

Bài giảng 22.
Kiểm soát vốn

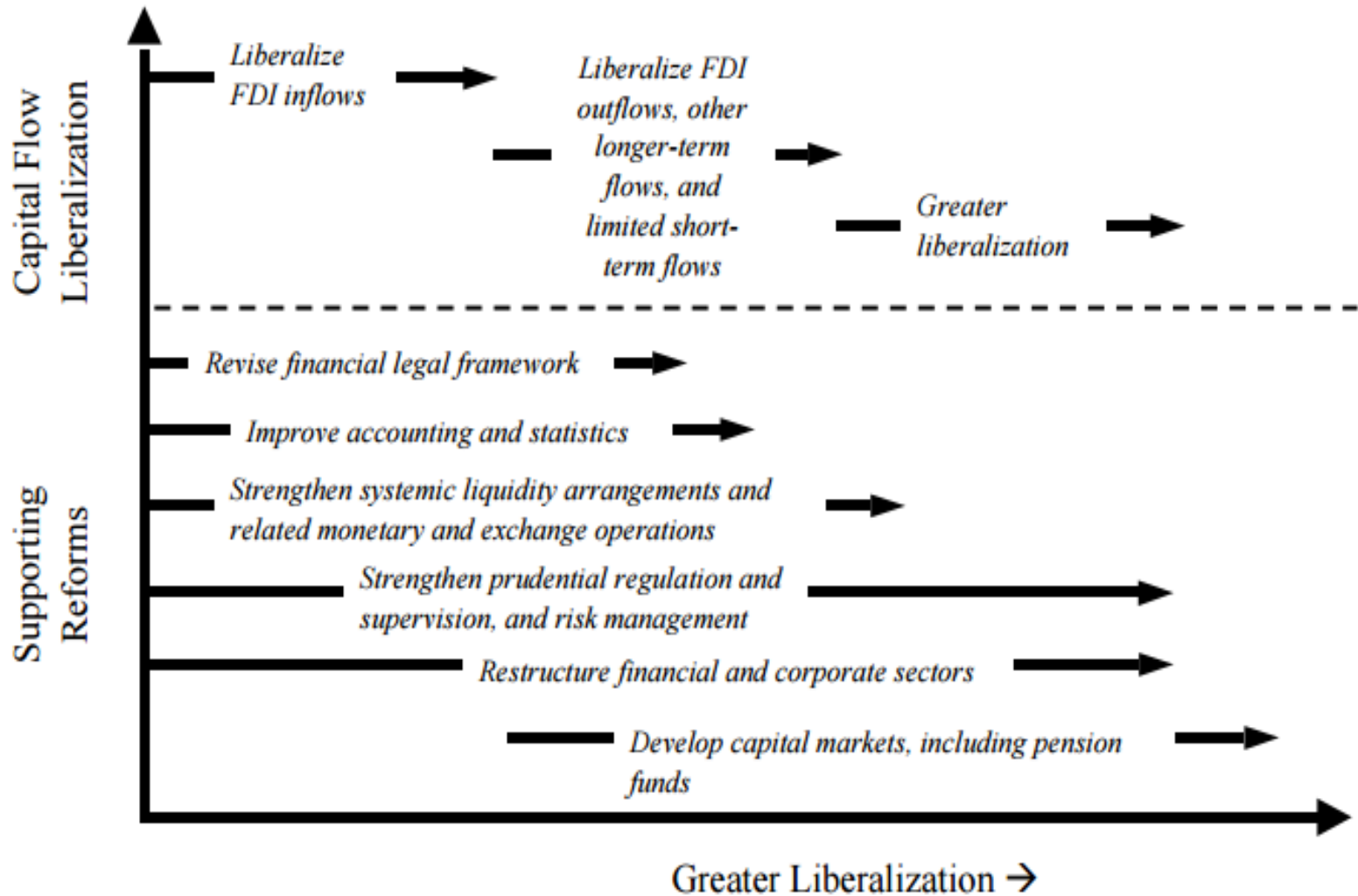
Đỗ Thiên Anh Tuấn

Học kỳ Thu 2015
Chương trình Giảng dạy kinh tế Fulbright

Nội dung

- Tác động hai mặt của dòng vốn quốc tế đến nền kinh tế và hệ thống tài chính?
- Rủi ro và thách thức trong việc quản lý các dòng vốn quốc tế.
- Các công cụ kiểm soát vốn được áp dụng ở một số nền kinh tế mới nổi.
- Chính sách kinh tế vĩ mô, chính sách cơ cấu và sự phối hợp.

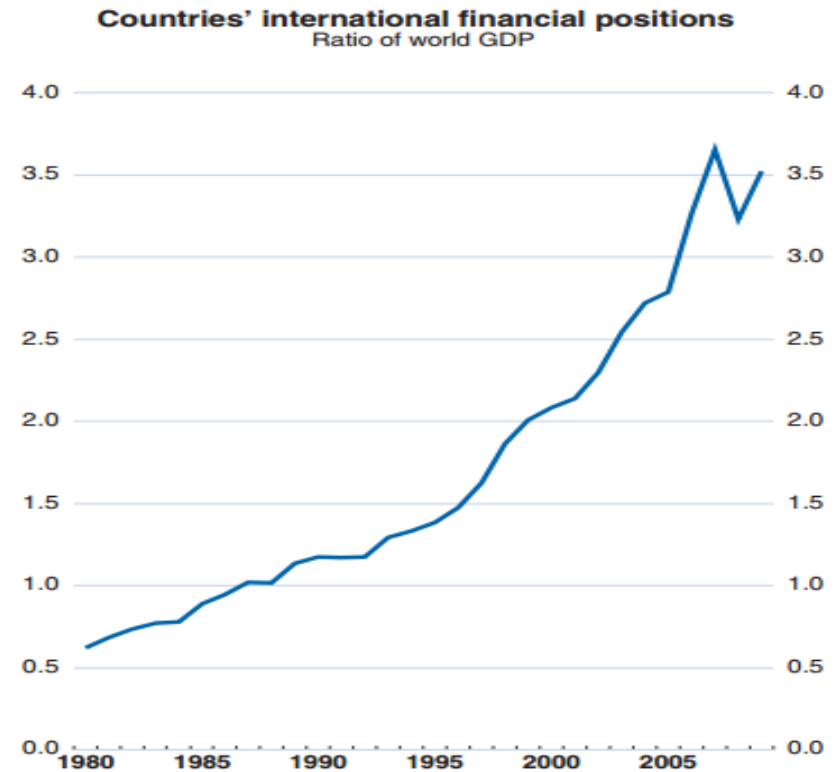
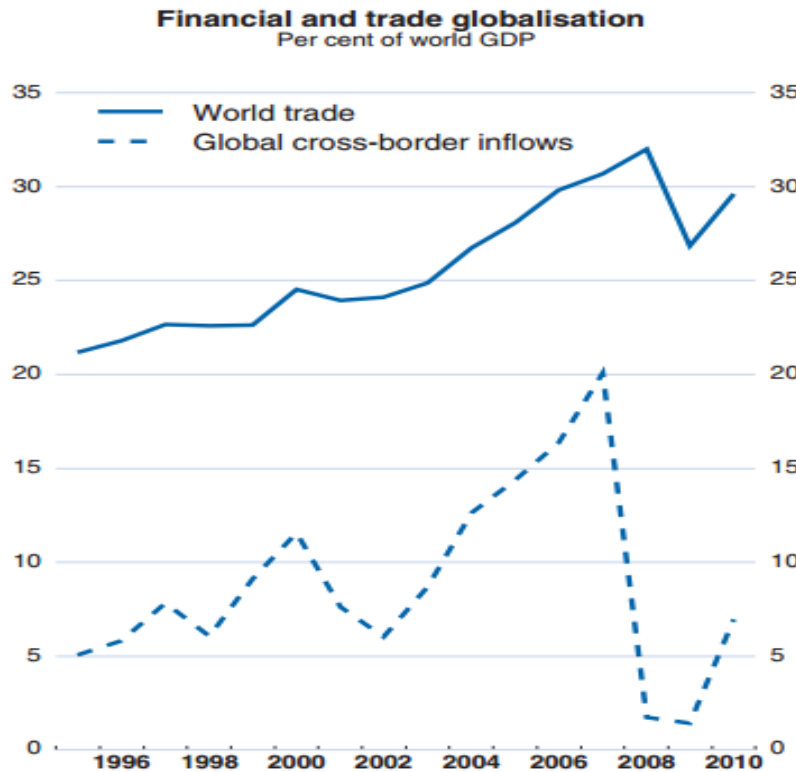
Tiến trình tự do hóa tài khoản vốn



“Financial Globalization can both be a blessing but can also be a cursing”
(Toàn cầu hóa tài chính có thể là **lời ban phúc** nhưng cũng có thể là **lời nguyền**)

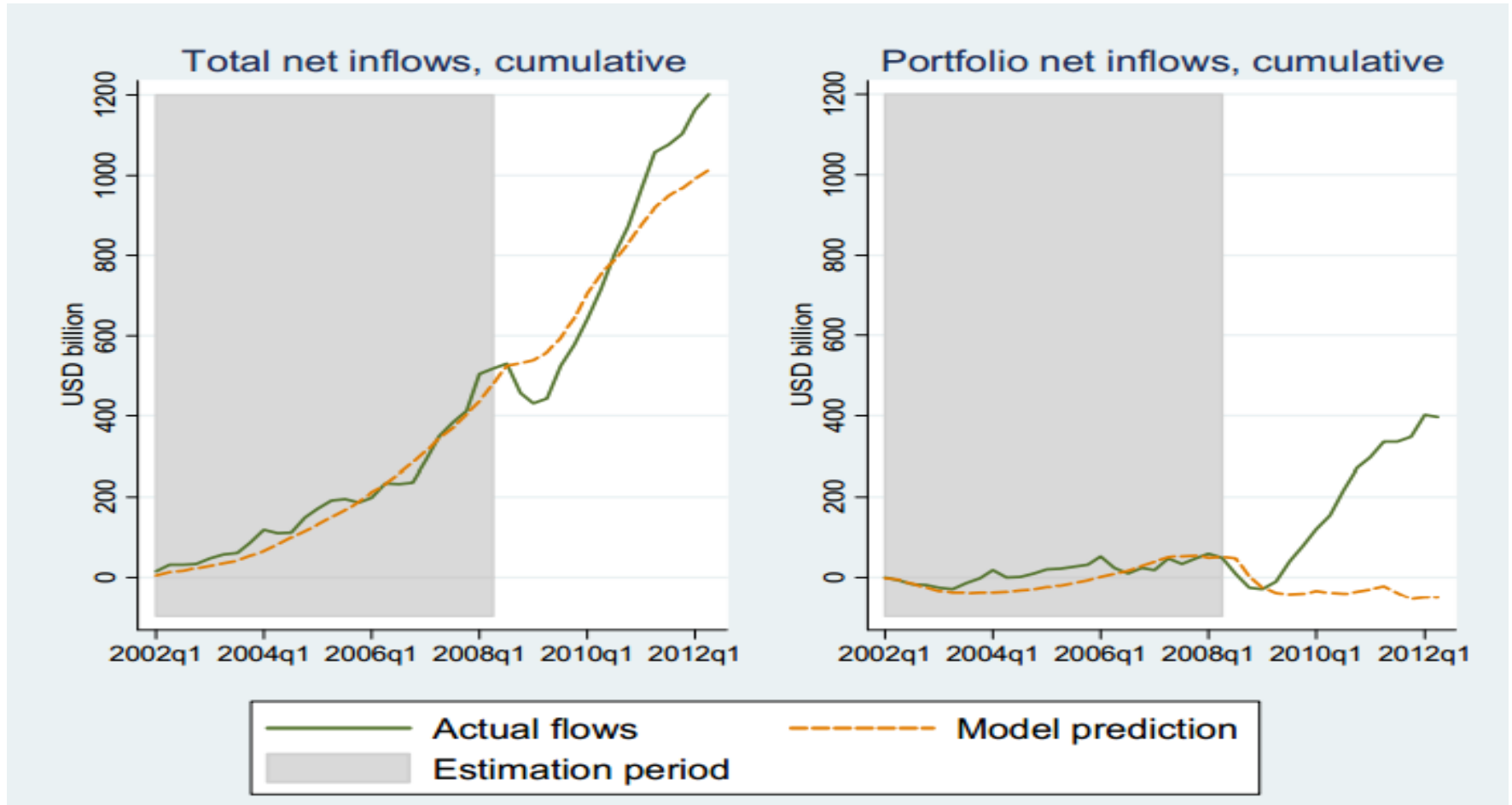
- Dòng vốn quốc tế có thể **hỗ trợ cho tăng trưởng thu nhập dài hạn** của một quốc gia nhờ sự phân bổ nguồn lực tốt hơn giữa tiết kiệm và đầu tư trên bình diện toàn cầu.
- Tuy nhiên, toàn cầu hóa tài chính cũng có thể đặt ra **những thách thức trong việc quản lý** nền kinh tế. Sự dịch chuyển nhanh chóng của dòng vốn quốc tế mà hệ quả là làm tăng rủi ro, sự **bùng nổ và sụp đổ có tính chu kỳ** của giá tài sản và tín dụng thường là hệ quả của sự đổ vào rồi bốc hơi của các dòng vốn quốc tế.

Các yếu tố chính định hình dòng vốn quốc tế



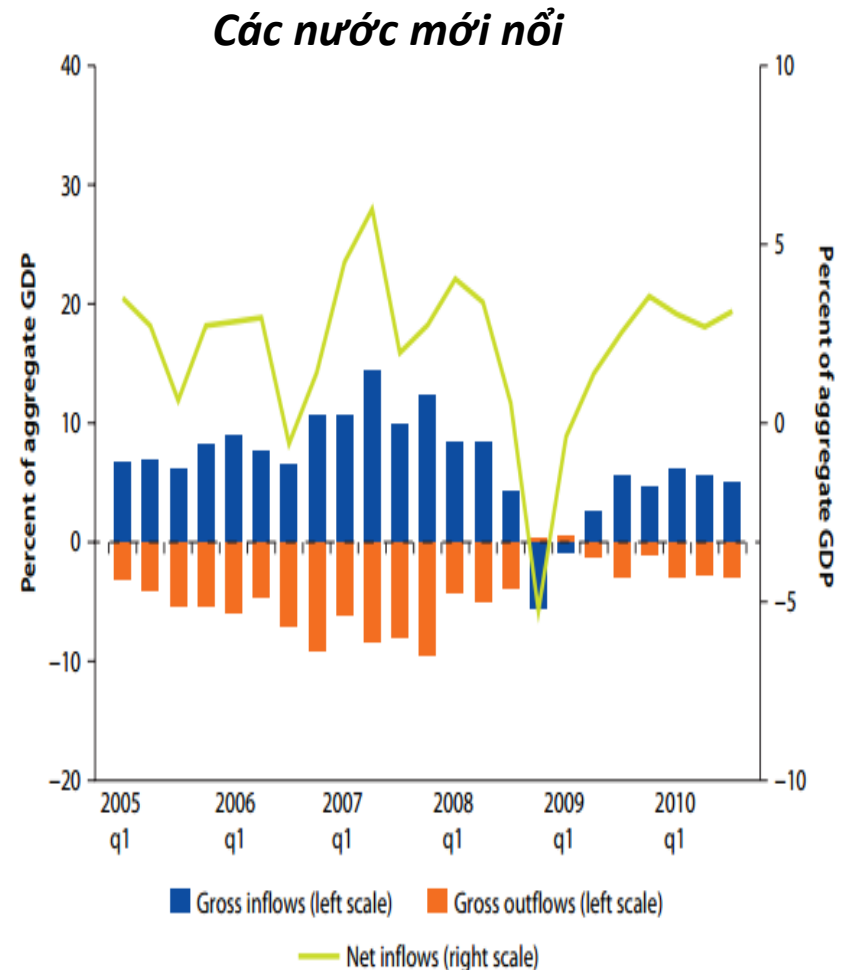
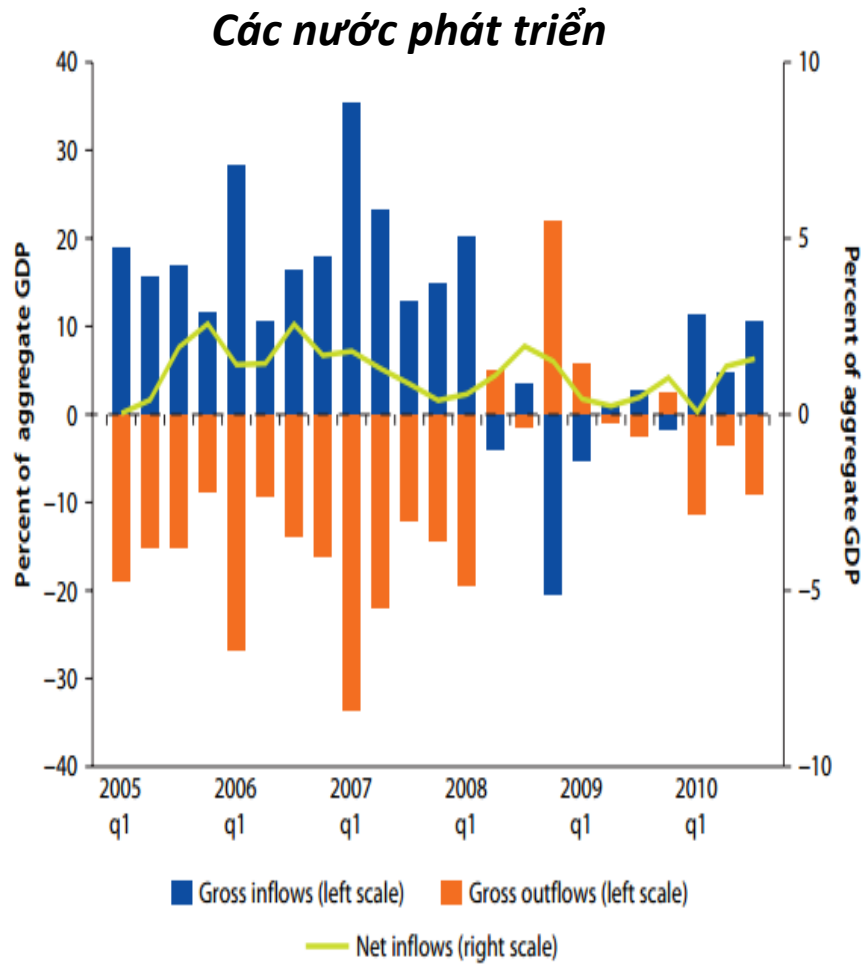
Nguồn: IMF Balance of Payments Statistics; IMF World Economic Outlook database; Lane and Milesi-Ferretti (2007); OECD Economic Outlook 89 database; OECD calculations.

Dịch chuyển hành vi của dòng vốn vào rông



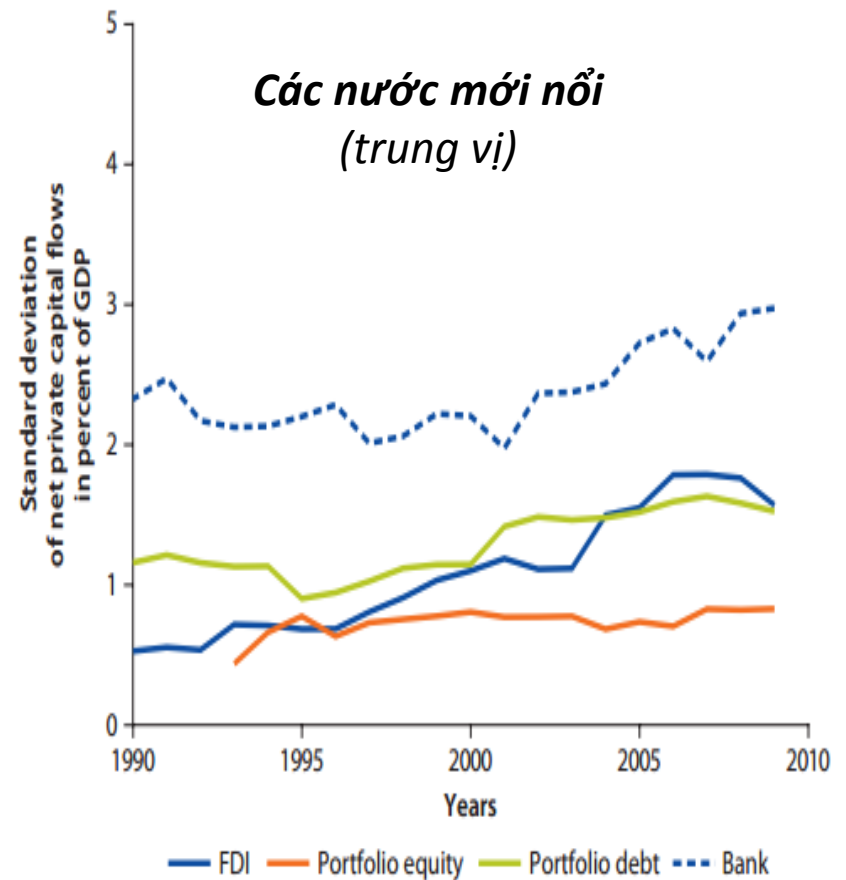
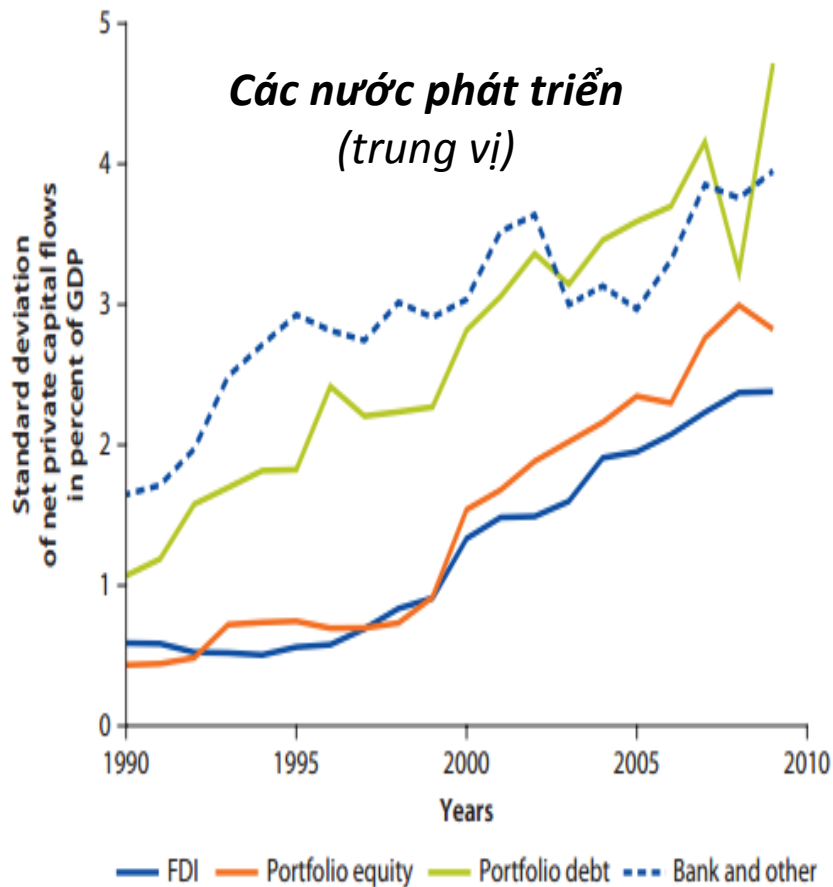
Nguồn: Shaghil Ahmed and Andrei Zlate 2013

Dòng vốn vào và ra ở các nhóm nước



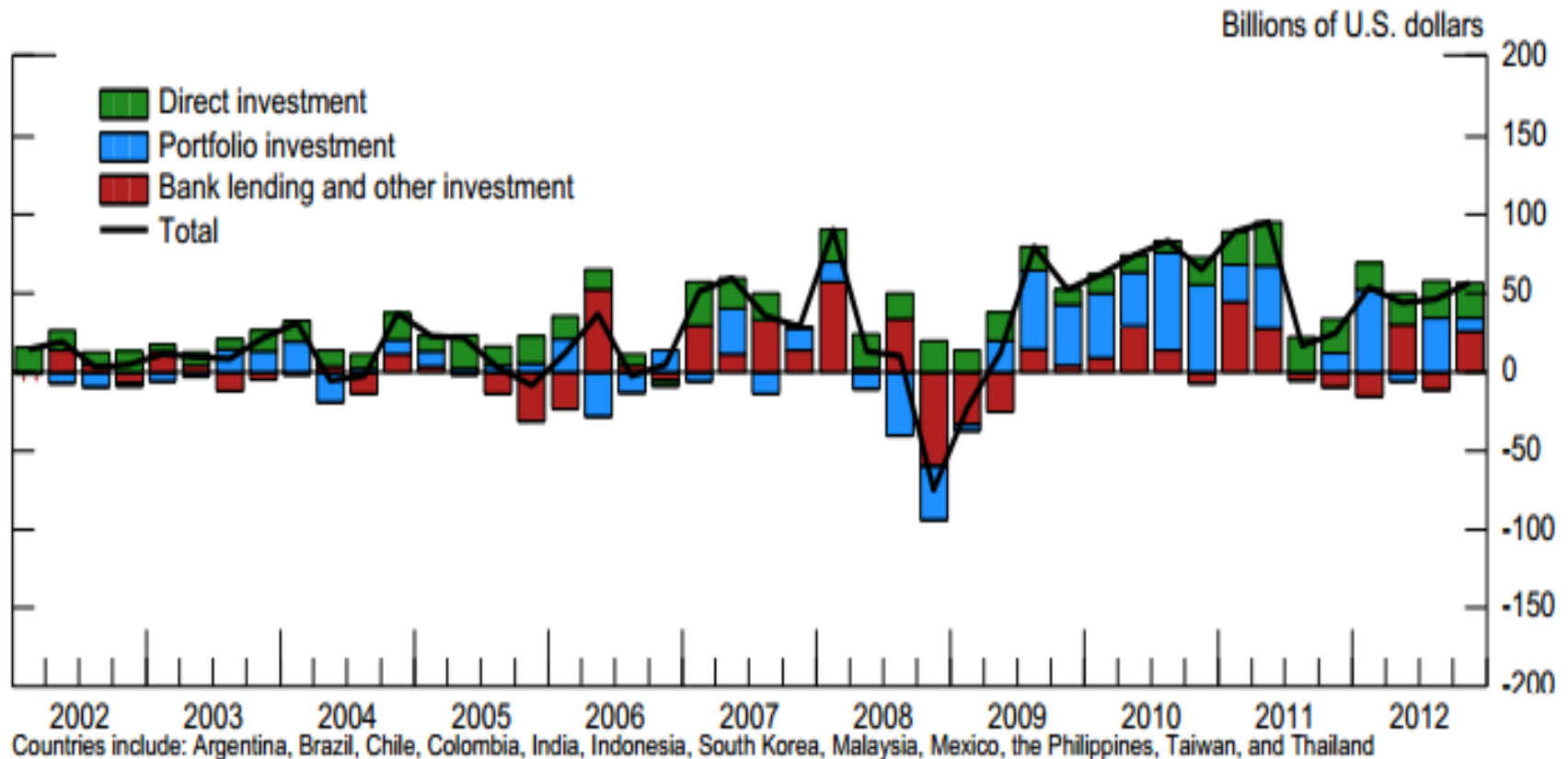
Nguồn: Stijn Claessens and Swati R. Ghosh, 2012

Biến động của các loại dòng vốn khác nhau



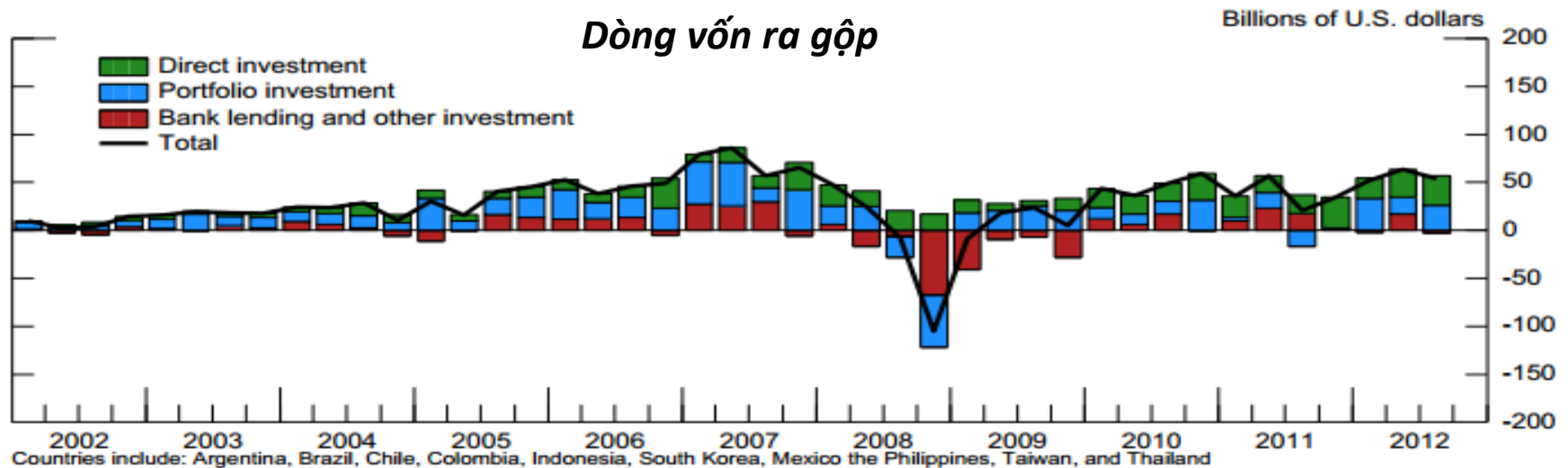
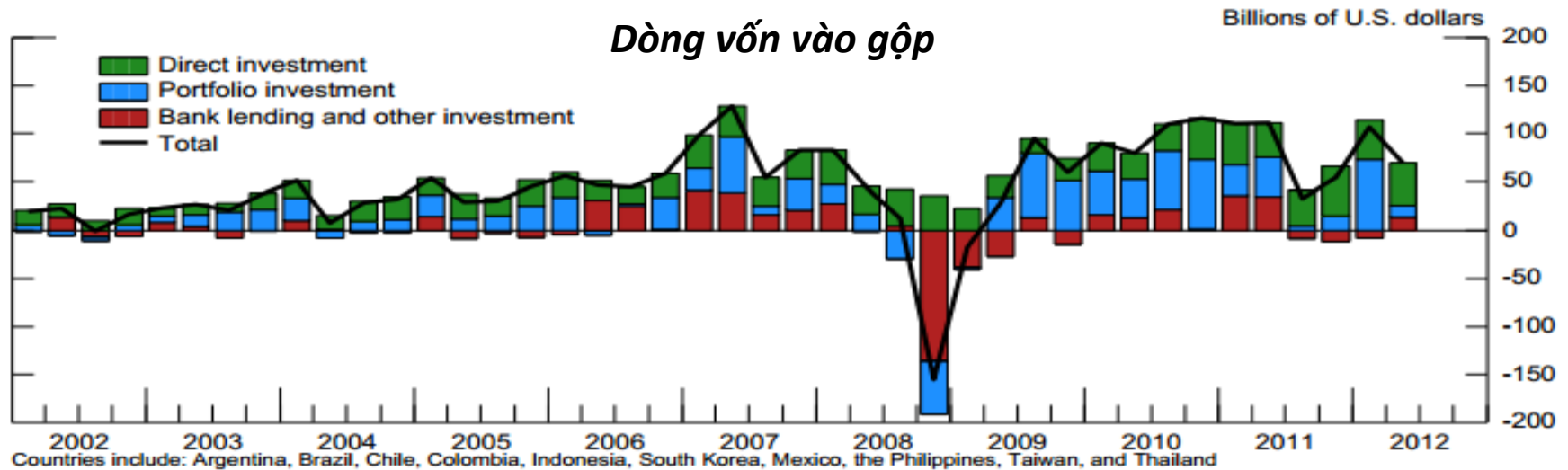
Nguồn: Stijn Claessens and Swati R. Ghosh, 2012

Dòng vốn tư nhân ròng chảy vào các nền kinh tế mới nổi



Nguồn: Shaghil Ahmed and Andrei Zlate 2013

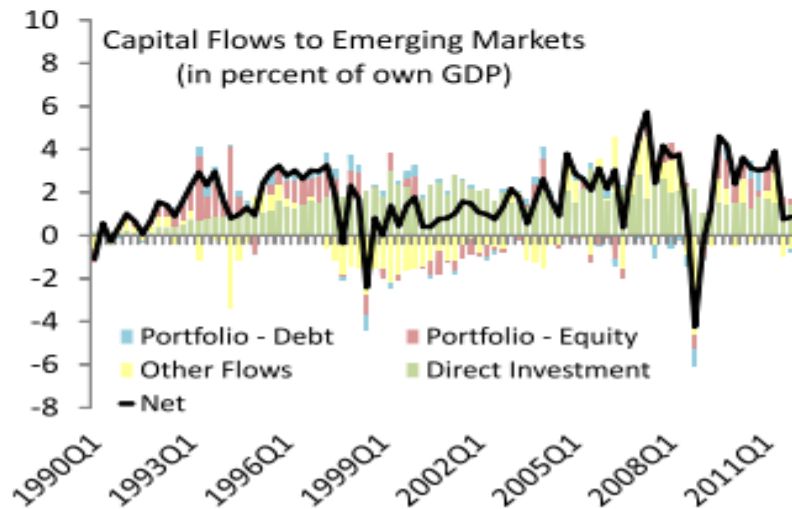
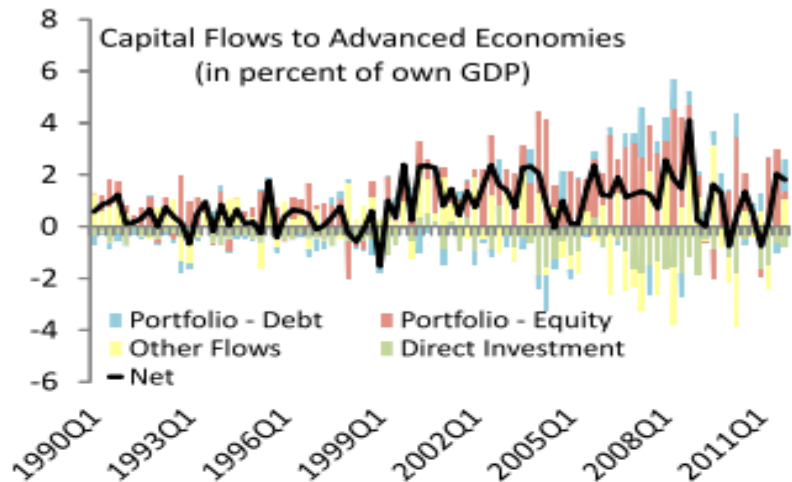
Dòng vốn vào gộp và dòng vốn ra gộp từ các nền kinh tế mới nổi



Nguồn: Shaghil Ahmed and Andrei Zlate 2013

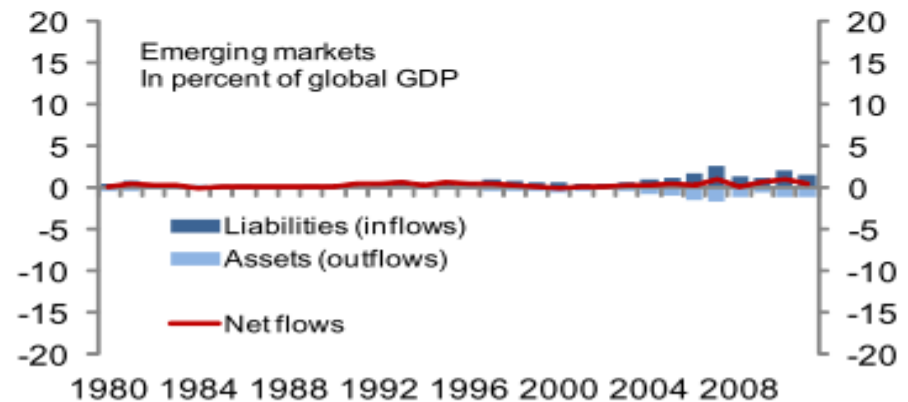
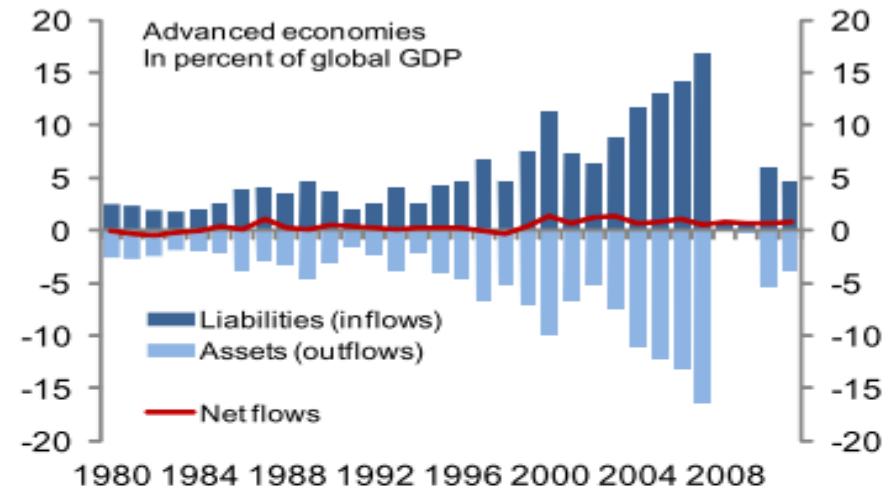
Dòng vốn đổ vào các nước phát triển và mới nổi

Box Figure 1: Capital Flows to Advanced and Emerging Market Economies, 1990-2011



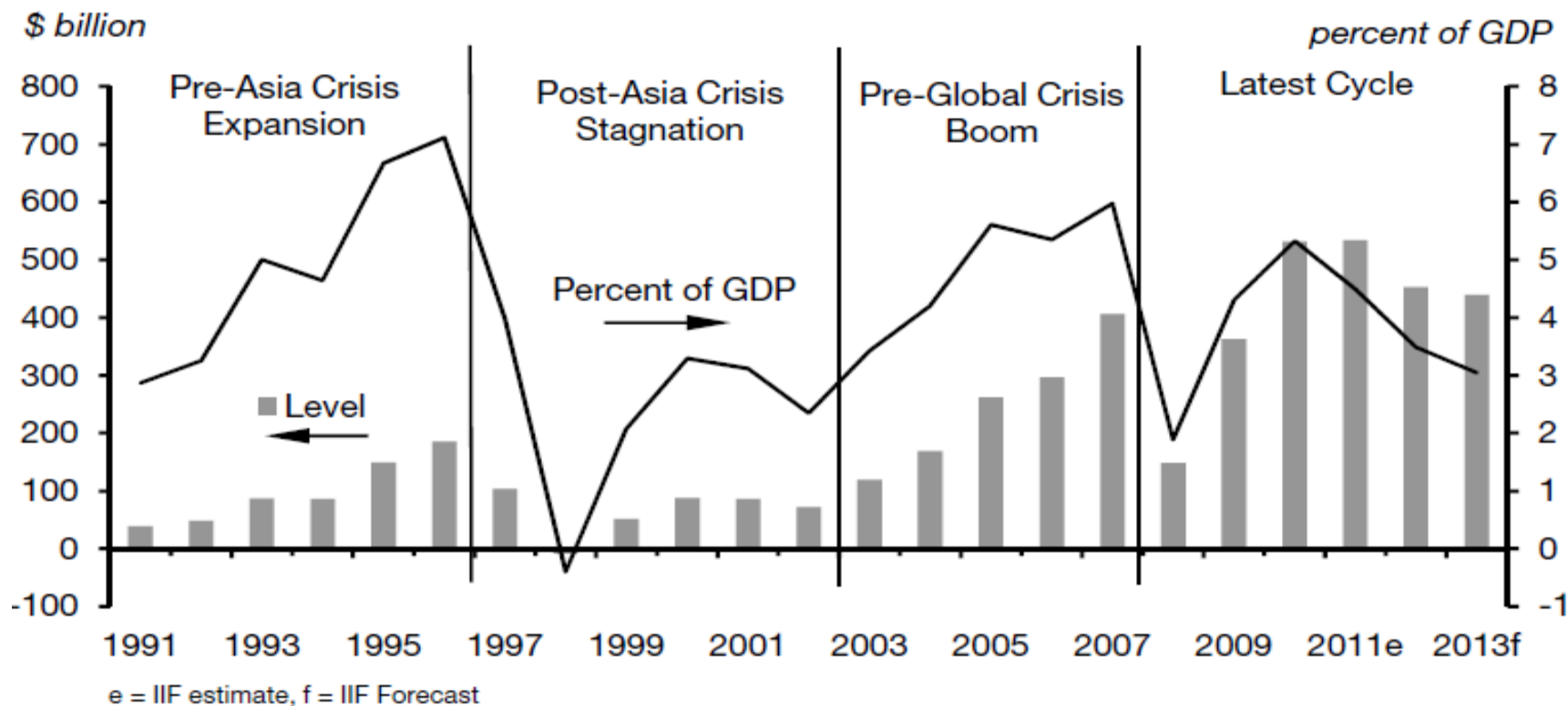
Source: IFS

Box Figure 2: Gross Capital Flows to Advanced and Emerging Economies

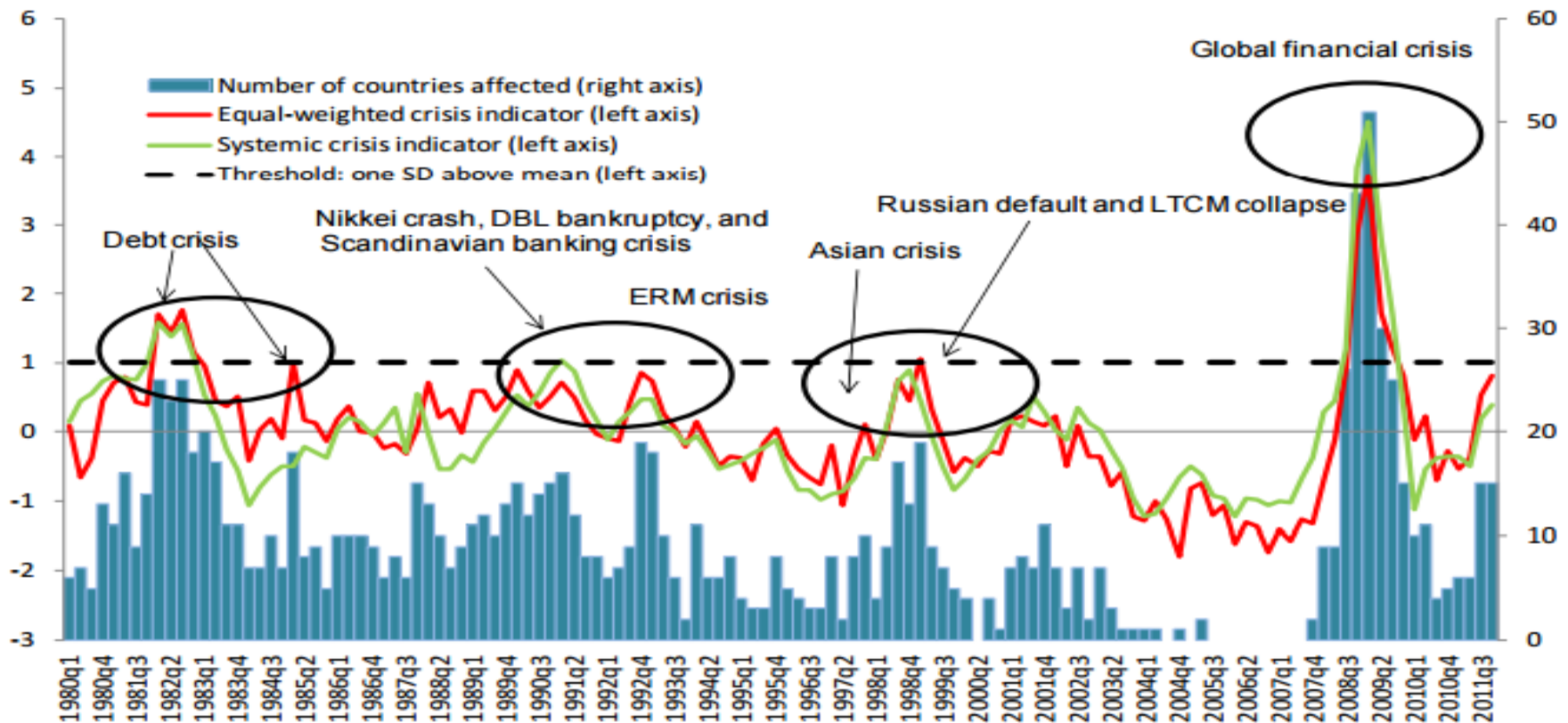


Source: WEO

Dòng vốn tư nhân ròng vào các nước mới nổi châu Á



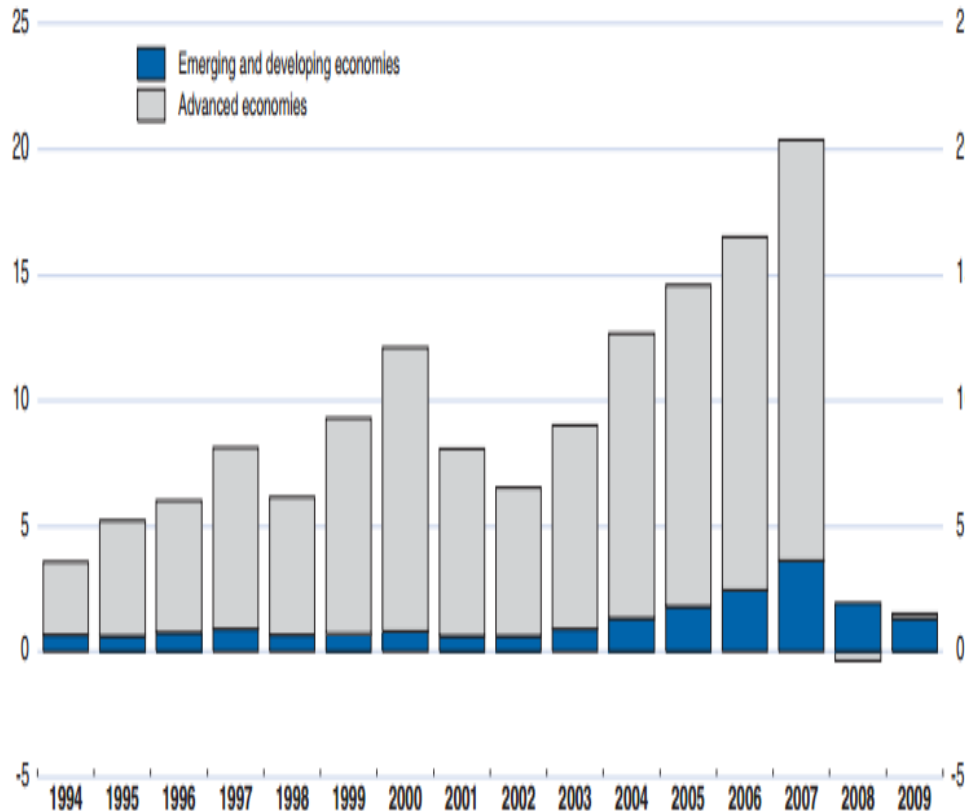
Các chỉ báo căng thẳng kinh tế và tài chính thế giới



Source: IMF 2011i.

1/ A country is considered "affected" if its country-level crisis indicator (a simple average of FSI/EMPI and real GDP growth, both normalized) is above one standard deviation from its mean. Global systemic crisis indicators are constructed as a simple average of normalized global real and financial stress indices, which aggregate country-level indicators using either "systemic importance" as weights (systemic-weighted) or equal weights. Both global crisis indicators are normalized for easy presentation and comparison.

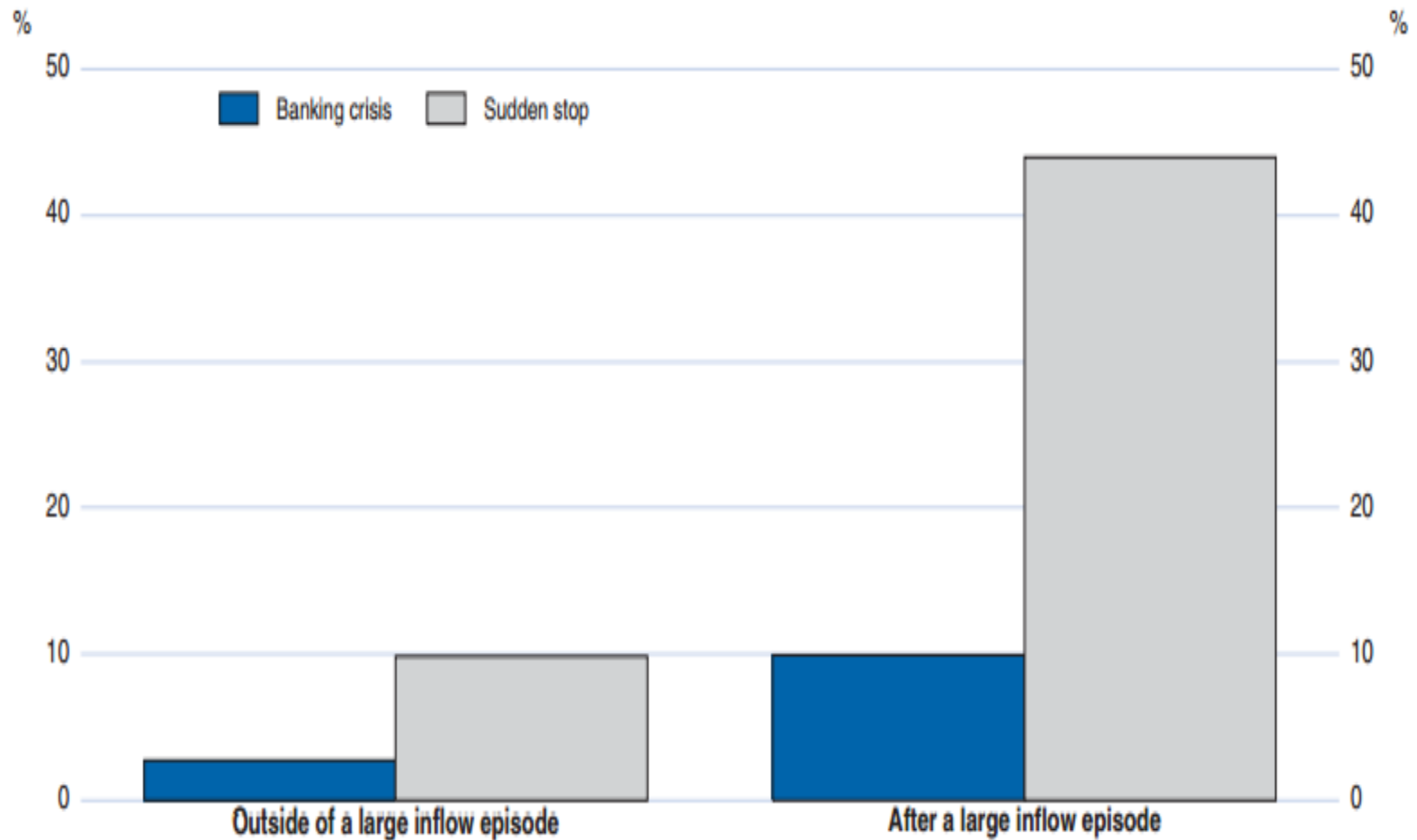
Các nước phát triển chi phối dòng vốn quốc tế (% GDP)



- Sự tăng tốc của dòng vốn quốc tế trong thập niên 2000 đến từ các nước phát triển
- Các nước mới nổi cũng chỉ mới bắt đầu đóng góp vào dòng vốn quốc tế trong thập niên qua (từ 7% năm 2000 lên 17% năm 2007).
- Dòng vốn đầu tư ra bên ngoài của các nước đang phát triển và mới nổi chủ yếu là nhờ thặng dư ngoại tệ và việc đầu tư ngược trở lại vào các trái phiếu chính phủ của các nước phát triển.

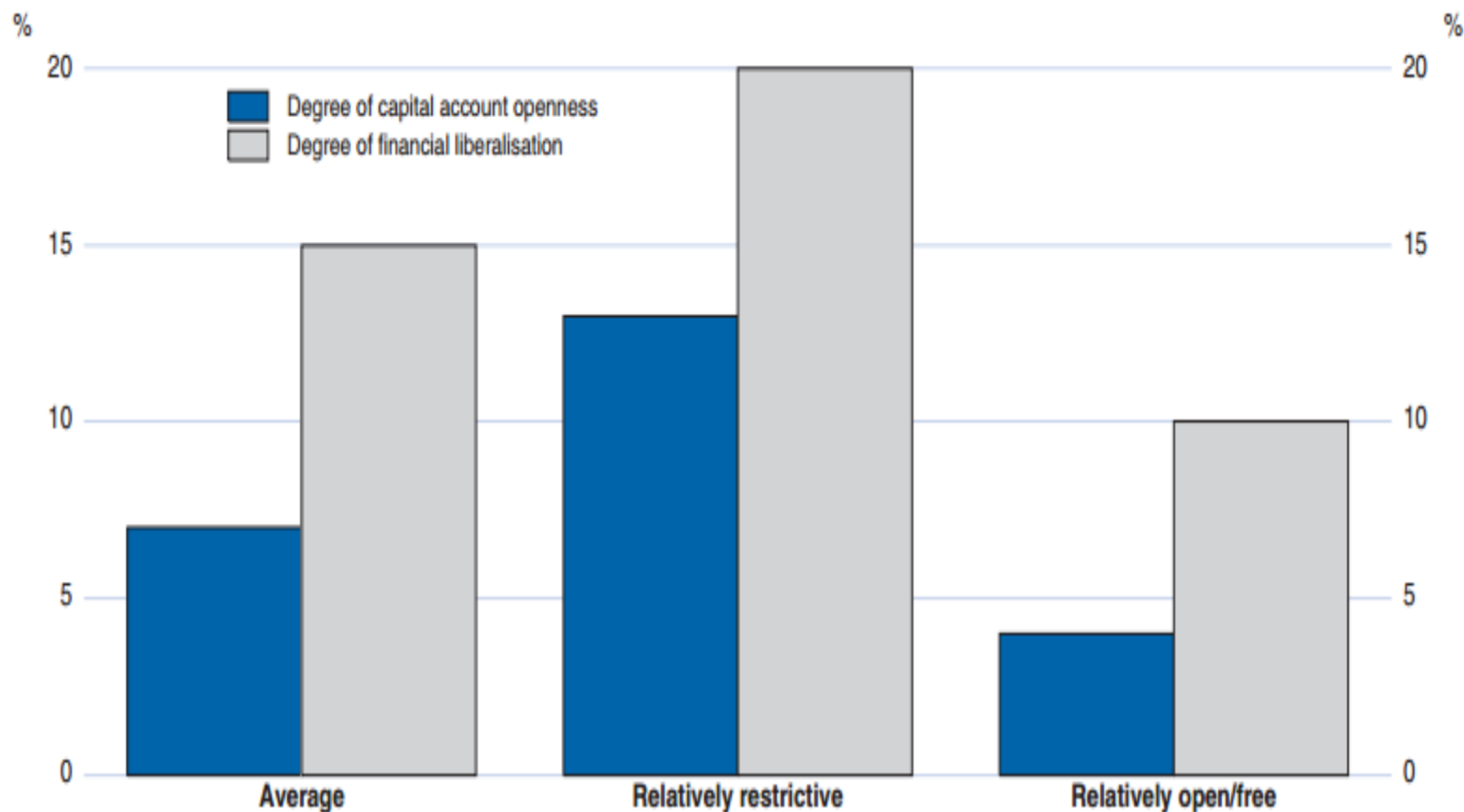
Nguồn: IMF Balance of Payments Statistics; OECD calculations.

Xác suất xảy ra khủng hoảng ngân hàng hoặc cú dừng đột ngột của vốn



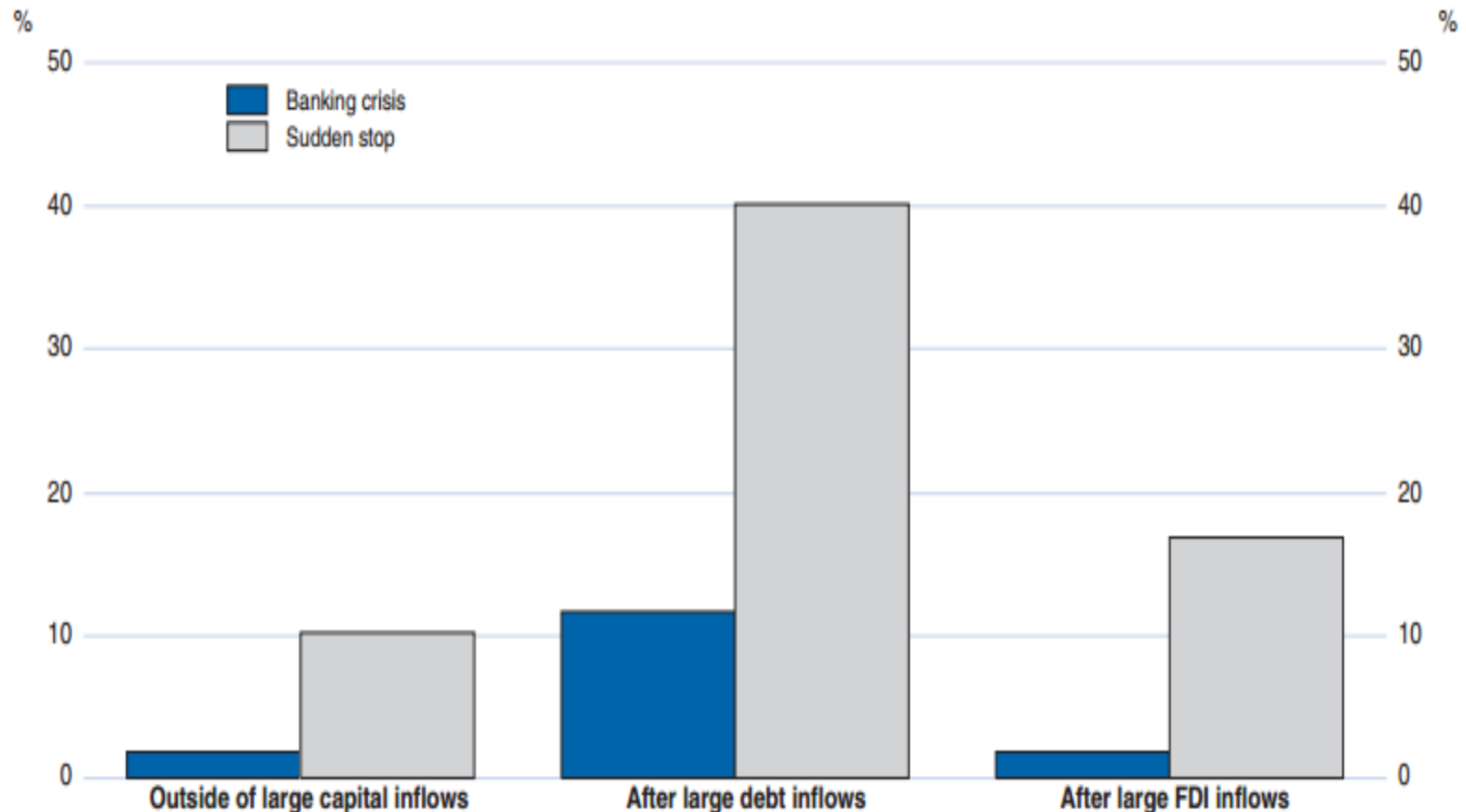
Nguồn: OECD calculations.

Xác suất khủng hoảng ngân hàng tiếp sau dòng vốn vào quy mô lớn dưới các môi trường chính sách khác nhau



Nguồn: OECD calculations.

Xác suất khủng hoảng ngân hàng và cú dừng đột ngột phụ thuộc vào dạng vốn vào

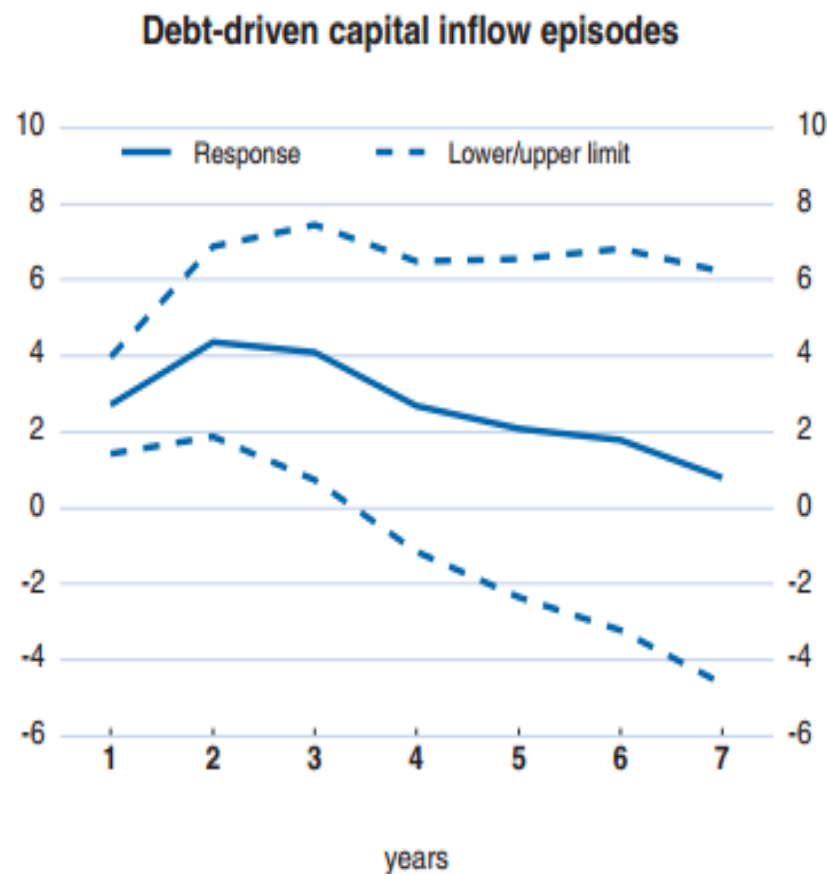
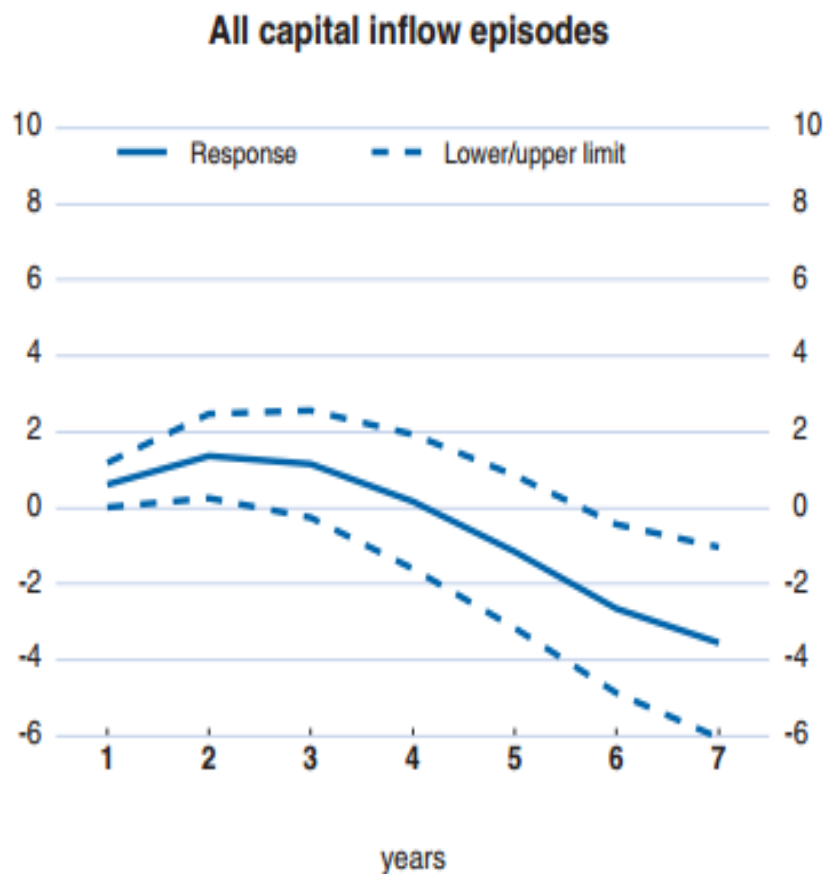


Nguồn: OECD calculations.

Rủi ro và thách thức của dòng vốn quốc tế

- Sự dịch chuyển của dòng vốn quốc tế có thể làm gia tăng các **rủi ro và tính dễ tổn thương** lên nền kinh tế vĩ mô
- **Nhiều thách thức** đặt ra trong việc quản lý nền kinh tế, chẳng hạn như khi dòng vốn vào rất lớn sẽ gây **áp lực lên giá** của đồng nội tệ. Điều này tạo ra tình thế **tiến thoái lưỡng nan**:
 - Nếu để mặc cho đồng tiền lên giá sẽ làm suy yếu sức cạnh tranh của hàng hóa trong nước;
 - Nếu can thiệp tiền tệ để giữ tỷ giá sẽ làm cho nền kinh tế nóng lên, gây áp lực lạm phát;
 - Nếu sử dụng biện pháp trung hòa sẽ càng thu hút thêm dòng vốn bên ngoài đổ vào nhiều hơn.

Phản ứng của tín dụng tư nhân trước dòng vốn vào (Mức tăng của chỉ số tín dụng trên GDP, điểm % GDP)



Nguồn: OECD calculations.

Rủi ro và thách thức của dòng vốn quốc tế (tt)

- Dòng vốn vào lớn thường gây ra sự **bùng nổ tín dụng** và làm suy giảm chất lượng tín dụng.
- Dòng vốn vào lớn thường **thổi bùng giá tài sản** tài chính và bất động sản, gây ra **hiệu ứng của cái** đối với nền kinh tế (Reinhart and Reinhart, 2008).
- Rủi ro của sự **phân bố sai lệch dòng vốn** nước ngoài rất quan trọng, đặc biệt khi thị trường tài chính trong nước chưa phát triển và không được điều tiết tốt. Ngay cả ở các nước phát triển, điều này vẫn xảy ra.
- Furceri et al. (2011): 60% trong số 268 trường hợp đối mặt với dòng vốn vào lớn đã kết thúc bằng cú dừng đột ngột, khoảng 1/10 kết thúc với một cuộc khủng hoảng ngân hàng hoặc là khủng hoảng tiền tệ.

Rủi ro và thách thức của dòng vốn quốc tế (tt)

- **Biến động dòng vốn ròng** lớn hơn nhiều ở các nước mới nổi so với các nước phát triển.
- **Mô thức chữ V ngược** của dòng vốn ròng ở EMEs vượt tầm kiểm soát của các nhà chính sách.
- Các dòng **đầu tư tài chính** thường biến động nhiều hơn so với sự biến động của dòng vốn đầu tư trực tiếp và sự biến động này càng gia tăng gần đây.
- Các **dòng vốn ngân hàng** thường ít biến động nhưng cũng thay đổi mạnh ở thời kỳ khủng hoảng.
- **FDI ổn định hơn** nhiều ở các nền kinh tế mới nổi, nhưng cũng gia tăng biến động gần đây do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn.

Kiểm soát vốn: Điều khoản thỏa thuận của IMF

“Các nước thành viên có thể thực hiện các biện pháp kiểm soát vốn như là sự cần thiết nhằm điều chuyển các dòng vốn quốc tế, nhưng không thành viên nào được thực hiện kiểm soát vốn theo cách gây hạn chế các nhu cầu thanh toán cho các giao dịch vãng lai.”



G-20 'Kết luận nhất quán'

“Các biện pháp kiểm soát vốn có thể tạo thành một phần của cách tiếp cận rộng hơn để bảo vệ nền kinh tế khỏi các cú sốc. Trong trường hợp dòng vốn tăng cao và biến động, các biện pháp quản lý vốn có thể bổ sung và áp dụng song hành, chứ không phải thay thế cho các chính sách tiền tệ, tỷ giá, quản lý dự trữ ngoại hối và chính sách an toàn tài chính.”

Nguồn: G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences



Magud, Reinhart, and Rogoff (2011)

- “Tóm lại, kiểm soát dòng vốn vào có lẽ để làm cho chính sách tiền tệ trở nên độc lập hơn, thay thế thành phần của dòng vốn, và giảm áp lực lên tỷ giá thực.”
- Ở Malaysia, kiểm soát dòng vốn ra làm “giảm dòng vốn ra và có thể tạo dư địa để cho chính sách tiền tệ được độc lập hơn.”

Các công cụ kiểm soát vốn được áp dụng ở một số nền kinh tế mới nổi

	Kiểm soát dòng vốn FPI		Kiểm soát dòng vốn của ngân hàng		
	Đánh thuế lên đầu tư nước ngoài	Kiểm soát theo từng loại tài sản và kỳ hạn	Đánh thuế lên các khoản vay mượn ngắn hạn nước ngoài	Giới hạn định lượng đối với rủi ro ngoại hối của ngân hàng	Dự trữ bắt buộc đối với tài sản nợ bằng ngoại tệ
Quốc gia					
Brazil	x		x		x
Indonesia		x		x	x
Hàn Quốc	x	x	x	x	
Đài Loan		x		x	x
Thái Lan	x				

Các biện pháp kiểm soát vốn ở một số nước:

Biện pháp lên **dòng vốn vào**

- **Brazil:** 2009- Áp dụng thuế suất 2% lên danh mục đầu tư cổ phiếu và dòng vốn nợ.
- **Indonesia:** 2011- Áp đặt: (1) thời hạn nắm giữ 6 tháng đối với trái phiếu NHTW, và (2) hạn mức vay nước ngoài ngắn hạn đối với các ngân hàng tối đa 30% vốn tự có.
- **Hàn Quốc:** 2011- Tái áp đặt mức khấu trừ thuế 14% đối với các khoản thu nhập lãi của người không cư trú khi nắm giữ trái phiếu kho bạc (ngoài ra còn chịu thêm 20% thuế lợi vốn).
- **Peru:** 2010- Tăng mức phí mua tín phiếu NHTW lên đến 400 điểm cơ bản (từ 10 điểm cơ bản).
- **Thái Lan:** 2010- Tái áp đặt mức thuế khấu trừ 15% lên các khoản thu nhập lãi và lợi vốn của người không cư trú khi mua mới các khoản trái phiếu chính phủ.

Các biện pháp kiểm soát vốn ở một số nước:

Biện pháp lên **dòng vốn ra**

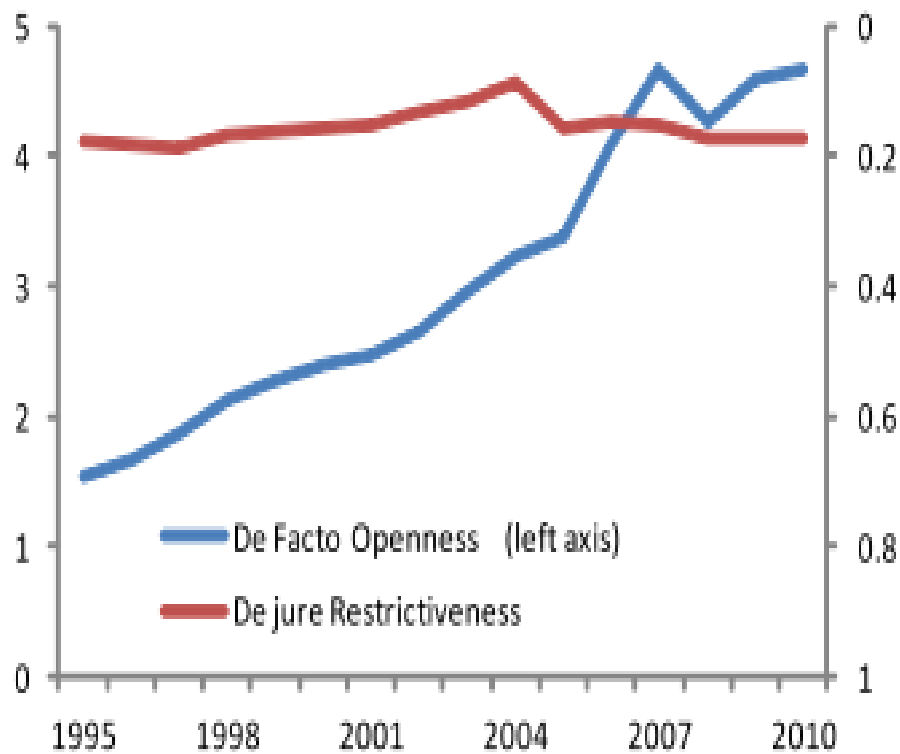
- **Argentina:** 2001- Áp đặt hạn mức rút tiền ngân hàng và các biện pháp kiểm soát lên các giao dịch và các khoản vay bằng ngoại tệ.
- **Iceland:** 2008- Ngưng khả năng chuyển đổi của các tài khoản nội tệ đối với các giao dịch vốn.
- **Malaysia:** 1998- Áp đặt thời gian chờ 12 tháng đối với người không cư trú khi chuyển đổi tiền bán chứng khoán thu được sang ngoại tệ.
- **Ukraine:** 2008- Áp đặt thời gian chờ 5 ngày đối với người không cư trú khi chuyển đổi tiền bán chứng khoán thu được sang ngoại tệ.
- **Thái Lan:** 1997- Áp đặt giới hạn lên các giao dịch kỳ hạn và áp dụng biện pháp kết hối nguồn thu xuất khẩu (surrender requirement).

Các biện pháp quản lý vốn theo ba thể hệ khác nhau

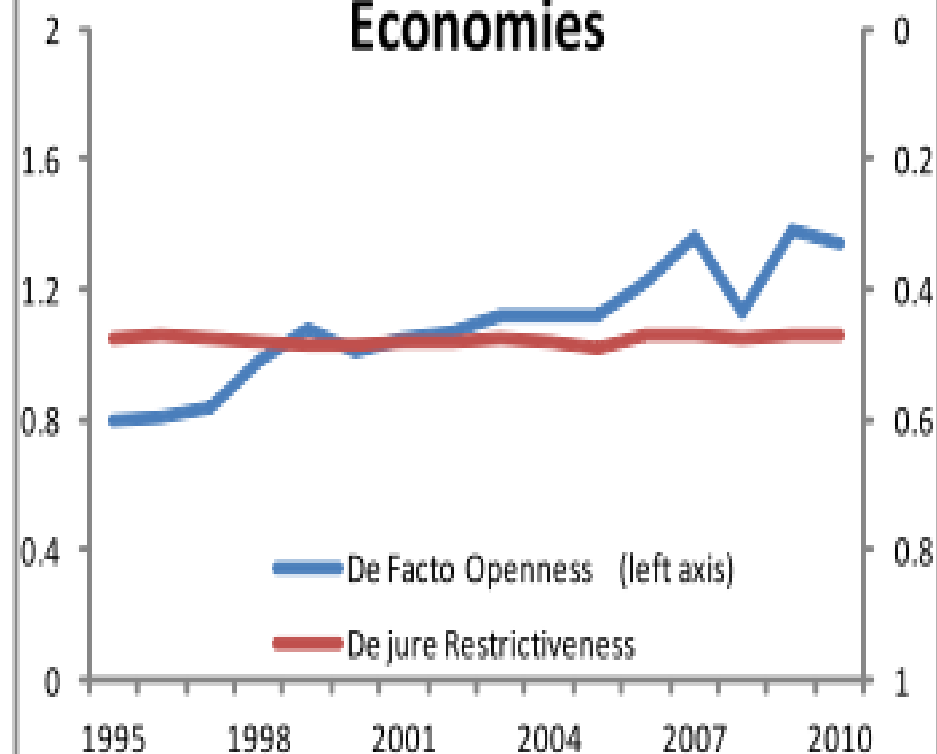
Quốc gia	Thể hệ thứ nhất (Kiểm soát định lượng)	Thể hệ thứ hai (Kiểm soát dựa trên giá)	Thể hệ thứ ba (Điều tiết FX)
Trung Quốc	Lệnh cấm hoàn toàn hoặc thiết lập giới hạn đối với sự xâm nhập của các khoản đầu tư nhất định		
Ấn Độ	Thiết lập giới hạn trực tiếp lên các giao dịch USD-rupee		Yêu cầu ký quỹ đối với các giao dịch kỳ hạn USD-rupee lên 100%
Brazil		Đánh thuế lên danh mục đầu tư	Dự trữ bắt buộc không hưởng lãi suất đối với các trạng thái ngoại tệ đoản/âm(short) trên thị trường ngoại hối giao ngay
Hàn Quốc		Khấu trừ thuế lên các khoản đầu tư trái phiếu và công cụ thị trường tiền tệ đối với người không cư trú	Nhiều biện pháp kiểm soát lên trạng thái phái sinh ngoại hối
Peru		Đánh thuế lên danh mục đầu tư	Thiết lập giới hạn trạng thái đoản/âm đối với các giao dịch ngoại tệ và dự trữ bắt buộc đối với tất cả các khoản tiền gửi ngoại tệ
Indonesia	Yêu cầu nắm giữ thời hạn 1 năm đối với các tín phiếu NHTW		
Thái Lan		Đánh thuế lên các khoản nắm giữ trái phiếu chính phủ của người không cư trú	

Độ mở và kiểm soát dòng vốn theo tuyên bố và thực tế

Advanced Economies



Emerging & Developing Economies



Vai trò của chính sách kinh tế vĩ mô trong việc làm giảm nhẹ tính tổn thương lên nền kinh tế

- Các **chính sách vĩ mô như tỷ giá, tài khóa và tiền tệ** đóng vai trò quan trọng trong việc làm giảm nhẹ tính tổn thương của dòng vốn vào nền kinh tế.
- **Linh hoạt tỷ giá** dường như giúp giảm được một số tác động của dòng vốn vào lớn lên tín dụng nội địa. Điều này nhất quán với một số lập luận:
 - Các quốc gia để cho tỷ giá dao động nhằm đáp lại dòng vốn vào có thể giảm được thời lượng (duration) của dòng vốn vào ròng.
 - Mức độ biến động của tỷ giá hối đoái càng cao (và do đó là rủi ro lớn) có thể giúp giảm tăng trưởng tín dụng vì làm tăng phần bù rủi ro và giảm nhu cầu vay mượn ngoại tệ.
 - Việc thay thế các can thiệp ngoại hối có thể tạo ra bong bóng tín dụng và giá tài sản nếu như không được trung hòa hoàn toàn.
 - Các ngân hàng ít có động cơ tìm nguồn tài trợ bên ngoài khi tỷ giá trợ nên linh hoạt hơn.
- Ngoài ra, việc sử dụng các **chính sách tài khóa nghịch chu kỳ** sẽ giúp điều hòa được mức độ bùng nổ của tăng trưởng tín dụng và sự nóng lên của nền kinh tế dưới tác động của dòng vốn vào, đặc biệt trong trường dòng vốn chủ yếu là nợ.

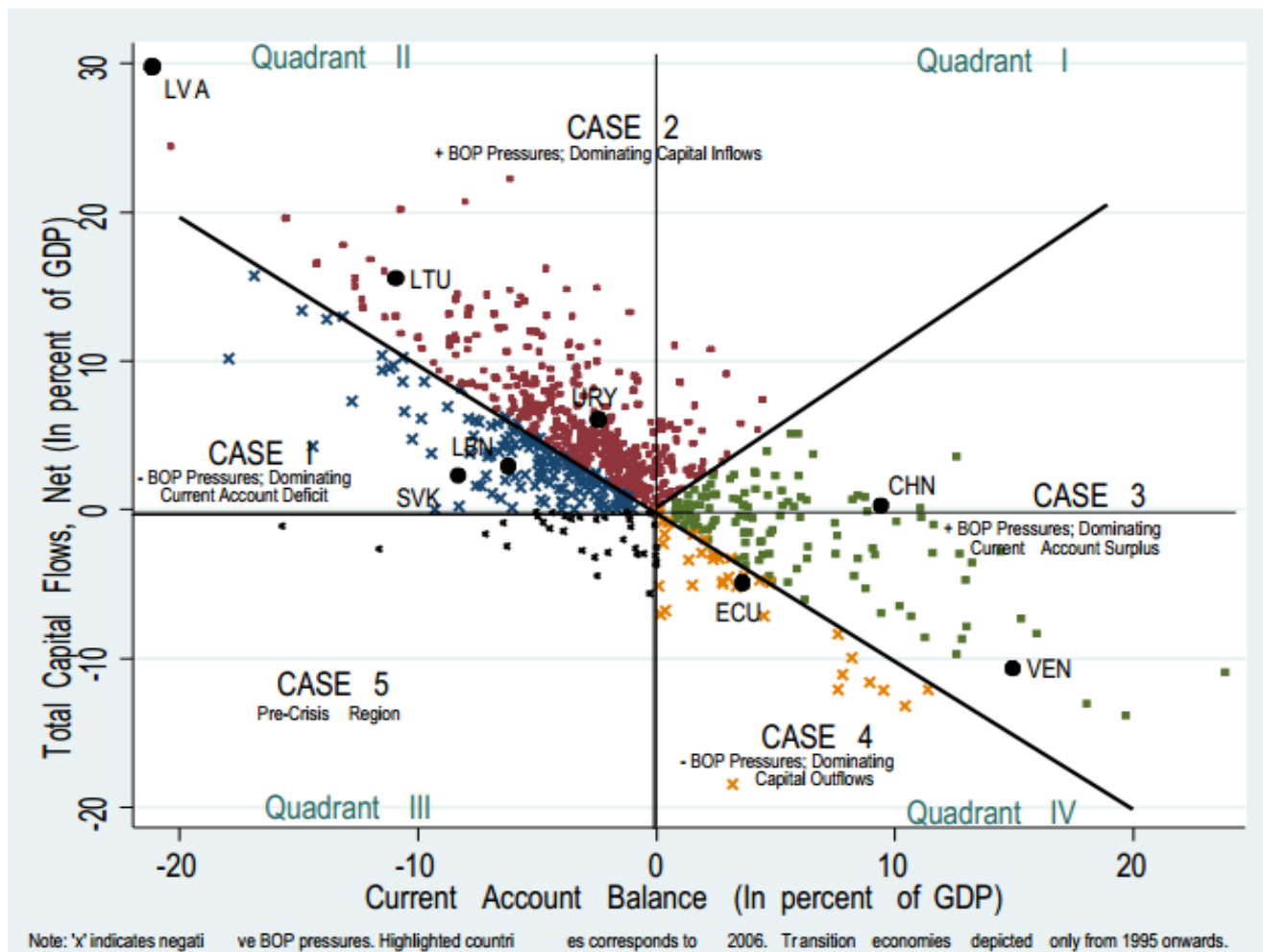
Vai trò của chính sách cơ cấu trong việc làm giảm nhẹ tính tổn thương lên nền kinh tế

- Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy **tự do hóa tài khoản vốn có tác động tích cực lên tăng trưởng** khi quốc gia đó **có nền tảng thể chế mạnh và khi hệ thống tài chính có đủ độ sâu** và đã phát triển (Tirole, 2002; Obstfeld, 2008; Kose et al., 2009)
- Furceri et al. (2011): **Chính sách cơ cấu** có thể giúp tối thiểu hóa các tổn thương gây ra bởi dòng vốn vào nhiều.
- Các chính sách cơ cấu tốt bao gồm một hệ thống tài chính được tự do hơn, các quy tắc và luật lệ được thiết kế tốt và hệ thống giám sát có hiệu lực. Các cải cách về môi trường đầu tư, luật cạnh tranh, luật doanh nghiệp, luật phá sản, và việc bảo hộ quyền tài sản phải được tuân thủ tốt.

Sự phối hợp giữa các chính sách kinh tế và cơ cấu có thể giúp giảm tính dễ tổn thương cho nền kinh tế và hệ thống tài chính

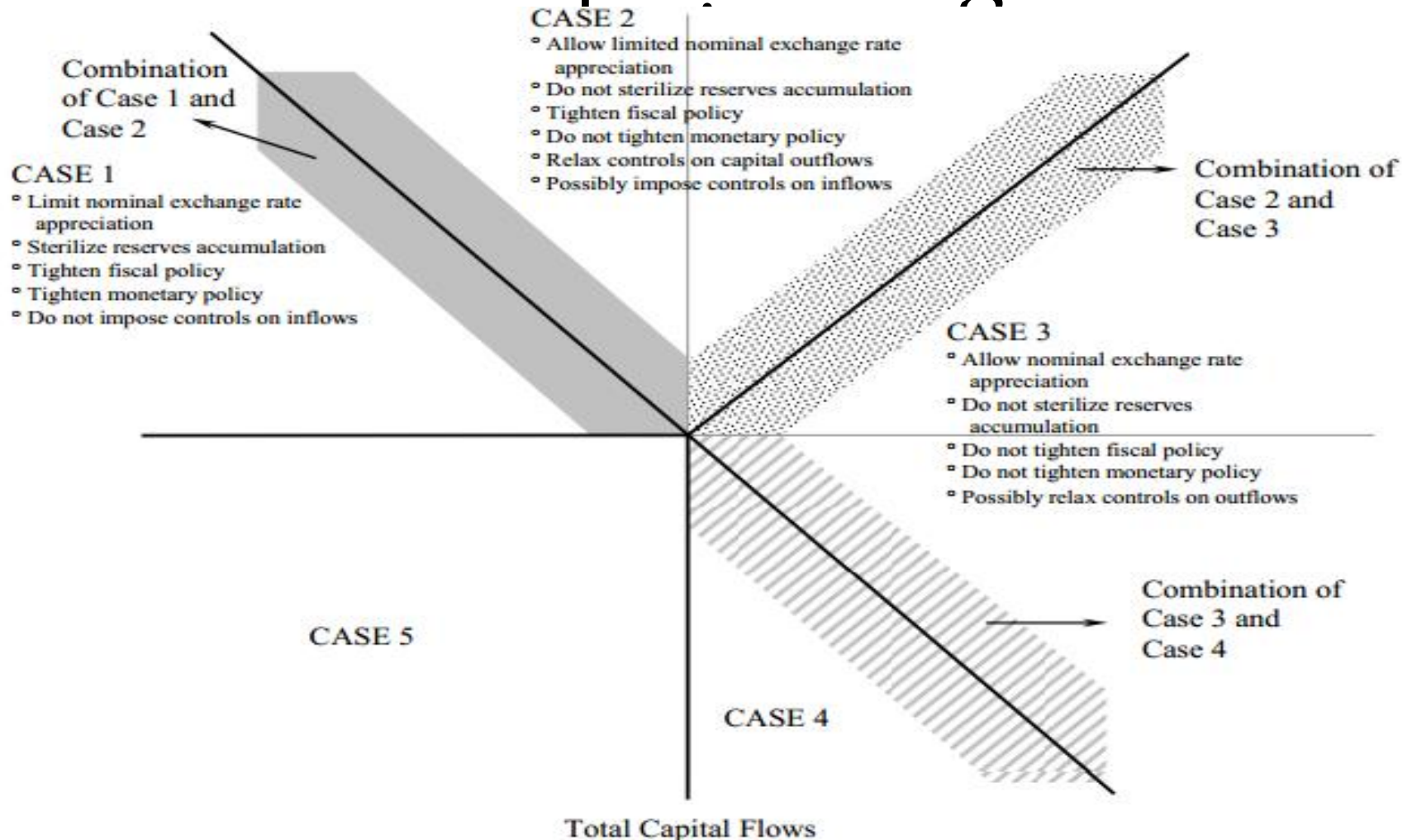
- Dòng vốn vào mạnh thường đi liền với rủi ro lớn hơn đối với sự bùng nổ tín dụng, khủng hoảng tài chính và sự dừng đột ngột (sudden stops) của dòng vốn.
- Các chính sách vĩ mô và chính sách cơ cấu có thể hỗ trợ cho các cải cách tài chính và củng cố niềm tin nhằm hạn chế các tổn thương này có thể xảy ra.
- Các chính sách kinh tế vĩ mô phù hợp, chẳng hạn như cho phép sự lên giá của đồng tiền hoặc thắt chặt tài khóa có thể giúp giảm biên độ của chu kỳ tín dụng trước sức ép của dòng vốn lớn.
- Trong khi đó, các chính sách cơ cấu giúp hỗ trợ cho tăng trưởng, một mặt tiếp tục thu hút thêm nhiều dòng vốn vào, mặt khác có thể điều tiết được các dòng vốn chảy vào các lĩnh vực ổn định hơn và năng suất hơn.
- Các quy định điều tiết thị trường hướng đến cạnh tranh và thân thiện, chất lượng thể chế tốt và độ mở tài khoản vốn lớn sẽ giúp thu hút thêm nhiều dòng vốn đầu tư FDI, giảm áp lực vay nợ. Điều này sẽ giúp giảm khả năng bùng nổ tín dụng cũng như khủng hoảng ngân hàng, khủng hoảng tiền tệ hay cán cân thanh toán.

Ứng xử của chính sách tùy vào tình huống của dòng vốn trong mối quan hệ với CA



Nguồn: Atish Ghosh et al., 2008

Phản ứng chính sách - cách tiếp cận dòng vốn



Chính sách vĩ mô nhằm đối phó thách thức dòng vốn vào

Sự bùng phát dòng vốn vào

Các chính sách vĩ mô nhằm giảm tổn thương lên nền kinh tế

Nâng giá đồng tiền

Không thích hợp nếu bị thâm hụt vãng lai nghiêm trọng hoặc mối lo về khả năng cạnh tranh của nền kinh tế

Siết chặt chính sách tiền tệ

Nếu can thiệp thị trường ngoại hối để giữ tỷ giá trong giới hạn mà gây sức ép lên lạm phát, sự can thiệp vô hiệu hóa cần phải được tiến hành. Tuy nhiên, sự can thiệp này có thể càng khuyến khích dòng vốn vào nhiều hơn do chênh lệch lãi suất (dòng vốn ngắn hạn)

Siết chặt chính sách tài khóa

Không gian để thực hiện chính sách tài khóa nghịch chu kỳ có thể bị giới hạn. Các công cụ bình ổn tự động lại bị hạn chế hơn ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Ngoài ra, các thay đổi trong chính sách tài khóa thường có độ trễ trong điều hành.

Kiểm soát tài khoản vốn

Kiểm soát tài khoản vốn (các biện pháp chỉ được áp dụng cho người không cư trú) chỉ được sử dụng hiệu quả trong ngắn hạn nhưng lại là công cụ bổ sung hữu hiệu nếu như quy mô dòng vốn vào quá lớn và được dự đoán là ngắn hạn. Công cụ này cũng được xem là hữu hiệu do không cần phải thông qua các trung gian ngân hàng.

Các chính sách bản đảm niềm tin nhằm giảm tổn thương lên khu vực tài chính nền kinh tế

Các biện pháp nhằm vào các tổ chức tài chính

Hữu ích nếu như dòng vốn dịch chuyển qua ngân hàng hay FIs. Nếu không thì chỉ có tác dụng ở vòng 2 khi dòng vốn tác động làm tăng giá tài sản và mở rộng tín dụng thông qua FIs.

Các biện pháp nhằm vào người đi vay

Hữu ích nếu như dòng vốn dịch chuyển qua ngân hàng hay FIs. Nếu không thì chỉ có tác dụng ở vòng 2 khi dòng vốn tác động làm tăng giá tài sản và mở rộng tín dụng thông qua FIs.

Các biện pháp xử lý vùng đệm của ngân hàng

Cần phối hợp chính sách nhằm tránh các hạn chế hoặc sự đánh đổi