệ quả 1:** Dòng vốn FDI thường dài hạn, ổn định, trong khi dòng vốn FPI thường ngắn hạn, không ổn định
- **Hệ quả 2:** So với FDI, FPI đòi hỏi suất sinh lợi cao hơn để bù đắp rủi ro.
- **Hệ quả 3:** Ở các nước đang phát triển, tỷ lệ FDI/(FDI+FPI) cao hơn so với các nước đã phát triển;
- **Hệ quả 4:** Mức độ dao động của FDI và FPI ở các nước đang phát triển cao hơn nhiều so với các nước đã phát triển.
 - Lipsey (1999): tỷ lệ giữa độ biến thiên của FDI so với độ biến thiên của các dòng vốn dài hạn khác ở Châu Mỹ La-tinh là 0,59; ở ĐNA là 0,74; ở châu Âu là 0,86; và ở Mỹ là 0.88.

Lợi ích thu được từ đầu tư trực tiếp nước ngoài

- **Lợi ích trực tiếp**
 - Tiếp cận các nguồn vốn quốc tế để tăng đầu tư
 - Đầu tư nước ngoài thường hiệu quả hơn
 - Đa dạng hóa rủi ro
 - Kết nối vào chuỗi giá trị gia tăng toàn cầu
- **Lợi ích gián tiếp**
 - Hiệu ứng lan tỏa (về tri thức, kỹ năng quản lý, CN phụ trợ)
 - Cải thiện chức năng phân bổ nguồn lực của nền kinh tế
 - Tăng cạnh tranh và hiệu quả của thị trường tài chính
 - Thúc đẩy cải cách/thay đổi về thể chế và điều tiết

FDI, FPI: một số điều cần lưu ý

- HTTC và môi trường vĩ mô của các nước đang phát triển thường không đảm bảo *sử dụng hiệu quả* các nguồn vốn nước ngoài và *hạn chế rủi ro* khi có sự cố.
- “Pro-cyclical”: Thuận chu kỳ:
 - FDI, FPI giảm và di chuyển ra nước ngoài khi kinh tế suy thoái
 - Không nên kỳ vọng FDI, FPI giúp khởi động tăng trưởng, nhiều khi FDI, FPI vào chỉ khi kinh tế trong nước tăng trưởng
 - Tâm lý bầy đàn (ví dụ Việt Nam 2007, 2008)
- Mục tiêu của FDI: có thể khai thác tài nguyên, lợi dụng kẽ hở về môi trường, tận dụng cơ hội đặc quyền và ưu đãi mà không tăng khả năng cạnh tranh.

Nhận xét

- Dòng lưu chuyển vốn tư nhân từ bên ngoài mang theo nó cả *lợi ích* và *nguy cơ tiềm tàng*.
- Các dòng vốn *quá mức* vào các nền kinh tế mới nổi dễ kết thúc bằng khủng hoảng tài chính quốc tế.
- Để tăng và sử dụng hiệu quả dòng vốn tư nhân quốc tế, cần *hoàn thiện* các chính sách kinh tế vĩ mô, cơ sở hạ tầng kỹ thuật, cơ sở hạ tầng tài chính, và giảm các biến dạng trong việc phân bổ nguồn lực của nền kinh tế.

Quản lý các dòng vốn quốc tế

Quan điểm mới của IMF về quản lý dòng vốn quốc tế

- Tự do hoá dòng vốn có thể mang lại lợi ích nhưng cũng kèm theo những rủi ro;
- Tự do hóa dòng vốn lợi nhiều hơn hại nếu như các quốc gia đã đạt đến mức độ nhất định về phát triển tài chính và thể chế;
- Tự do hóa dòng vốn cần được thực hiện theo kế hoạch chặt chẽ, đúng thời điểm và theo trình tự thời gian hợp lý để đảm bảo rằng lợi ích thu được sẽ lớn hơn chi phí bỏ ra;
- Quốc gia đã từng thực hiện những biện pháp sâu rộng và lâu dài để hạn chế chu chuyển vốn có thể được hưởng lợi nhiều hơn từ tự do hóa nếu công tác này được thực hiện một cách có trật tự. Tuy nhiên, không thể tiên liệu trước được rằng tự do hóa là mục tiêu phù hợp cho mọi quốc gia tại mọi thời điểm;

Quan điểm mới của IMF về quản lý dòng vốn quốc tế

- Dòng vốn vào tăng nhanh hoặc dòng vốn ra đình trệ đều có thể tạo ra những thách thức chính sách.
- Can thiệp của các chính sách kinh tế vĩ mô, Quy định và giám sát sát sao sự lành mạnh của hệ thống tài chính và đảm bảo sự vững mạnh của các tổ chức.
- Trong một số trường hợp, việc áp dụng các biện pháp quản lý dòng vốn có thể là hữu ích. Tuy nhiên, không nên sử dụng các biện pháp này để thay thế cho các điều chỉnh kinh tế vĩ mô;
- Công tác hoạch định chính sách ở tất cả các nước cần phải tính đến việc làm như thế nào để cho các chính sách của họ có ảnh hưởng tích cực đến ổn định kinh tế và tài chính toàn cầu.

Nguồn: <http://m.vietstock.vn/2012/12/quan-diem-moi-cua-imf-ve-quan-ly-cac-chu-chuyen-von-772-250363.htm>

Quản lý dòng vốn quốc tế ở VN

Pháp lệnh sửa đổi, bổ sung một số điều của Pháp lệnh ngoại hối, có hiệu lực từ 1/1/2014

- NHNN công bố tỷ giá hối đoái, quyết định chế độ tỷ giá, cơ chế điều hành tỷ giá.

- *Về đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Việt Nam:* DN có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài, nhà đầu tư nước ngoài tham gia hợp đồng hợp tác kinh doanh phải mở tài khoản vốn đầu tư trực tiếp tại một tổ chức tín dụng được phép. Việc góp vốn đầu tư, việc chuyển vốn đầu tư gốc, lợi nhuận và các khoản thu hợp pháp khác phải thực hiện thông qua tài khoản này. Các nguồn thu hợp pháp của nhà đầu tư nước ngoài từ hoạt động đầu tư trực tiếp nước ngoài tại Việt Nam được sử dụng để tái đầu tư, chuyển ra nước ngoài. Trường hợp nguồn thu nói trên là đồng Việt Nam muốn chuyển ra nước ngoài thì được mua ngoại tệ tại tổ chức tín dụng được phép.

Quản lý dòng vốn quốc tế ở VN

- *Về đầu tư gián tiếp nước ngoài vào Việt Nam:* nhà đầu tư nước ngoài là người không cư trú phải mở tài khoản đầu tư gián tiếp bằng đồng Việt Nam để thực hiện đầu tư gián tiếp tại Việt Nam. Vốn đầu tư gián tiếp bằng ngoại tệ phải được chuyển sang đồng Việt Nam để thực hiện đầu tư thông qua tài khoản này. Các nguồn thu hợp pháp của nhà đầu tư nước ngoài là người không cư trú từ hoạt động đầu tư gián tiếp tại Việt Nam được sử dụng để tái đầu tư hoặc mua ngoại tệ tại tổ chức tín dụng được phép để chuyển ra nước ngoài.

- *Về việc vay, trả nợ nước ngoài:* ...các đối tượng khác, các cá nhân không bị hạn chế việc vay và trả nợ nước ngoài. Việc vay, trả nợ nước ngoài thực hiện theo nguyên tắc tự vay, tự chịu trách nhiệm trả nợ.

Tham khảo thêm

Vốn phát triển chính thức

Các dòng vốn quốc tế

Viện trợ - ODA

- Tài chính phát triển chính thức (ODF): Nguồn vốn cho vay từ chính phủ nước ngoài hay từ các tổ chức tài chính đa phương.
 - Viện trợ ODA (Official Development Assistance):
 - Viện trợ không hoàn lại.
 - Cho vay ưu đãi: tỷ lệ cho không (grant equivalent) $\geq 25\%$.
 - Phân biệt viện trợ phát triển và viện trợ nhân đạo.
- Tỷ lệ phần cho không của khoản vay ưu đãi:
1 - (hiện giá khoản vay ưu đãi/hiện giá khoản vay thương mại tương ứng)
- Ví dụ:
 - Quốc gia A được NHTG cho vay 100 triệu USD vào năm 2000. 3 năm đầu không phải trả lãi. Từ năm 2004 đến 2010, quốc gia này phải trả lãi 3%/năm (trả một lần mỗi năm). Vốn gốc được hoàn trả trong 2 năm 2009 và 2010 với giá trị hoàn trả mỗi năm là 50 triệu USD.
 - Nếu cũng trong năm 2000 quốc gia này phát hành trái phiếu quốc tế trên thị trường với tổng trị giá 100 triệu USD thì lãi suất là 10%.
 - Tỷ lệ cho không = ?

Các dòng vốn quốc tế

Lược sử viện trợ nước ngoài

- Viện trợ nước ngoài bắt đầu với việc tái thiết châu Âu sau Thế chiến thứ 2 qua kế hoạch Marshall và các khoản vay của WB
- Viện trợ đã giúp châu Âu phục hồi nhanh chóng.
- Tiếp theo thành công này, các nước giàu đẩy mạnh viện trợ cho các nước nghèo.
- Tại sao có ODA:
 - Các nước đang phát triển thiếu vốn
 - Đẩy mạnh cải cách ở nước nhận viện trợ
 - Các lý do khác?

Các dòng vốn quốc tế

Phát triển và viện trợ nước ngoài Mô hình Harrod-Domar

- $g = s/k$
 g là tốc độ tăng trưởng GDP; s là tỷ lệ tiết kiệm; và k là hệ số ICOR.
- Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế là $g = 8\%$ và $k = 5$, thì tỷ lệ đầu tư/GDP phải đạt 40%.
- Giả sử tiết kiệm trong nước chỉ đạt 27% GDP, và toàn bộ tiết kiệm này được chuyển thành đầu tư thì quốc gia vẫn bị “thiếu hụt tiết kiệm” ở mức 13% GDP
- Khoản thiếu hụt này có thể được bổ sung bằng viện trợ và các nguồn vốn bên ngoài khác.

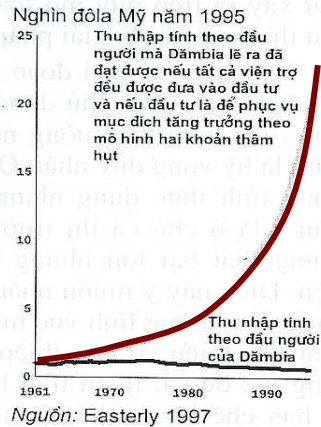
Các dòng vốn quốc tế

Mô hình phát triển và viện trợ cho các nước đang phát triển

- Mô hình Harrod-Domar áp dụng tốt cho các nước châu Âu sau thế chiến thứ 2
- Tuy nhiên, các mô hình này lại tỏ ra không hữu hiệu khi áp dụng cho nhiều nước đang phát triển
- Sự ổn định chính trị và kinh tế vĩ mô, môi trường chính sách, chất lượng thể chế, hiệu quả của thị trường là những yếu tố quyết định hiệu quả sử dụng vốn.

Các dòng vốn quốc tế

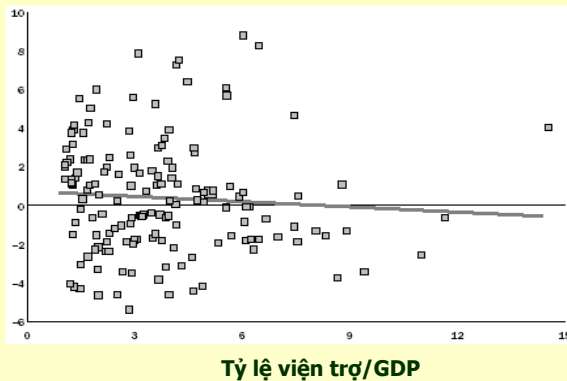
Hình 3: Khoảng cách giữa mô hình và thực tế ở Dămbia, 1961-94



Không có sự tương quan giữa viện trợ nước ngoài và tăng trưởng kinh tế

Viện trợ và tăng trưởng tại một số nước đang phát triển, 1970-93

Tăng trưởng GDP bình quân đầu người (%/năm)



Các dòng vốn quốc tế **Nguồn: WB, "Đánh giá viện trợ", 1998.**

- Một số nước nhận nhiều viện trợ (vd: Zambia), nhưng tăng trưởng chậm. Một số nước nhận ít viện trợ (vd: Trung Quốc), nhưng lại tăng trưởng nhanh.

Tại sao hiệu quả của viện trợ thường thấp?

- **Viện trợ đa mục tiêu (bên cạnh mục tiêu phát triển)**
 - Viện trợ được dành cho các đối tác chiến lược
 - Viện trợ vì lý do ý thức hệ chính trị
 - Viện trợ cho các nước thuộc địa cũ
 - Viện trợ để thúc đẩy xuất khẩu của nước cấp viện trợ.
 - **Động cơ sai lệch của cơ quan cấp và quản lý viện trợ**
 - Quan chức xét viện trợ được thăng tiến nếu hoàn thành dự án cho vay, nhưng lại không bị kỷ luật khi khoản viện trợ không hiệu quả.
 - **Nước nhận viện trợ**
 - Chính sách yếu kém, tham nhũng.
 - Sử dụng viện trợ không theo mục đích cam kết do tính có thể hoán đổi (fungibility).
- ⇒ Hiệu quả viện trợ yếu kém trở thành một lý do để các nước giàu giảm viện trợ.

Các dòng vốn quốc tế

Những bài học rút ra từ Báo cáo “Đánh giá viện trợ” của NHTG

- Viện trợ tài chính phát huy tác dụng trong môi trường chính sách tốt. Khi ấy khoản viện trợ bằng 1% GDP sẽ:
 - Tăng tốc độ tăng trưởng GDP thêm 0,5%
 - Giảm 1% tỉ lệ nghèo
 - Tăng đầu tư tư nhân tương đương với 1,9% GDP
- Những nỗ lực để "mua" hay ép buộc chính sách tốt sẽ thất bại. Cải cách nên do chính quốc gia đó làm chủ.
- Trong thiết kế và thực thi dự án, phương pháp tham gia từ dưới lên ưu việt hơn là áp đặt từ trên xuống.
- Các dự án phát triển có hiệu quả do củng cố thể chế và chính sách → cung cấp dịch vụ, hàng hóa công hiệu quả.
- Viện trợ giúp thúc đẩy cải cách trong những môi trường chính sách kém (chỉ giải ngân khi có chính sách tốt hơn)

Các dòng vốn quốc tế

Liệu tăng viện trợ và giảm nợ có đạt được hai trụ cột của phát triển mà NHTG đang thúc đẩy?

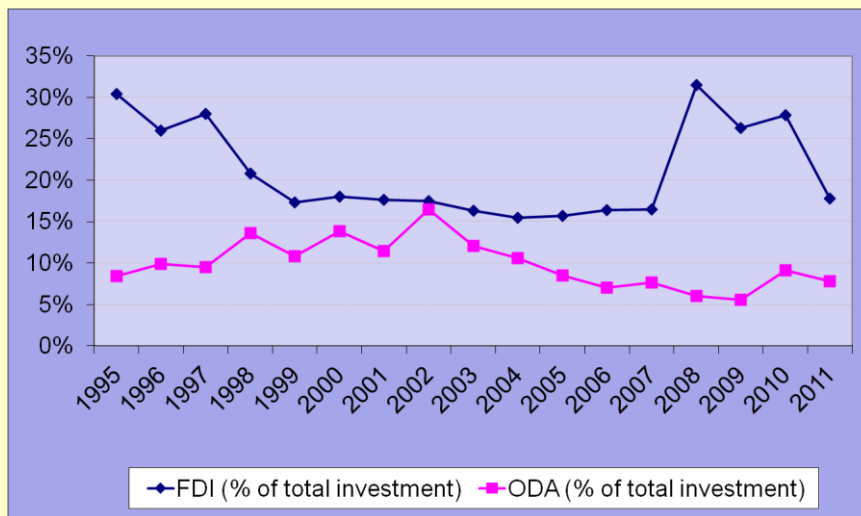
- **Xây dựng một môi trường đầu tư tốt:** Khuyến khích doanh nghiệp và hộ gia đình đầu tư, tạo việc làm và tăng năng suất.
 - Ổn định kinh tế vĩ mô
 - Mở cửa thương mại
 - Nâng cao hiệu quả quản lý nhà nước
 - Phát triển thể chế (hệ thống pháp luật, giáo dục, dịch vụ hỗ trợ, tài chính và cạnh tranh)
 - Phát triển cơ sở hạ tầng.
- **Tăng cường năng lực cho người nghèo:**
 - Tạo điều kiện cho họ tiếp cận với các dịch vụ y tế, giáo dục, cơ sở hạ tầng, tài chính, an sinh xã hội và tạo cơ chế để họ tham gia vào quá trình ra quyết định có ảnh hưởng đến cuộc sống của họ.

Các dòng vốn quốc tế

FDI và FPI ở Việt Nam

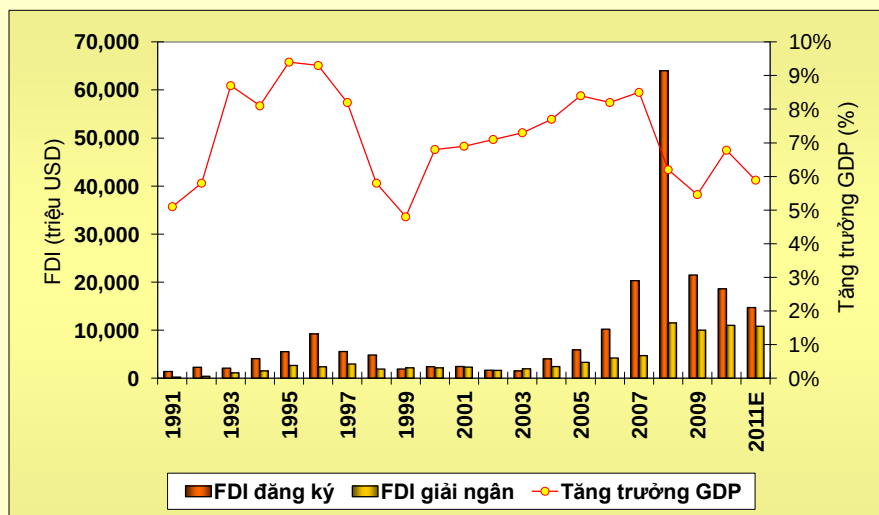
Các dòng vốn quốc tế

FDI và ODA (% tổng đầu tư xã hội)



Các dòng vốn quốc tế

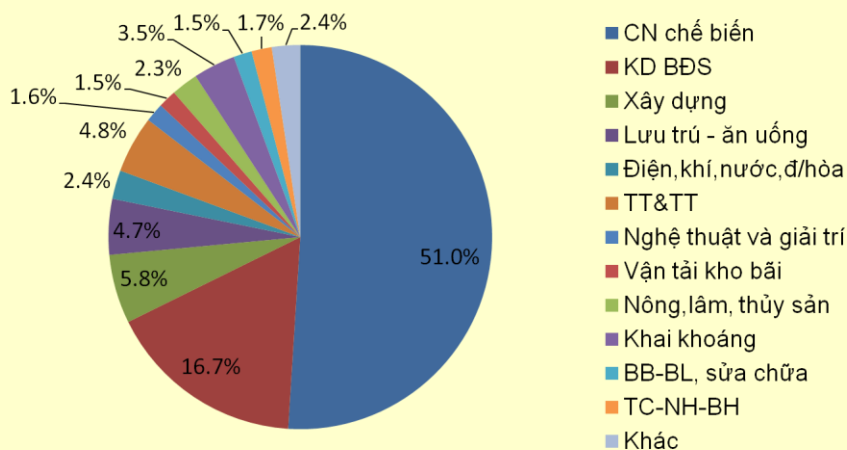
Đăng ký và giải ngân FDI ở Việt Nam (1991 – 2011)



Các dòng vốn quốc tế

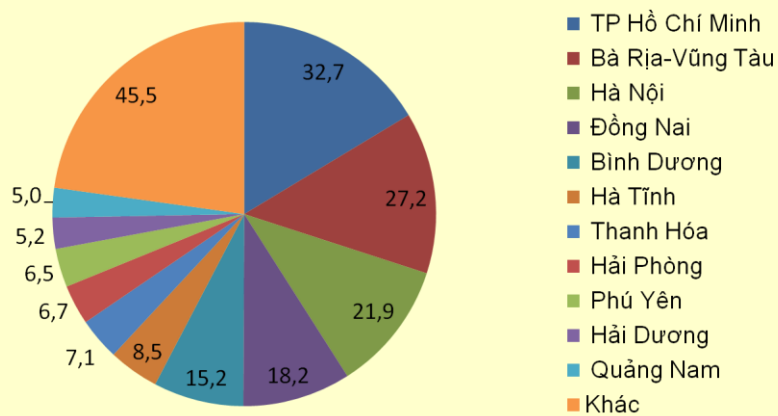
Nguồn: MPI

Phân bổ FDI đăng ký theo ngành (1988 – 2/2012)



Các dòng vốn quốc tế

Phân bổ FDI đăng ký theo địa phương (tỷ USD) (1988 – 2/2012)

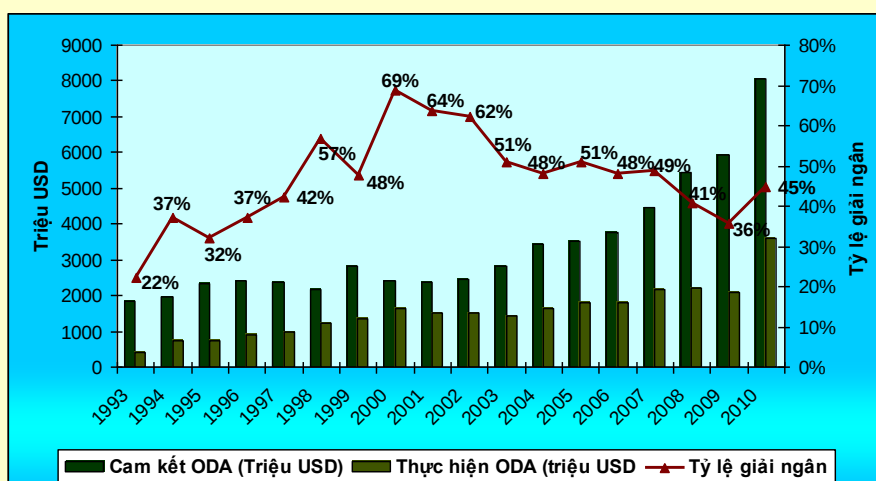


Các dòng vốn quốc tế

ODA ở Việt Nam

Các dòng vốn quốc tế

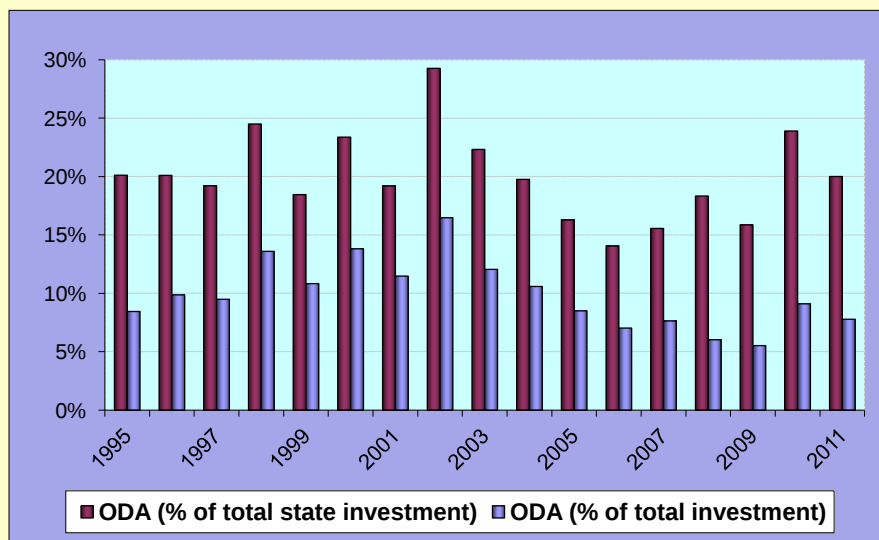
Cam kết và giải ngân ODA ở Việt Nam (1993 – 2010)



Các dòng vốn quốc tế

Nguồn: MPI

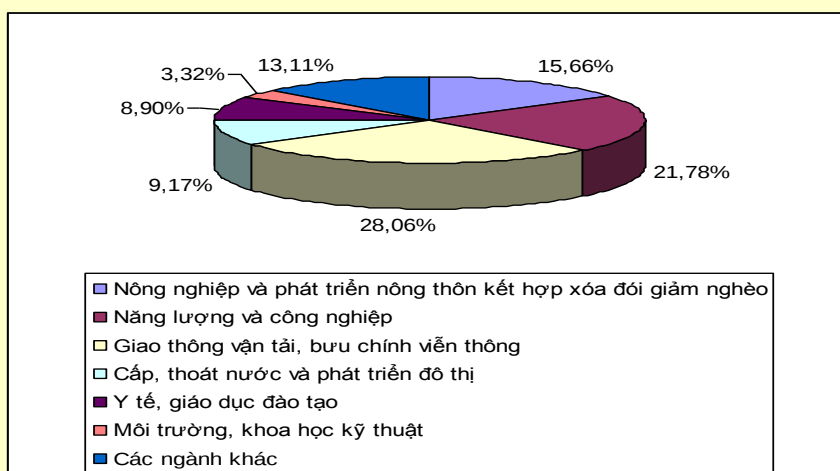
Vai trò của ODA trong tổng đầu tư ở Việt Nam (1993 – 2011)



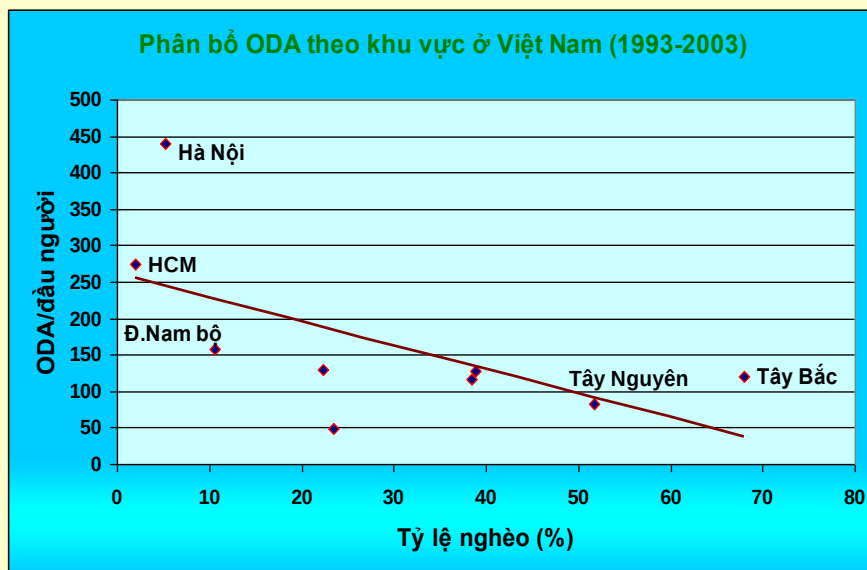
Các dòng vốn quốc tế

Nguồn: MPI

Cơ cấu ODA theo lĩnh vực (1993 – 2008)



Các dòng vốn quốc tế



Nguồn: WB, MOLISA, MPI, GSO

Các dòng vốn quốc tế