

Bài giảng 19
Các dòng vốn, cán cân thanh toán
và chính sách kinh tế vĩ mô

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright
Học kỳ Thu 2014-2015

Đỗ Thiên Anh Tuấn

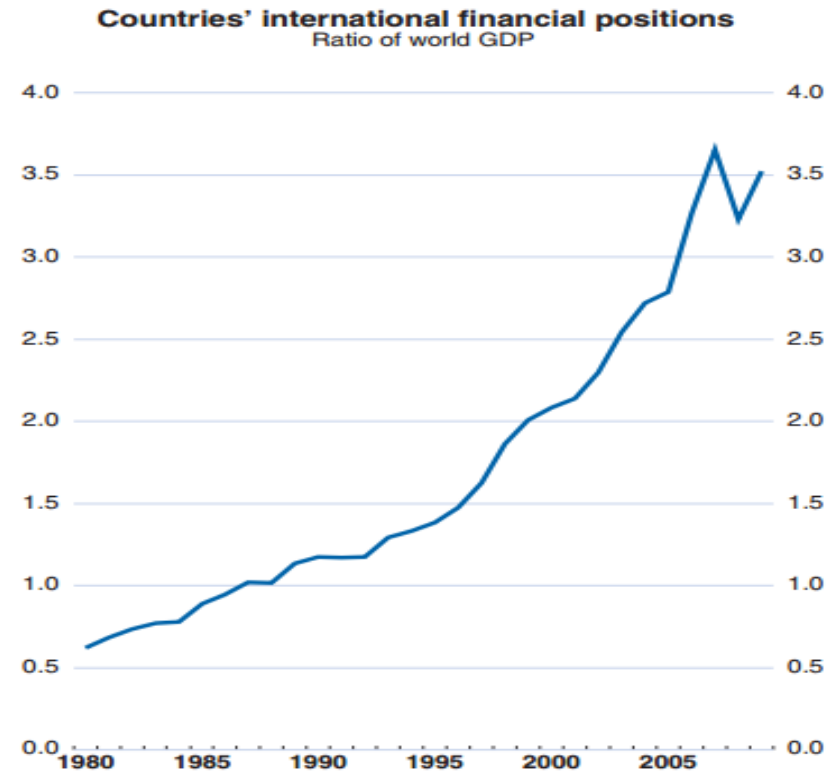
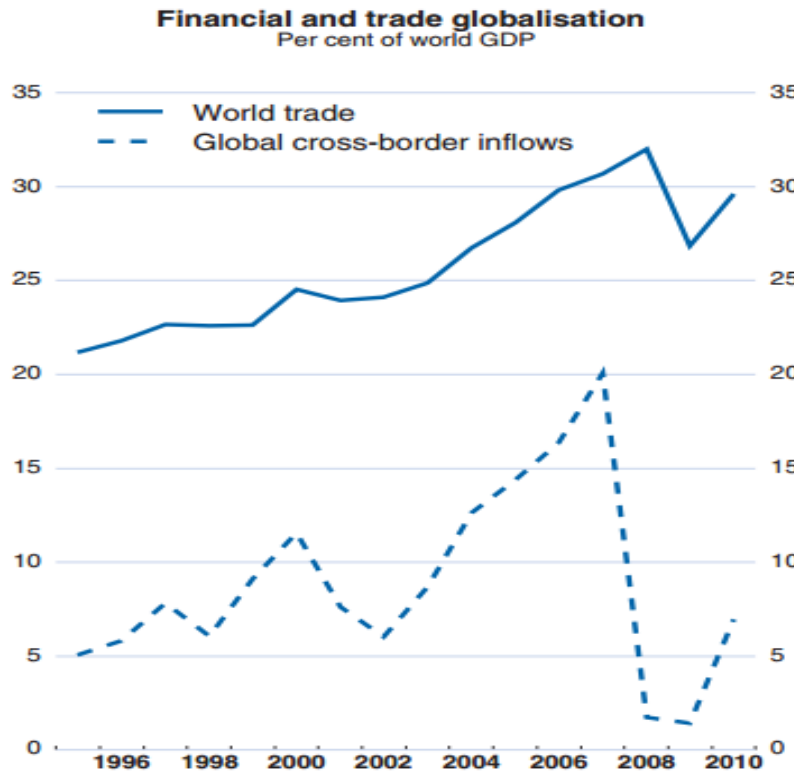
Nội dung

- * 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

"Financial Globalization can both be a blessing but can also be a cursing"

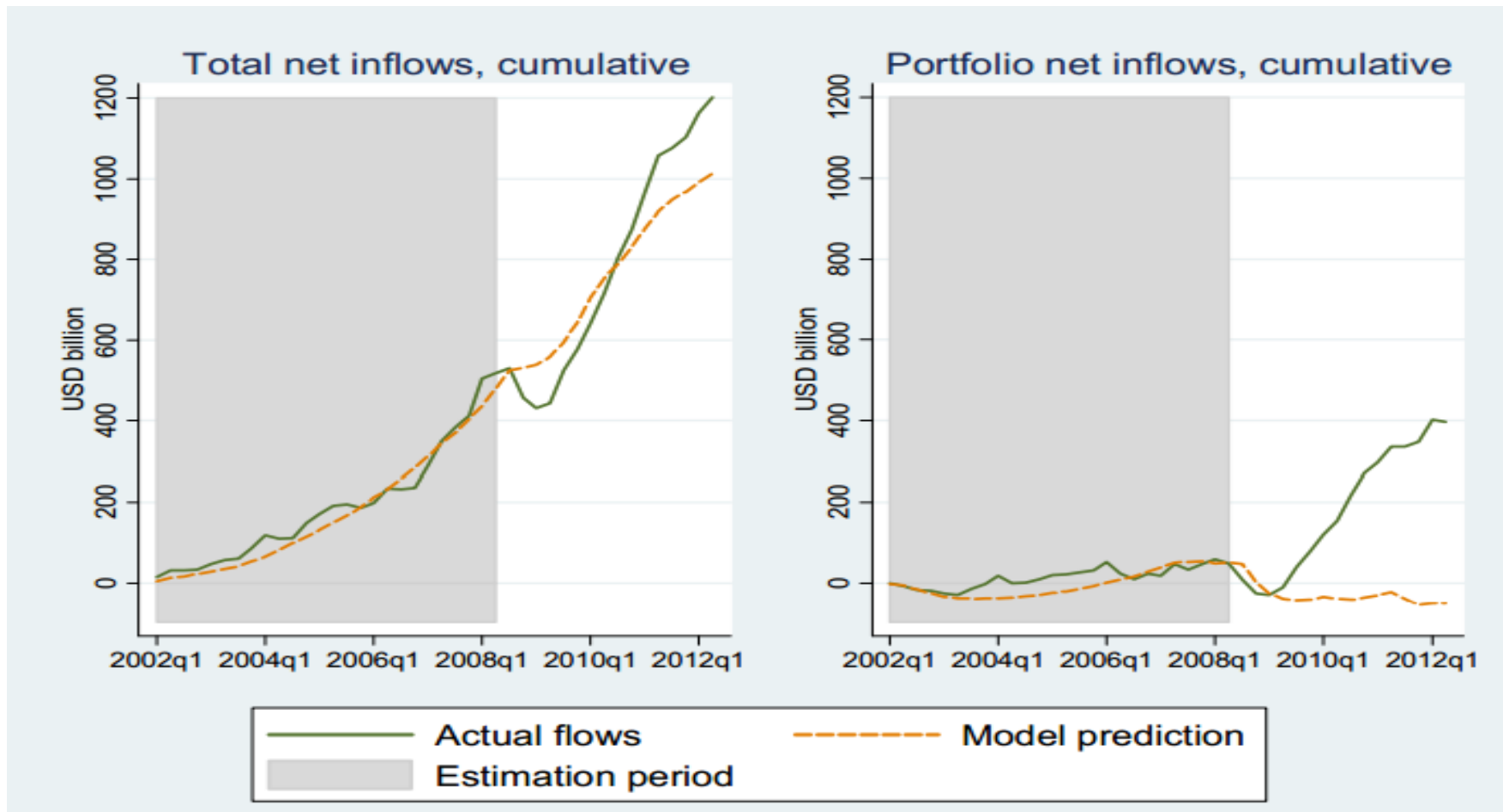
- ✿ International capital flows can support long-term growth of income of a country due to better allocation on an international scale between savings and investment.
- ✿ However, they can also pose challenges for the management of the economy. The rapid movement of international capital flows which increase the risk, cyclical boom and collapse of bubbles in asset prices and credit is often a consequence of the entry and flight of international capital flows .

Các yếu tố chính định hình dòng vốn quốc tế



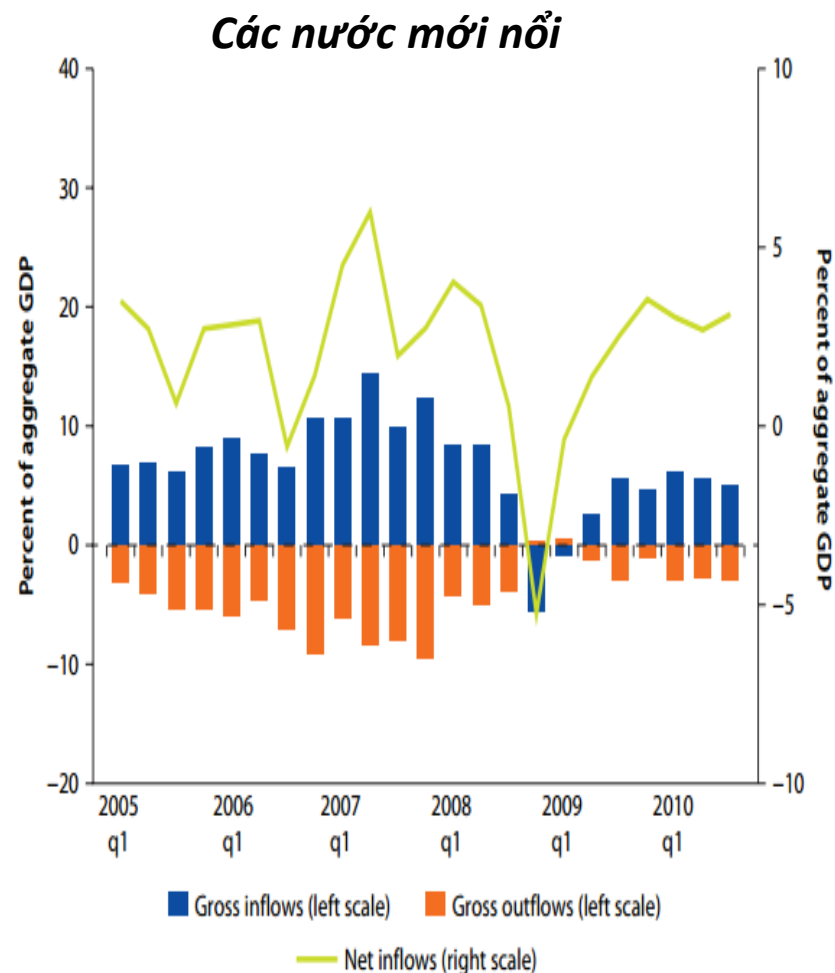
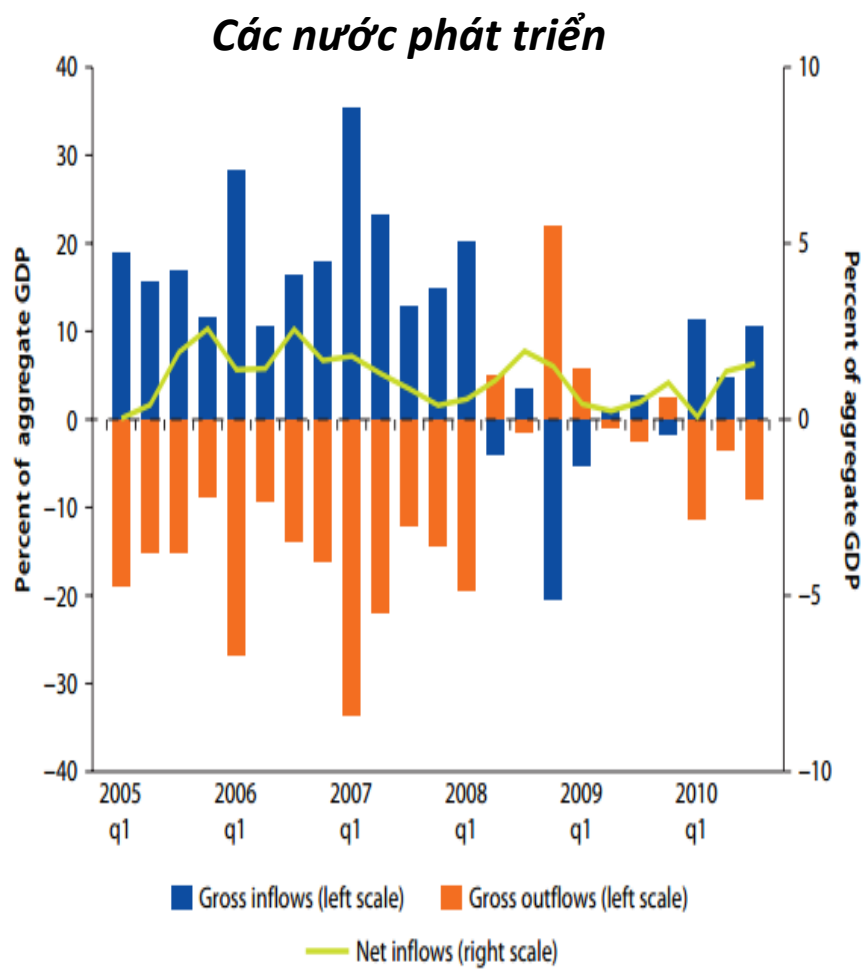
Nguồn: IMF Balance of Payments Statistics; IMF World Economic Outlook database; Lane and Milesi-Ferretti (2007); OECD Economic Outlook 89 database; OECD calculations.

Dịch chuyển hành vi của dòng vốn vào rông



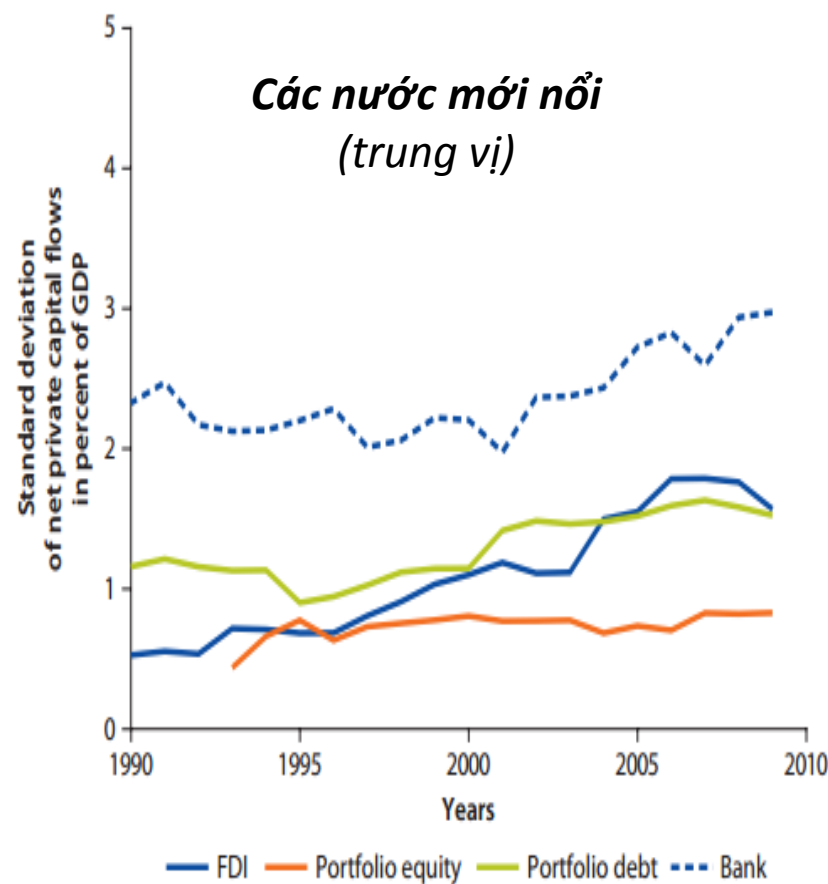
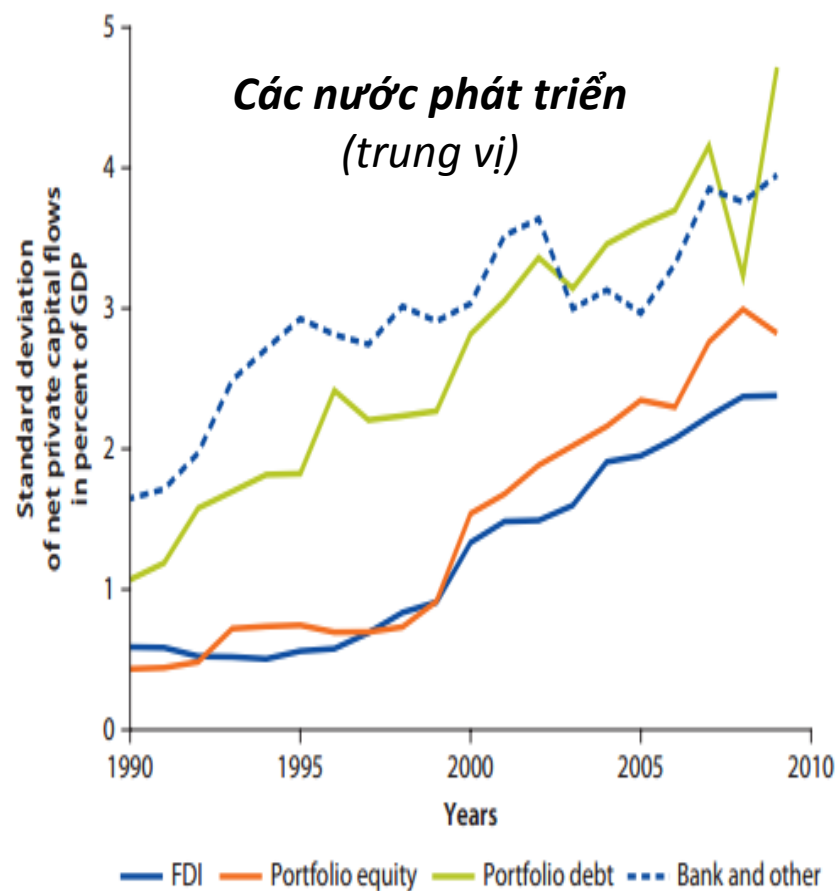
Nguồn: Shaghil Ahmed and Andrei Zlate 2013

Dòng vốn vào và ra ở các nhóm nước



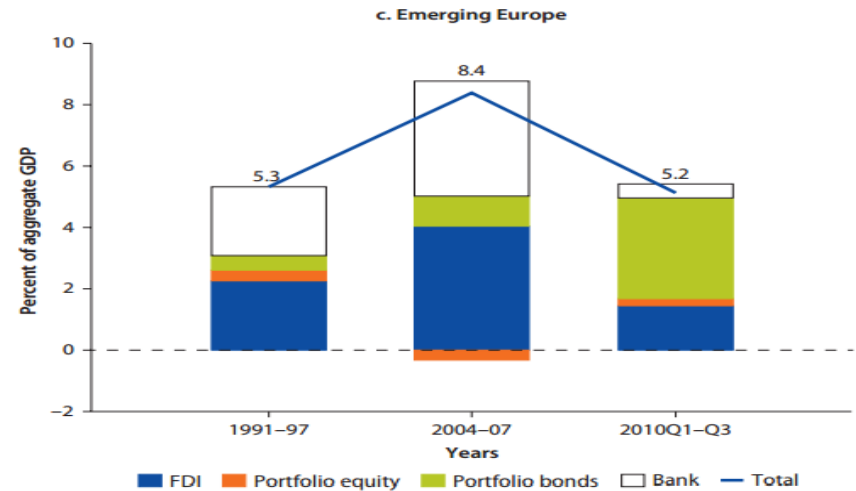
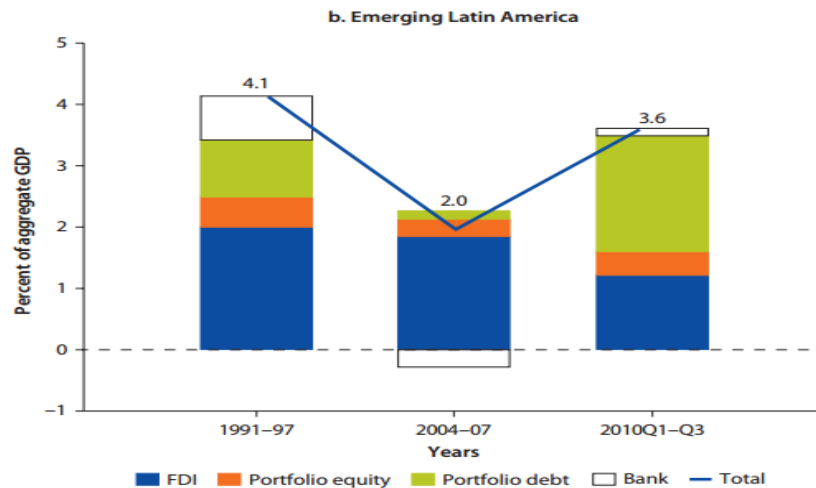
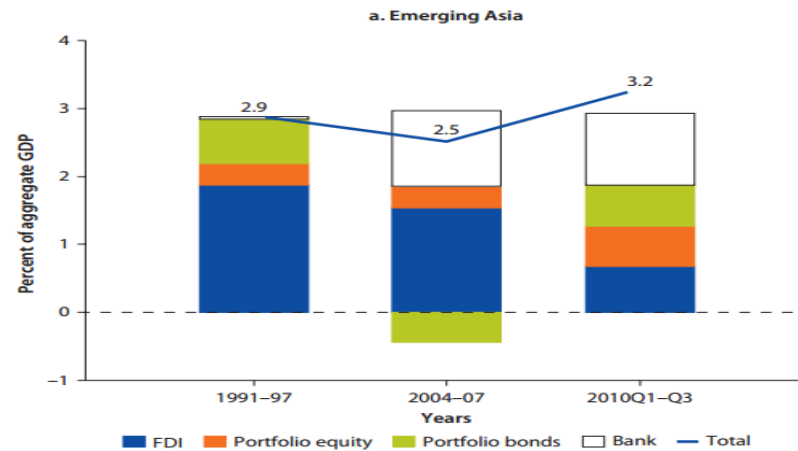
Nguồn: Stijn Claessens and Swati R. Ghosh, 2012

Biến động của các loại dòng vốn khác nhau

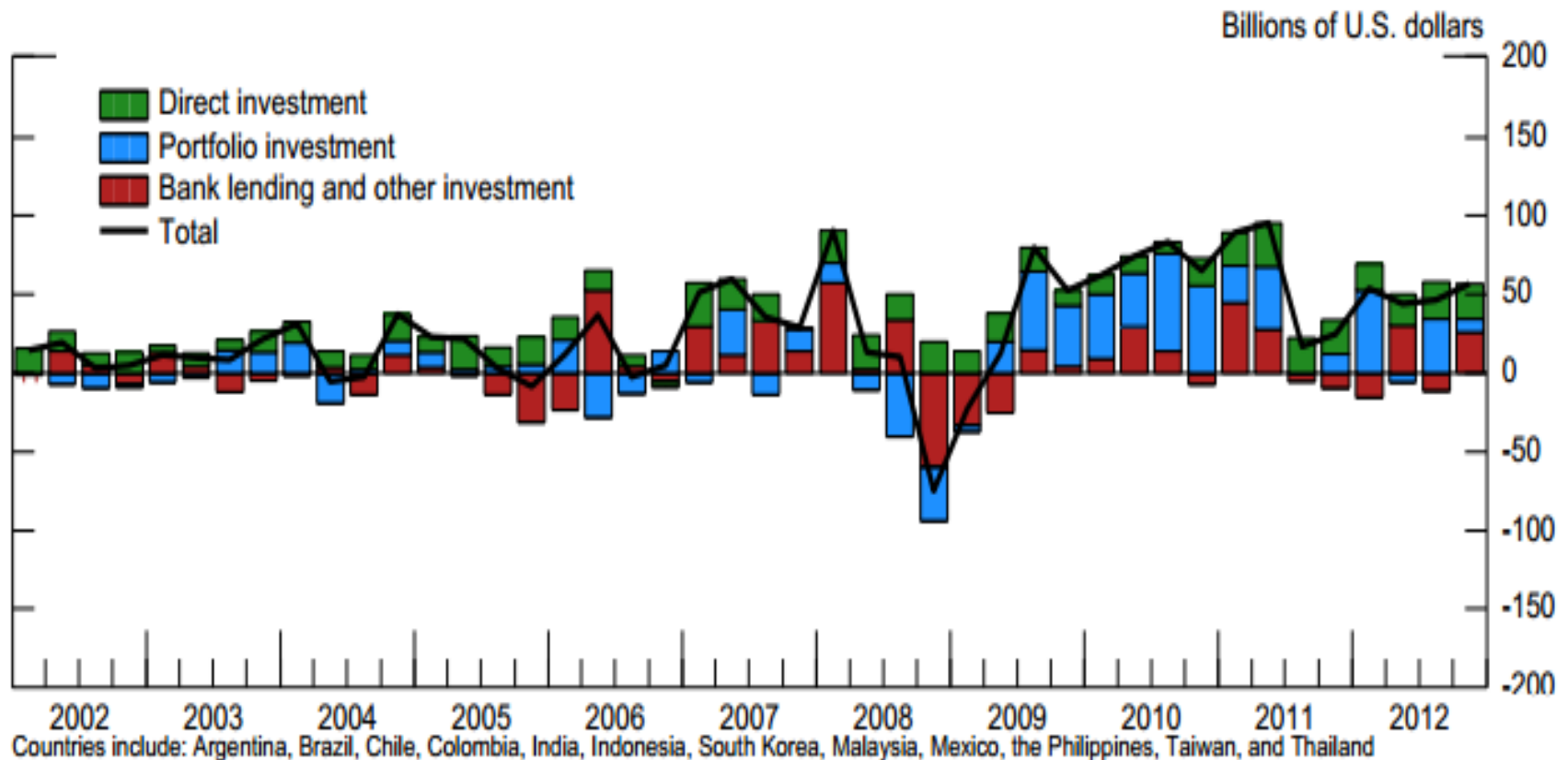


Nguồn: Stijn Claessens and Swati R. Ghosh, 2012

Quy mô và các thành phần của dòng vốn trong thời kỳ bùng phát

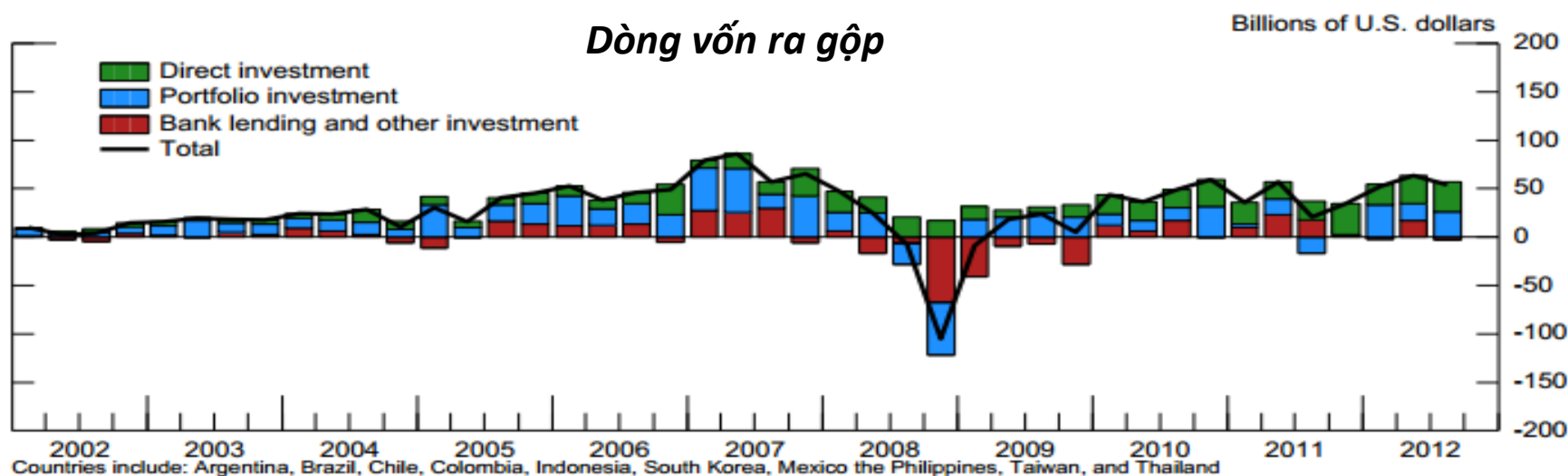
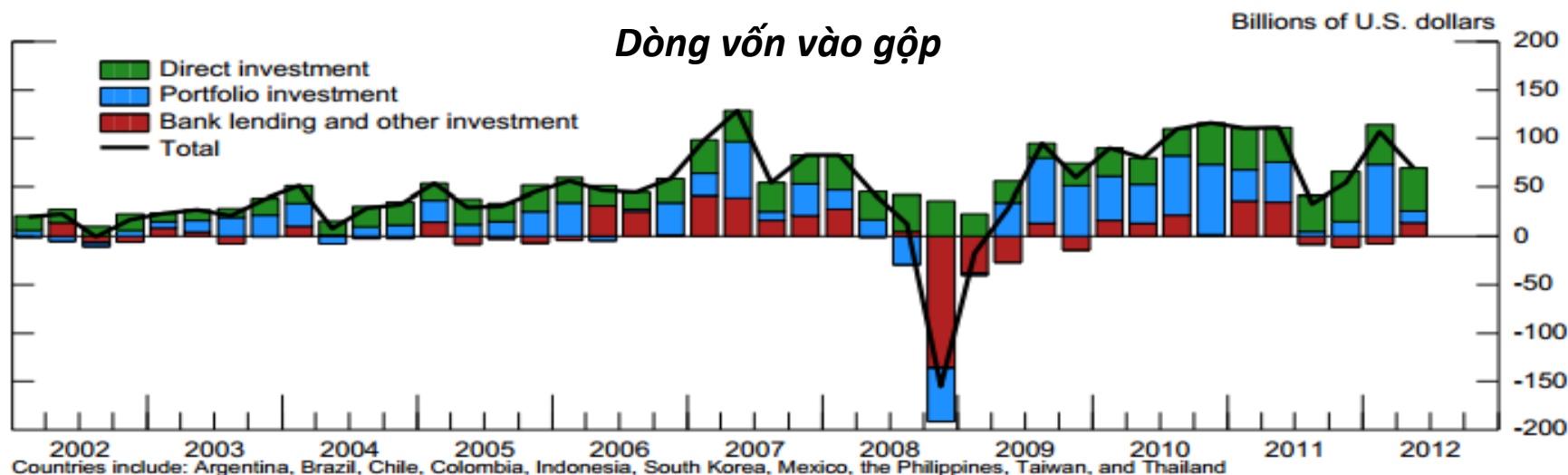


Dòng vốn tư nhân ròng chảy vào các nền kinh tế mới nổi



Nguồn: Shaghil Ahmed and Andrei Zlate 2013

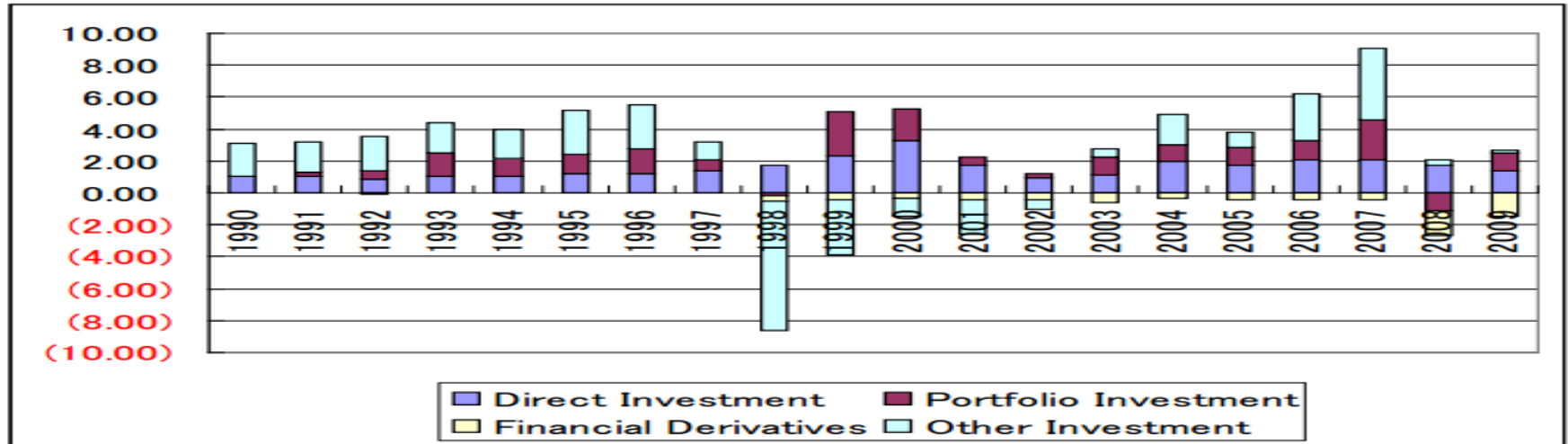
Dòng vốn vào gộp và dòng vốn ra gộp từ các nền kinh tế mới nổi



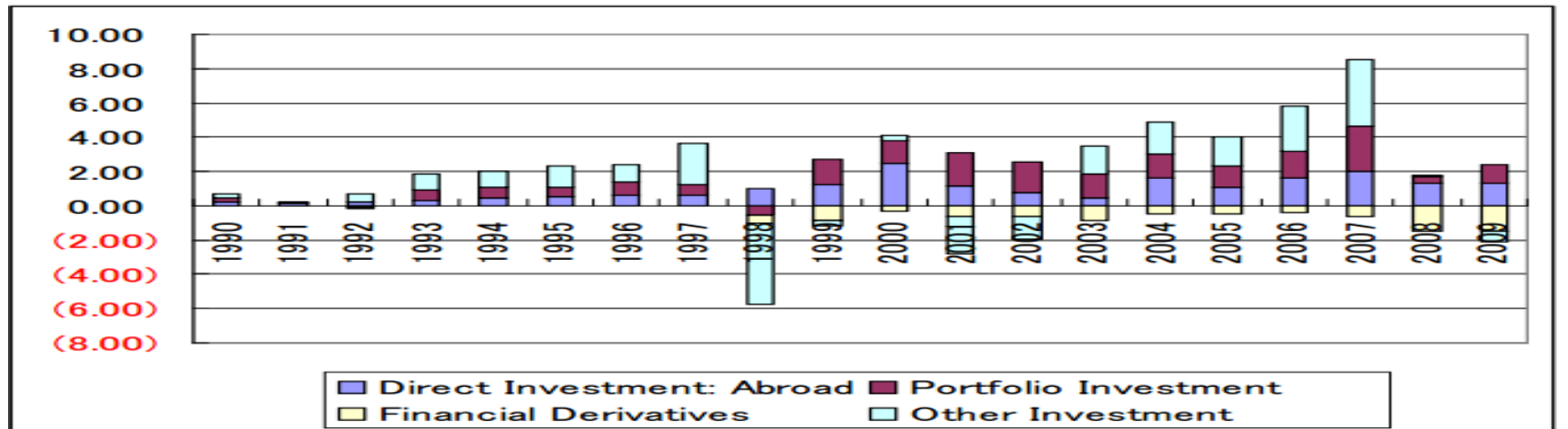
Nguồn: Shaghil Ahmed and Andrei Zlate 2013

Các thành phần của dòng vốn vào-ra các nước mới nổi châu Á, 1990 – 2009 (% GDP)

A. Inflows



B. Outflows

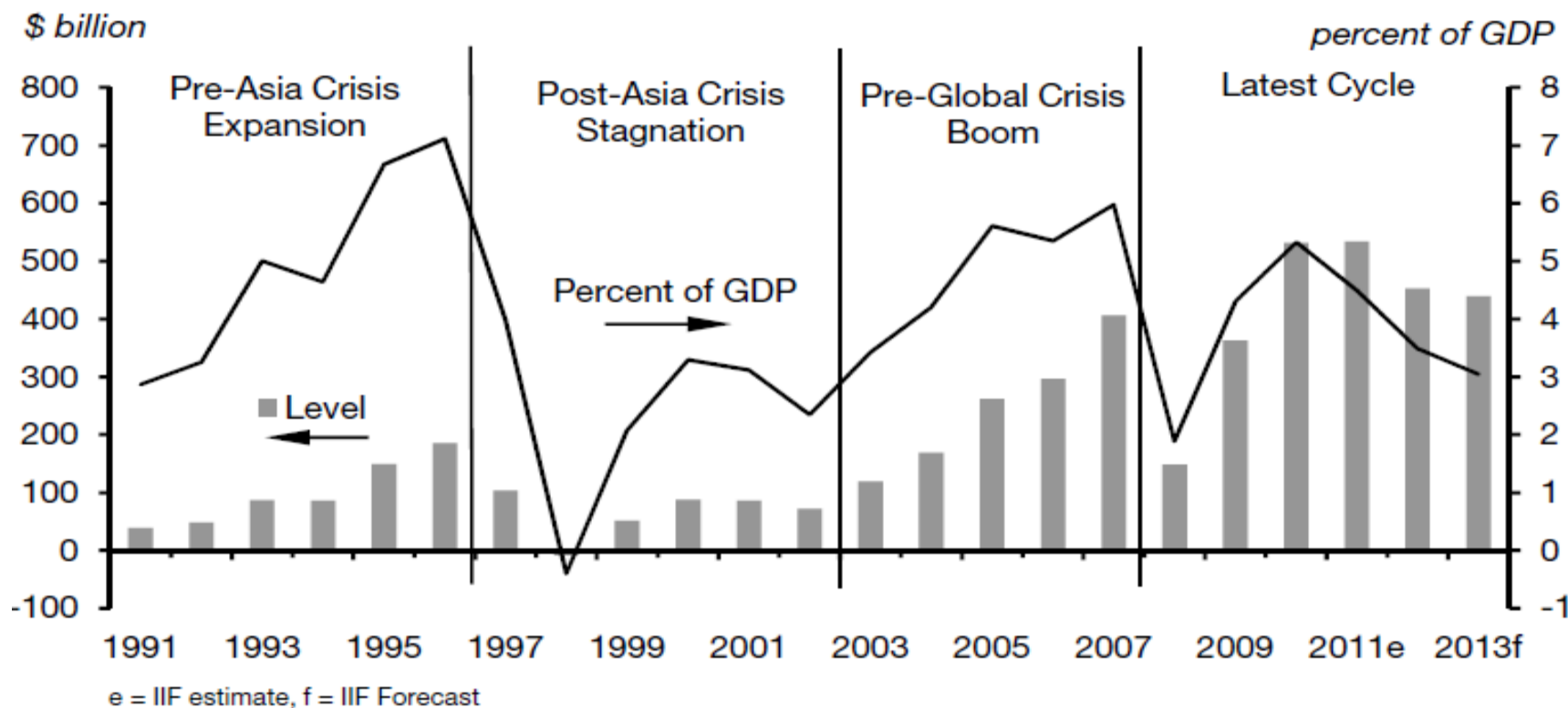


Nguồn: IFS; WDI; CEIC accessed on 15 April 2011.

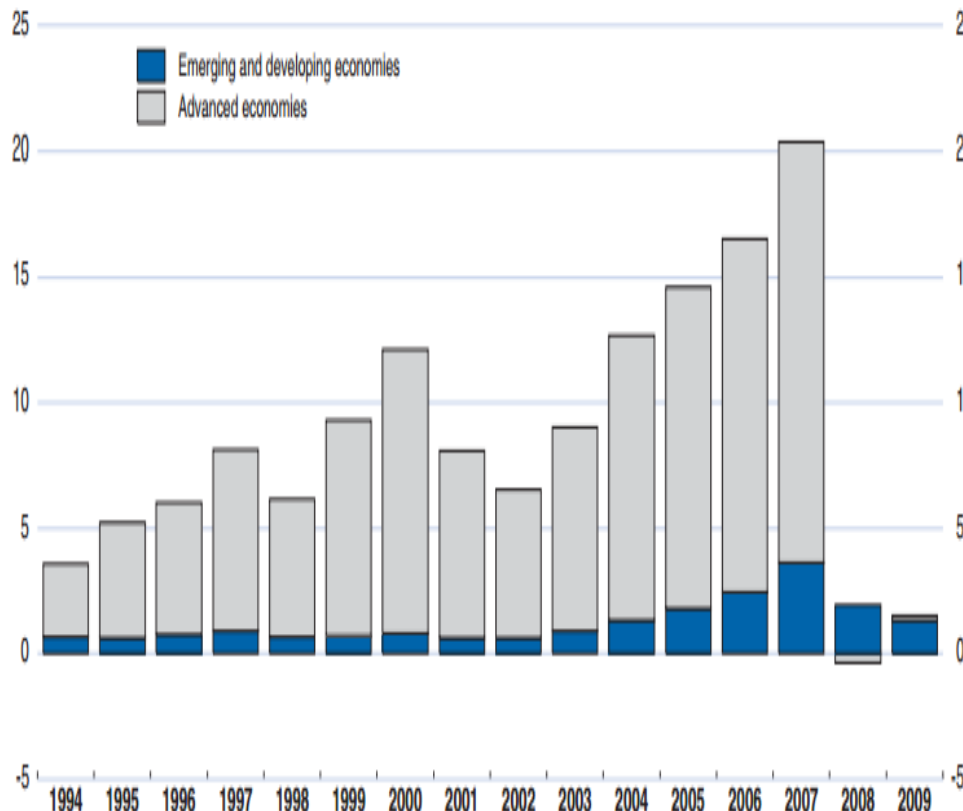
Dòng vốn ở các nền kinh tế mới nổi (tỉ USD)

	2010	2011	2012f	2013f
Capital Inflows				
<u>Total Inflows, Net:</u>	<u>1182</u>	<u>1124</u>	<u>1067</u>	<u>1148</u>
Private Inflows, Net	1110	1063	1026	1100
Equity Investment, Net	606	529	582	628
Direct Investment, Net	461	526	513	536
Portfolio Investment, Net	145	3	68	91
Private Creditors, Net	503	533	445	472
Commercial Banks, Net	156	168	113	146
Nonbanks, Net	347	365	332	327
Official Inflows, Net	72	61	41	48
International Financial Institutions	33	18	7	15
Bilateral Creditors	39	43	34	33
Capital Outflows				
<u>Total Outflows, Net</u>	<u>-1538</u>	<u>-1443</u>	<u>-1353</u>	<u>-1370</u>
Private Outflows, Net	-627	-702	-817	-809
Equity Investment Abroad, Net	-273	-216	-276	-293
Resident Lending/Other, Net	-354	-485	-541	-516
Reserves (- = Increase)	-795	-663	-535	-561
<i>Memo:</i>				
<u>Net Errors and Omissions</u>	<u>-116</u>	<u>-78</u>	<u>-1</u>	<u>0</u>
<u>Current Account Balance</u>	<u>356</u>	<u>319</u>	<u>286</u>	<u>222</u>

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



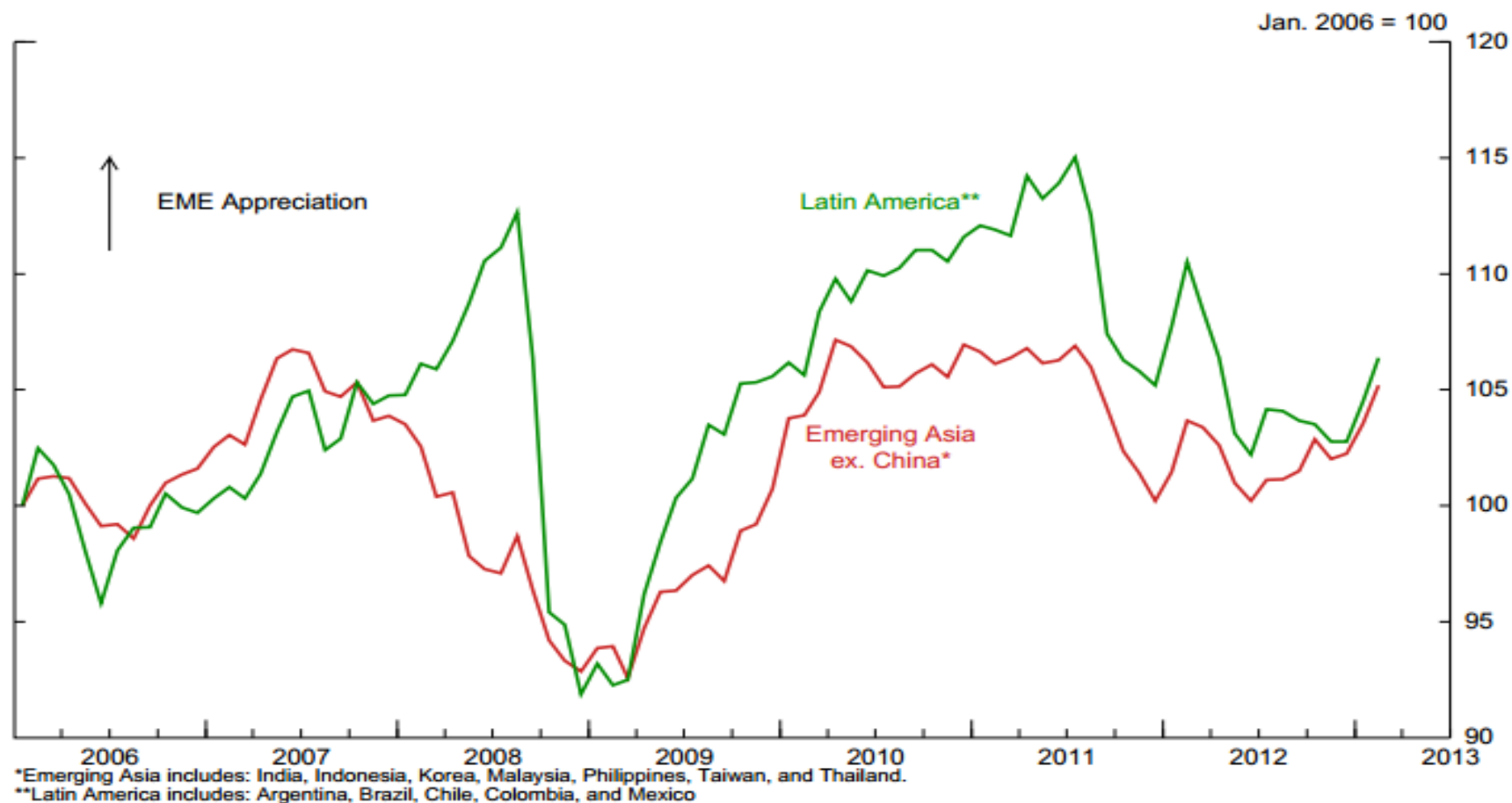
Các nước phát triển chi phối dòng vốn quốc tế (% GDP)



- 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.

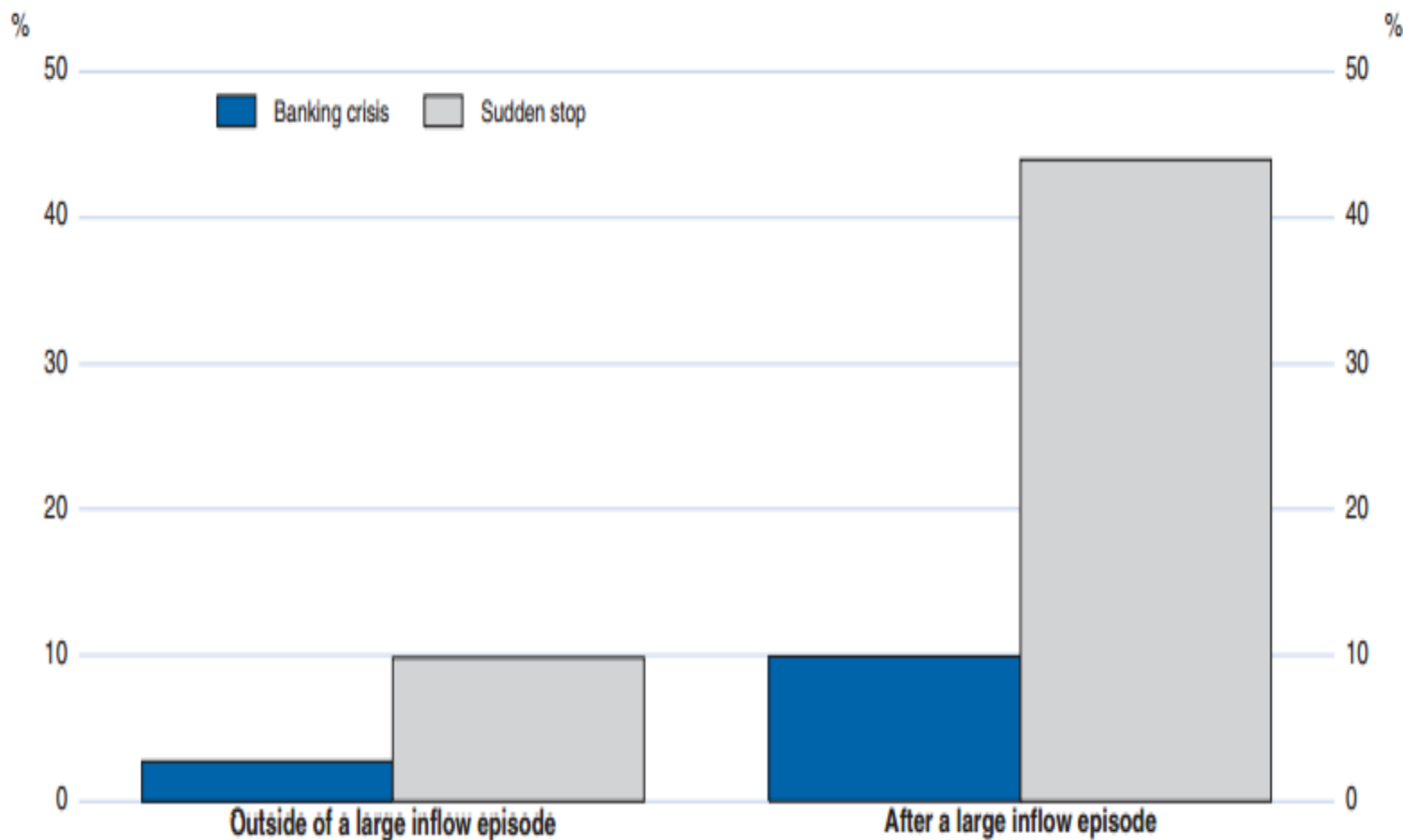
Nguồn: IMF Balance of Payments Statistics; OECD calculations.

Tỷ giá REER ở các nền kinh tế mới nổi



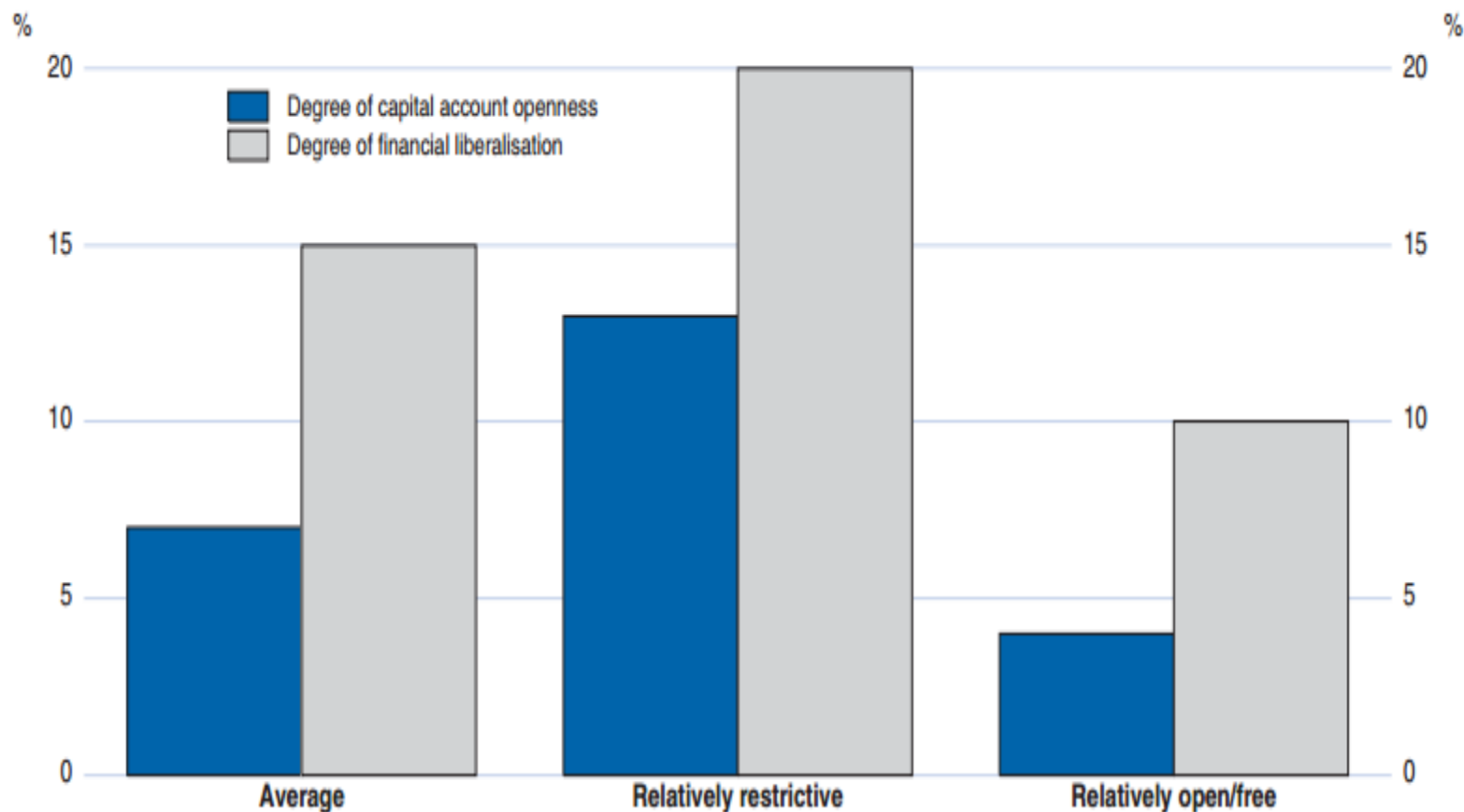
Nguồn: Federal Reserve Board.

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



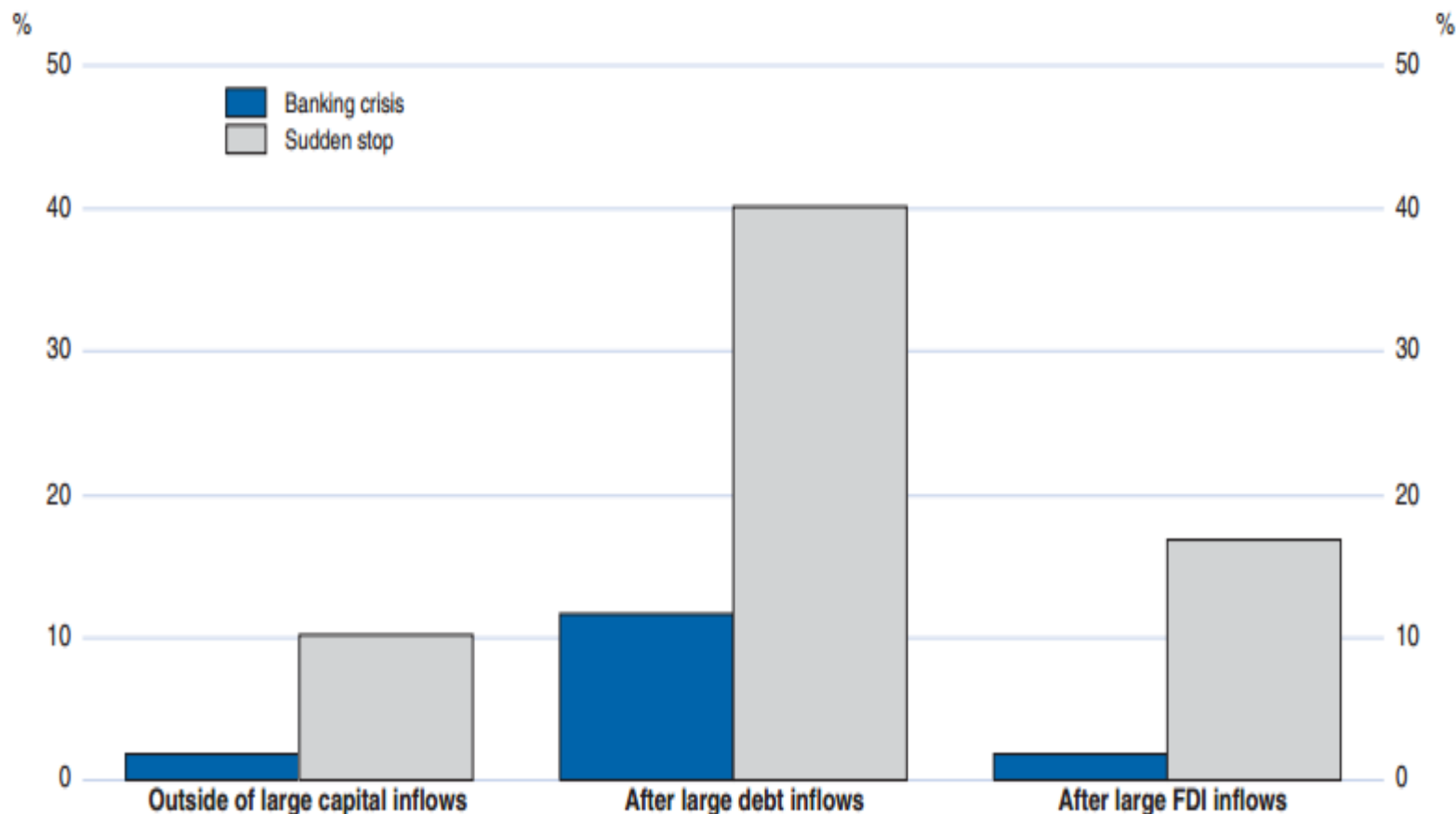
Nguồn: OECD calculations.

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

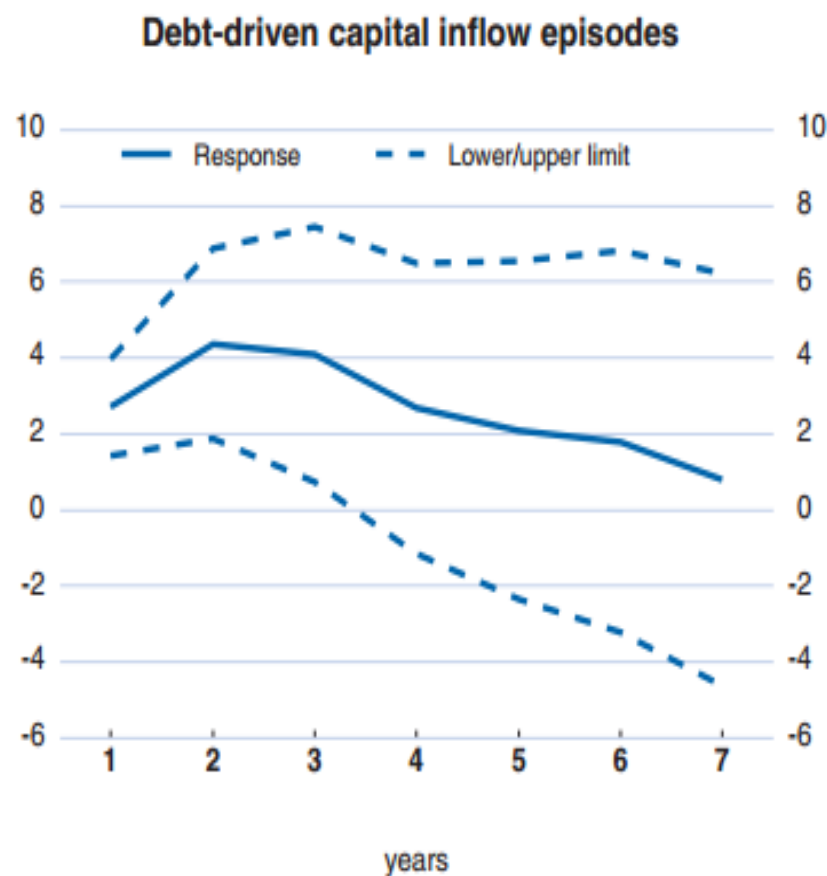
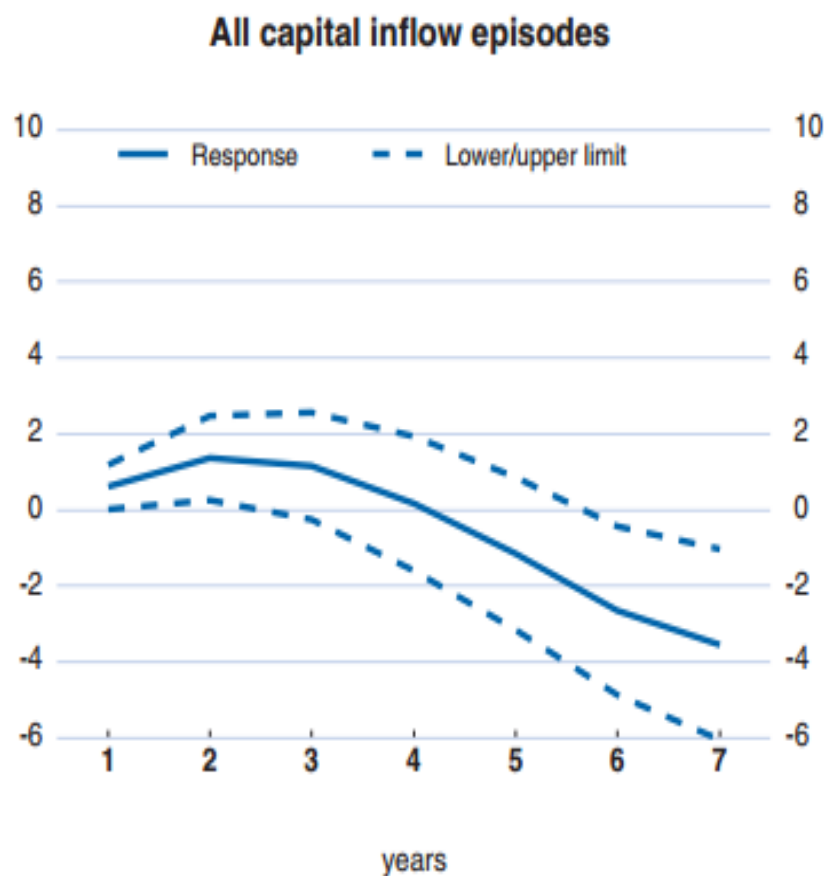


Nguồn: OECD calculations.

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 bổ 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.

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				

Nguồn: Shaghil Ahmed and Andrei Zlate 2013

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 lên 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 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.

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.

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

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

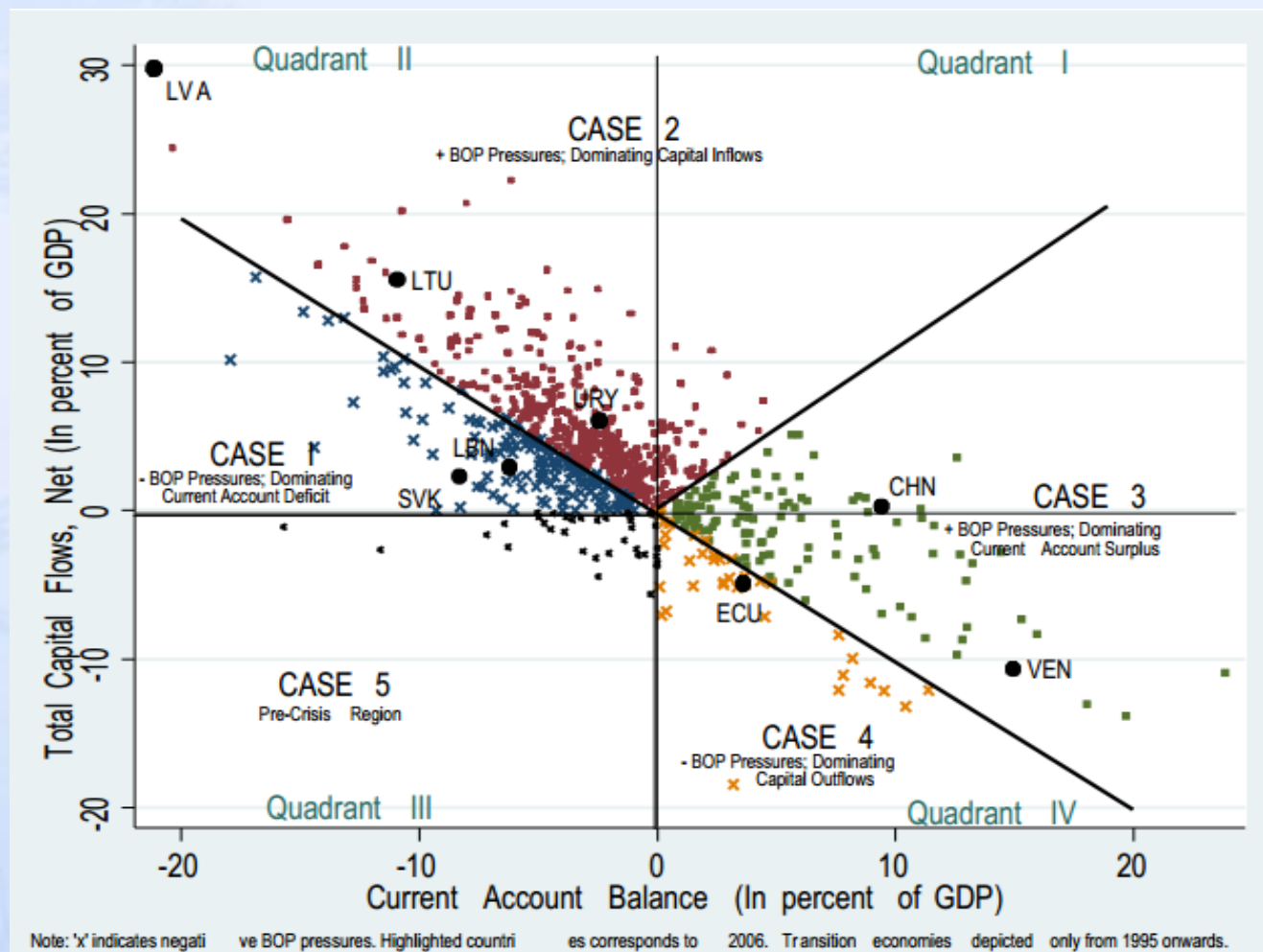
Hữu ích nếu như dòng vốn dịch chuyển qua ngân hàng hay FIs. Nếu không thì chỉ có tác dụng ở vòng 2 khi dòng vốn tác động làm tăng giá tài sản và mở rộng tín dụng thông qua FIs.

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.

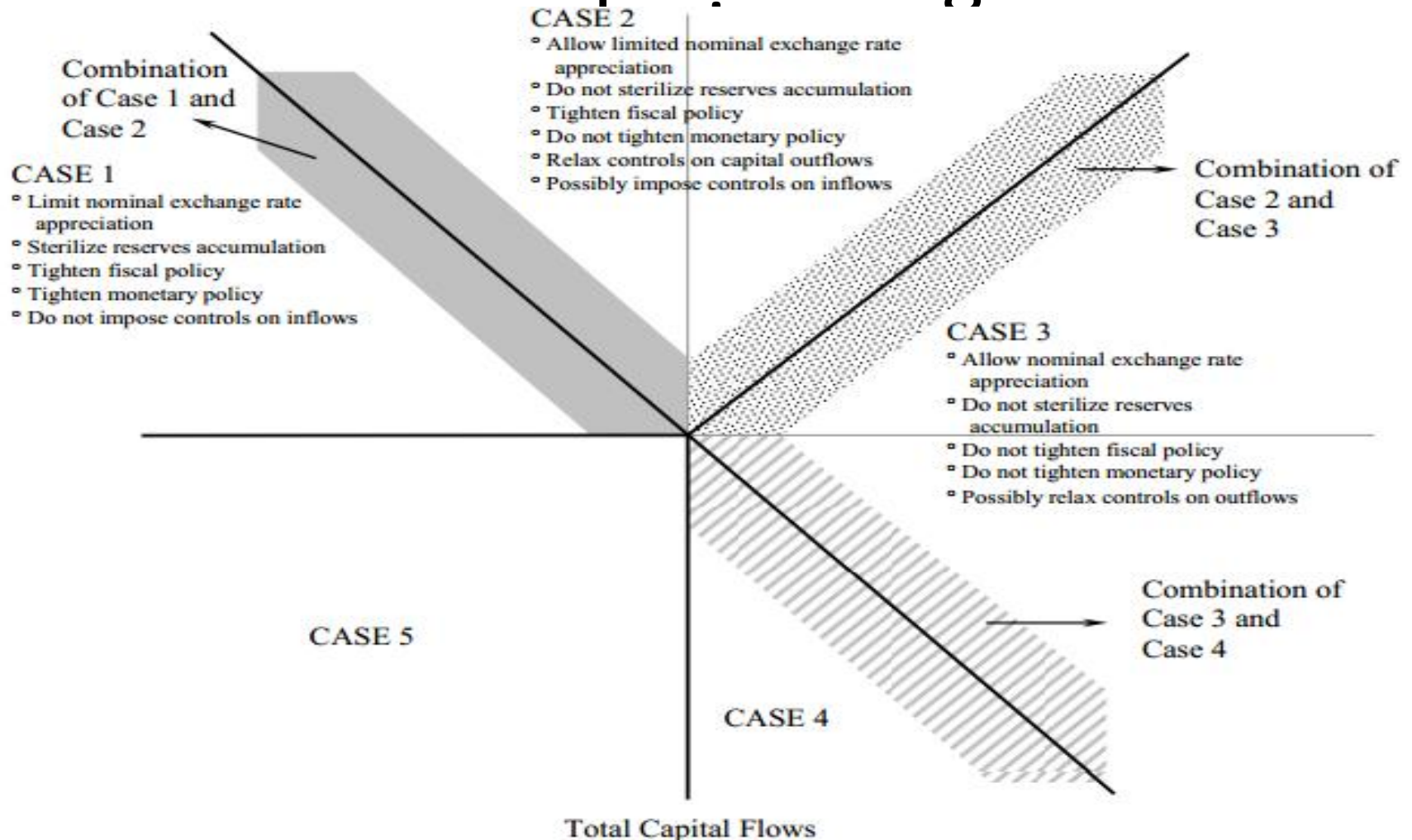
Các biện pháp xử lý vùng đệm của ngân hàng

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



Nguồn: Atish Ghosh et al., 2008

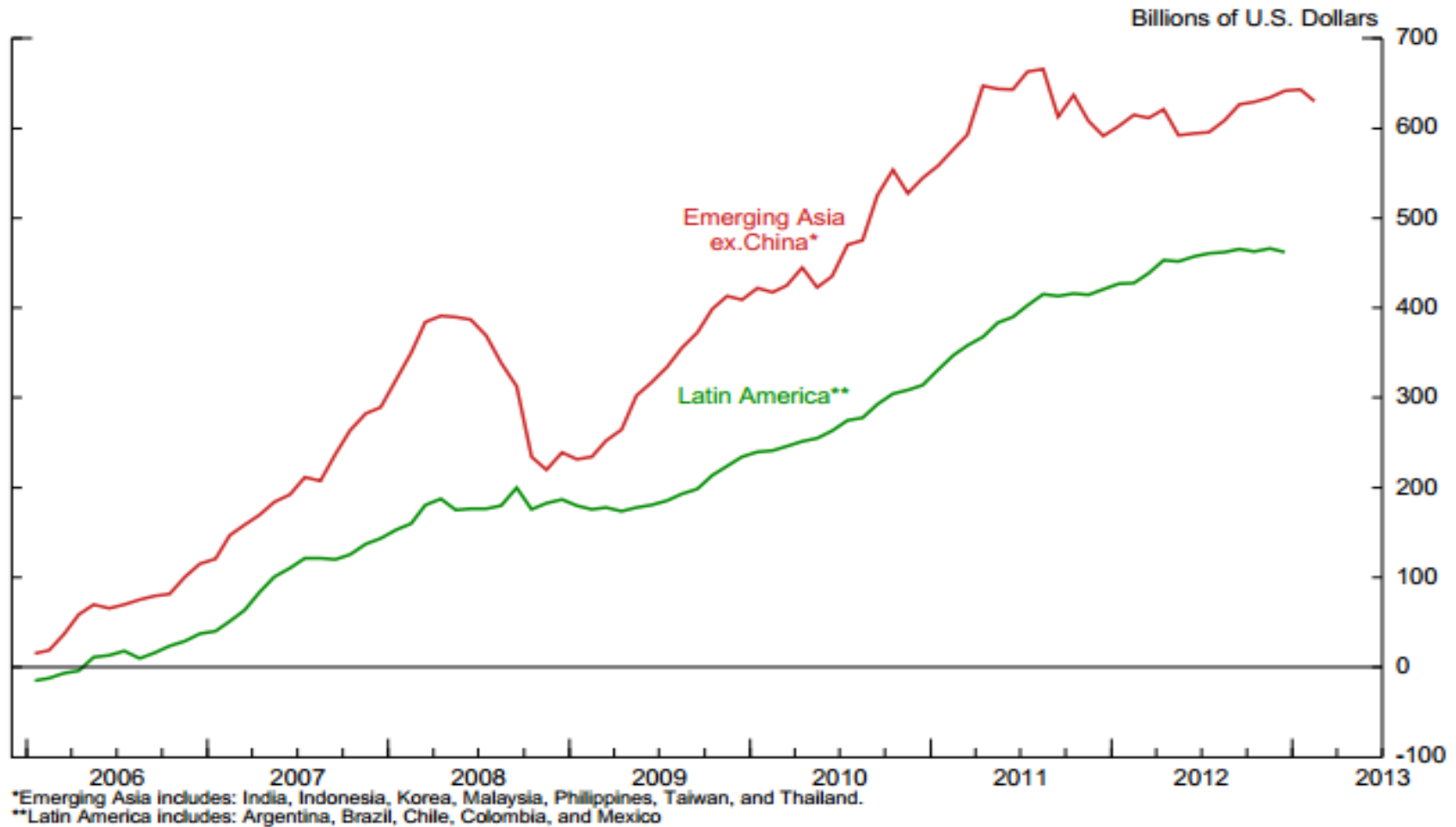
Phản ứng chính sách - cách tiếp cận dòng vốn



Vai trò của dự trữ ngoại tệ

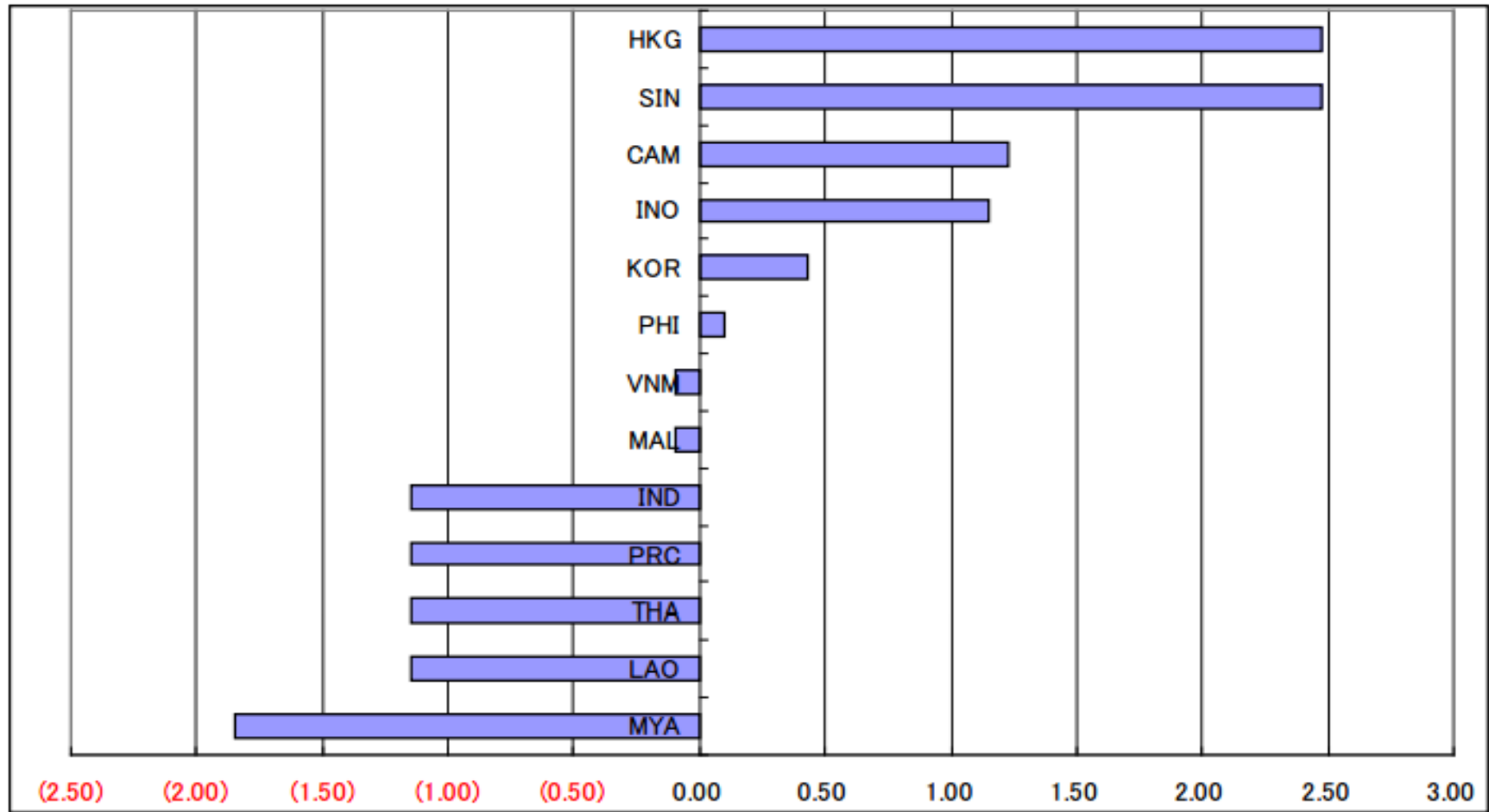
- Tổng dự trữ ngoại tệ mà các nước đang nắm giữ đã tăng từ mức 6% GDP của thế giới năm 1999 lên gần 15% GDP thế giới năm 2009, chủ yếu tập trung vào các nước châu Á và các nước xuất khẩu dầu.
- Dự trữ quốc tế có thể giúp các quốc gia tự bảo vệ mình trước các nguy cơ khủng hoảng tiền tệ do sự tháo chạy của dòng vốn.
- Tuy nhiên, mức tích lũy ngoại tệ của một số quốc gia đã vượt xa các giới hạn dự trữ cần thiết, làm mất cân bằng dòng chảy vốn quốc tế và cán cân thương mại của các nước.
- Trừ khi mức dự trữ ngoại tệ vẫn chưa đủ theo quan điểm tự vệ, việc tích lũy dự trữ ngoại tệ để bình ổn tỷ giá thường là tốn kém mà không phải bao giờ cũng hiệu quả.
- Theo truyền thống, việc tích lũy ngoại tệ nhằm để trang trải nhu cầu nhập khẩu của quốc gia. Sau khủng hoảng 1997, sự quan tâm tập trung vào việc ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn.
- Có 2 nguyên nhân làm gia tăng dự trữ ngoại tệ của các nước:
 - * Hệ quả trực tiếp của chiến lược tăng trưởng dựa vào xuất khẩu và việc duy trì giá trị thực thấp của đồng nội tệ. Dự trữ cũng được tích lũy như là hệ quả của nỗ lực giảm nhẹ sự biến động tỷ giá ngắn hạn.
 - * Phương tiện tự bảo vệ chống lại nguy cơ khủng hoảng tiền tệ hay còn gọi là khủng hoảng cán cân thanh toán của các nước, bao gồm cả việc đối phó với cú dòn đột ngột, hay chỉ là giảm nhẹ tác động của sự tháo ra tạm thời của dòng vốn.

Tích lũy dự trữ ngoại tệ ở các nền kinh tế mới nổi



Vấn đề Việt Nam và các nước mới nổi châu Á

- Độ mở tài khoản vốn 2009 (de jure)



Nguồn: Chinn and Ito, 2009

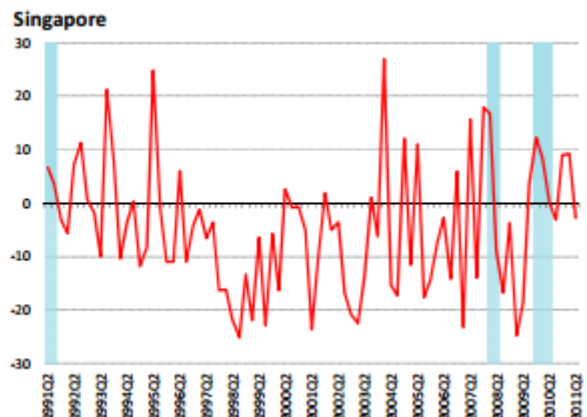
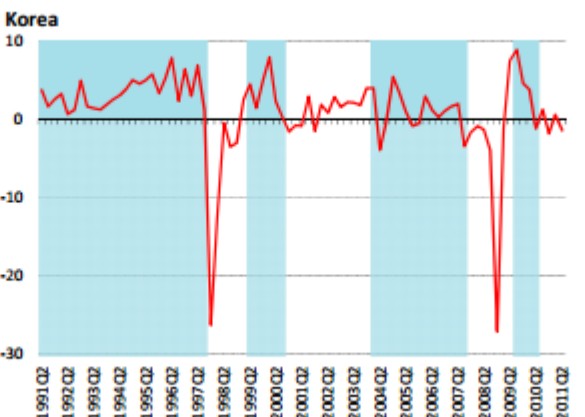
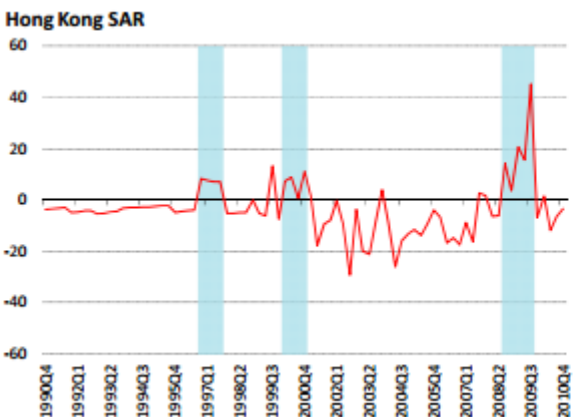
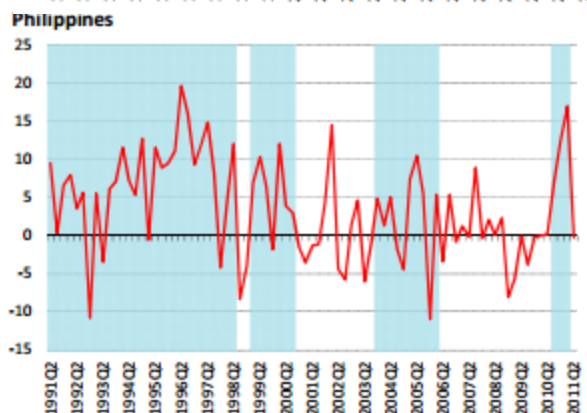
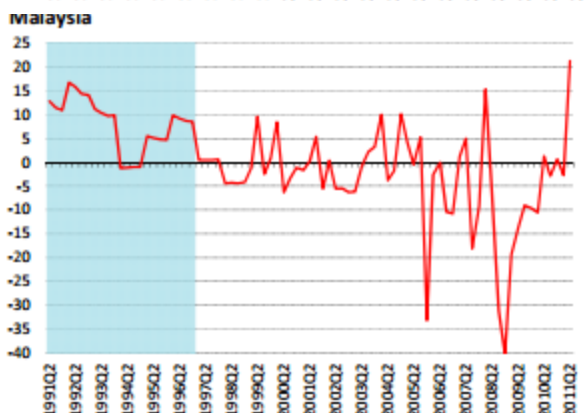
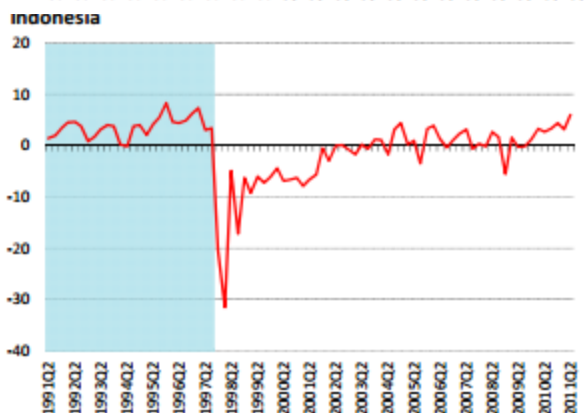
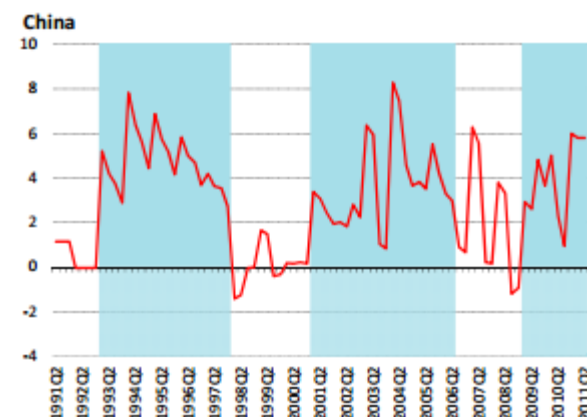
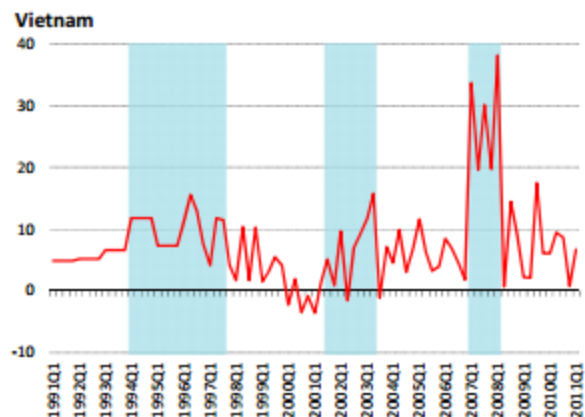
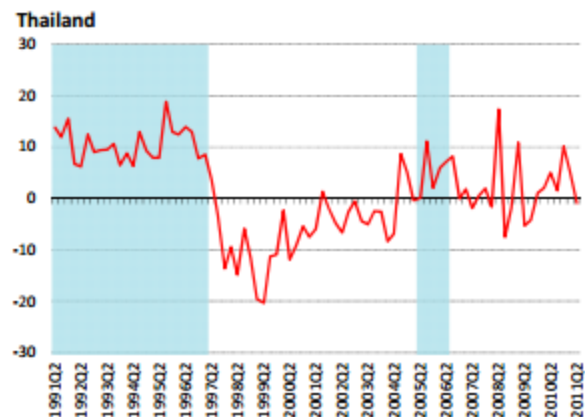
Tài sản có và tài sản nợ nước ngoài so với GDP ở các nước mới nổi châu Á 1990 – 2009 (%)

Economies	1990	1995	2000	2005	2009
Cambodia (CAM)		96.3	176.8	145.2	156.0
China, People's Republic of (PRC)	38.9	58.7	84.7	90.6	108.3
Hong Kong, China (HKG)	1462.9	1338.6	1246.5	1434.5	2097.1
India (IND)	30.2	39.7	42.3	49.1	64.1
Indonesia (INO)	80.6	86.2	136.8	86.1	76.9
Korea, Republic of (KOR)	35.4	50.9	82.7	107.5	161.9
Lao PDR (LAO)	215.3	147.5	198.7	148.0	153.2
Malaysia (MAL)	121.6	160.8	185.5	183.9	242.2
Philippines (PHI)	95.0	97.3	143.3	114.7	99.2
Singapore (SIN)	361.3	419.5	809.5	966.7	1216.4
Taipei, China (TAP)	103.4	97.7	132.3	257.0	369.7
Thailand (THA)	68.8	114.4	142.7	135.1	168.0
Viet Nam (VNM)		96.2	110.7	100.2	129.8

Ghi chú: Số liệu mới nhất của Việt Nam chỉ đến 2007

Nguồn: Kawai et al. 2010

Biến động dòng vốn tư nhân ròng vào Việt Nam so sánh với các nước

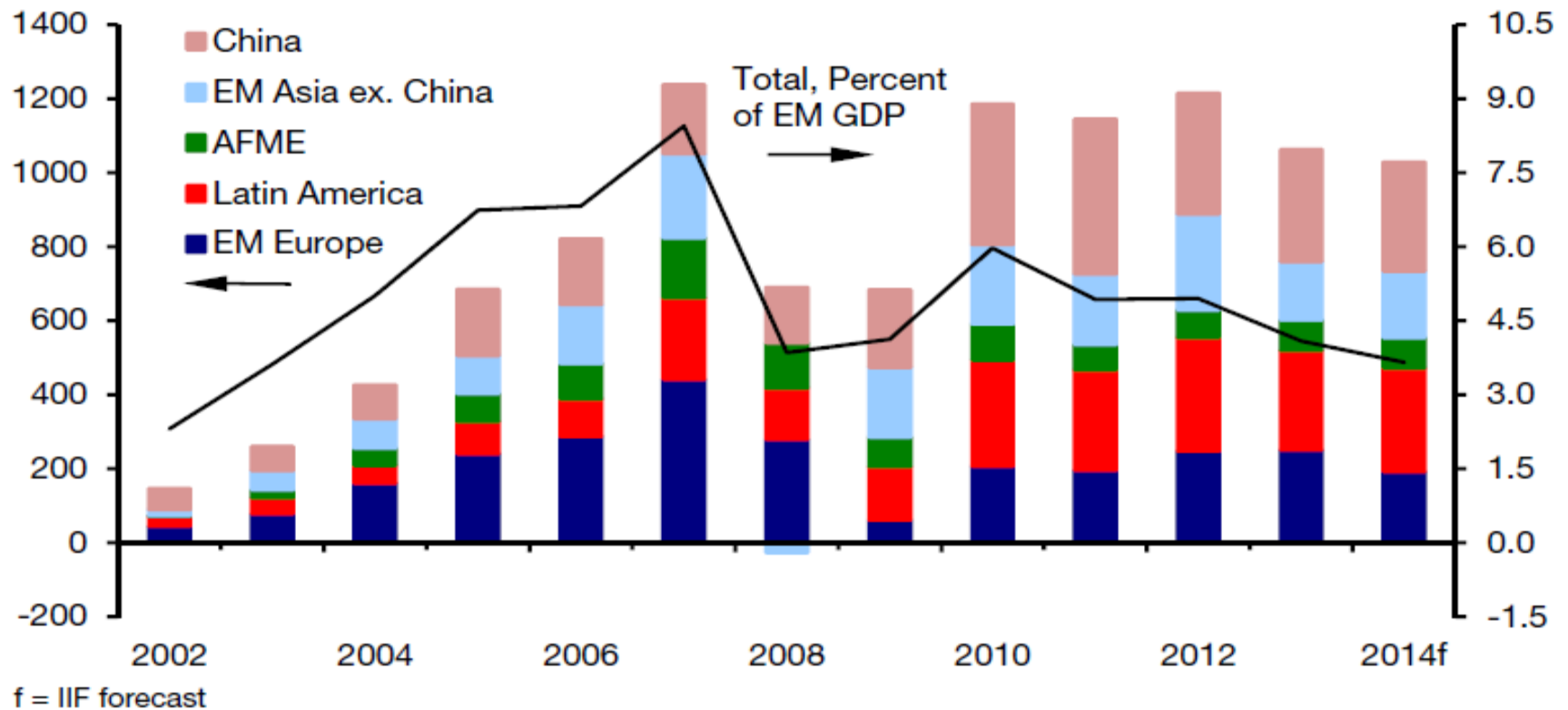


BOP của Việt Nam (triệu USD)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Cán cân vãng lai</i>	-560	-164	-6953	-10823	-6608	-4276	236	9009
Cán cân thương mại	-2735	-2784	-11193	-13733	-10028	-7597	-3430	9884
Thu nhập đầu tư	-1205	-1429	-2190	-4401	-3028	-4564	-5019	-6026
Kiều hối và chuyển giao khác	3380	4049	6430	7311	6448	7885	8685	5151
<i>Cán cân vốn và tài chính</i>	3032	3057	17711	12302	6717	6163	6357	7775
Viện trợ chính thức	866	994	2250	953	4435	2713		3166
Đầu tư trực tiếp	1954	2400	6700	9579	7600	8000	7430	7168
Đầu tư gián tiếp	865	1313	6243	-578	-71	2370	1412	1999
Đầu tư khác	278	-571	4952	3601	-112	-3307		191
Tín dụng thương mại	46	-30	79	1971	256	1043		1294
Các khoản khác	-931	-1079	-2434	-1253	-5135	-3613		-6043
<i>Sai số và thiếu sót</i>	-396	1398	-578	-1045	-9022	-3690	-5475	-4916
<i>Cán cân thanh toán</i>	2076	4291	10180	434	-8913	-1803	1118	11868

Xu hướng dòng vốn quốc tế

Emerging Market Private Capital Inflows, Net
\$ billion



Câu hỏi ôn tập

- * Phản ứng của chính sách nên như thế nào trước sự bùng phát của dòng vốn quốc tế dựa vào các trạng thái của BOP cũng như nguồn gốc của những áp lực tác động lên BOP?
- * Các nền kinh tế mới nổi có thể đưa ra các phản ứng chính sách như thế nào tương ứng với các tình huống của BOP?
- * Có những trở ngại nào khiến cho việc thực thi các chính sách không đạt được hiệu quả, qua đó đòi hỏi cần một sự phối hợp chính sách?
- * Kinh nghiệm các nước đã sử dụng những công cụ gì để kiểm soát tài khoản vốn?
- * Bài học cho kiểm soát dòng vốn ở Việt Nam là gì?