

Cán cân vãng lai (CA) thâm hụt đến mức nào thì trở nên nguy hiểm?

Bài học gì cho Việt Nam?

Châu Văn Thành

2017



Đồng nhất thức quan trọng

Tổng sản phẩm trong nước (GDP)

- $GDP = C + I + G + X - M$

Tổng thu nhập quốc dân (GNP hay GNI)

- $GNI = GDP + NFP$
- NFP: Net Factor Payments from Abroad

Tổng thu nhập khả dụng quốc gia (GNDI)

- $GNDI = GNI + NTR$
- NTR: Net Transfers from abroad

Tổng chi tiêu trong nước (Domestic Absorption)

- $A = C + I + G$

Cán cân vãng lai (Current Account)

- **$CA = X - M + NFP + NTR$**

Cán cân thương mại (Trade Balance, Net Exports)

- **$TB = NX = X - M$**

Phân biệt

Phân tích từ GDP

- $GDP - A = NX$
- $Sd - I = NX$
- $GDP - A = Sd - I$
- $A = C + I + G$
- $Sd = GDP - C - G$

Phân tích từ GNDI

- $GNDI - A = CA$
- $S - I = CA$
- $GNDI - A = S - I$
- $A = C + I + G$
- $S = GNDI - C - G$

Các tiếp cận này sẽ đơn giản hơn nếu giả sử NFP và NTR là không đáng kể $\Rightarrow NX = CA$

Ghi chú: $Sd = Sp + Sg = Sp + (T - G)$

4 cách viết cán cân tài khoản vãng lai CA

- Cán cân tài khoản vãng lai (CAB) có thể được định nghĩa theo nhiều cách, tất cả đều cộng lại thành một kết quả:
 1. $CA = \text{Cán cân hàng hóa và dịch vụ bán và mua từ ROW}$
 2. $CA = \text{Cán cân giữa thu nhập và chi tiêu}$
 3. $CA = \text{Cán cân giữa tiết kiệm và đầu tư}$
 4. $CA = \text{Cán cân giữa cho vay và đi vay từ ROW}$

BOP – một ví dụ nhận dạng

	Nhận ngoại tệ (+)	Chi ngoại tệ (-)
Cán cân vãng lai (CA) Xuất khẩu Nhập khẩu		
Cán cân vốn và tài chính (KA) FDI FPI (FII) Vay/cho vay ... Sai và sót (EO)		
Thay đổi dự trữ ngoại tệ (ΔFR)		

Để đơn giản, giả sử EO không đáng kể và bằng 0

Các dòng tài trợ nước đang phát triển và thị trường mới nổi

- BOP với CA và KA. Tài trợ $CA < 0$ bằng cách nào?
 1. *Trái phiếu* (Bond finance) [tăng mạnh sau 1990s do tự do hóa thị trường chính]
 2. *Ngân hàng* (Bank finance) [đầu 1970s-cuối 1980s, giảm dần 1990s]
 3. *Vay chính thức* (Official lending) [WB, tỷ trọng giảm dần]
1, 2, 3: [**Debt finance**]
 4. *FDI* [nguồn vốn quan trọng từ sau WWII]
 5. *Cổ phiếu doanh nghiệp* (Portfolio investment in ownership of firms) [“tư nhân hóa” tăng mạnh đầu 1990s]
4,5: [**Equity finance**]
- Phân biệt “Debt finance” và “Equity finance” liên quan đến khả năng thanh toán khi quốc gia *suy thoái* hay *sốc TOT*.
- IMF: FDI và Non-FDI

Thâm hụt CA là luôn luôn xấu?

- Nền kinh tế mở:
 - Thu nhập nội địa $Y = C + I + G + X - M$
 - Chi tiêu nội địa $A = C + I + G$
- Ví dụ:
 - Thu nhập < Chi tiêu $\Rightarrow$?
 - Tài trợ?
 - Tài trợ ngắn hạn và dài hạn?
 - Thu nhập < Chi tiêu $\Rightarrow$ luôn luôn xấu?
 - Một cách hỏi khác: thâm hụt CA hay TB là luôn xấu?

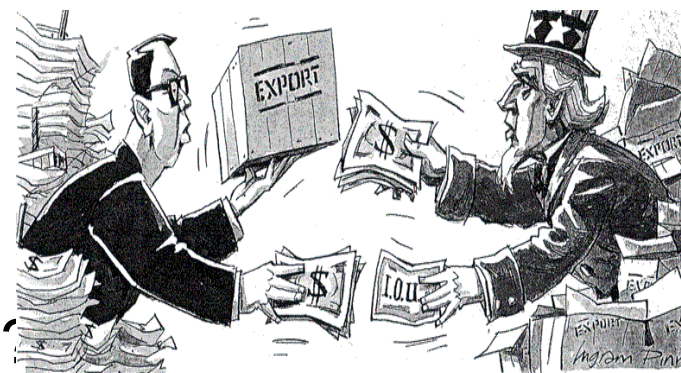
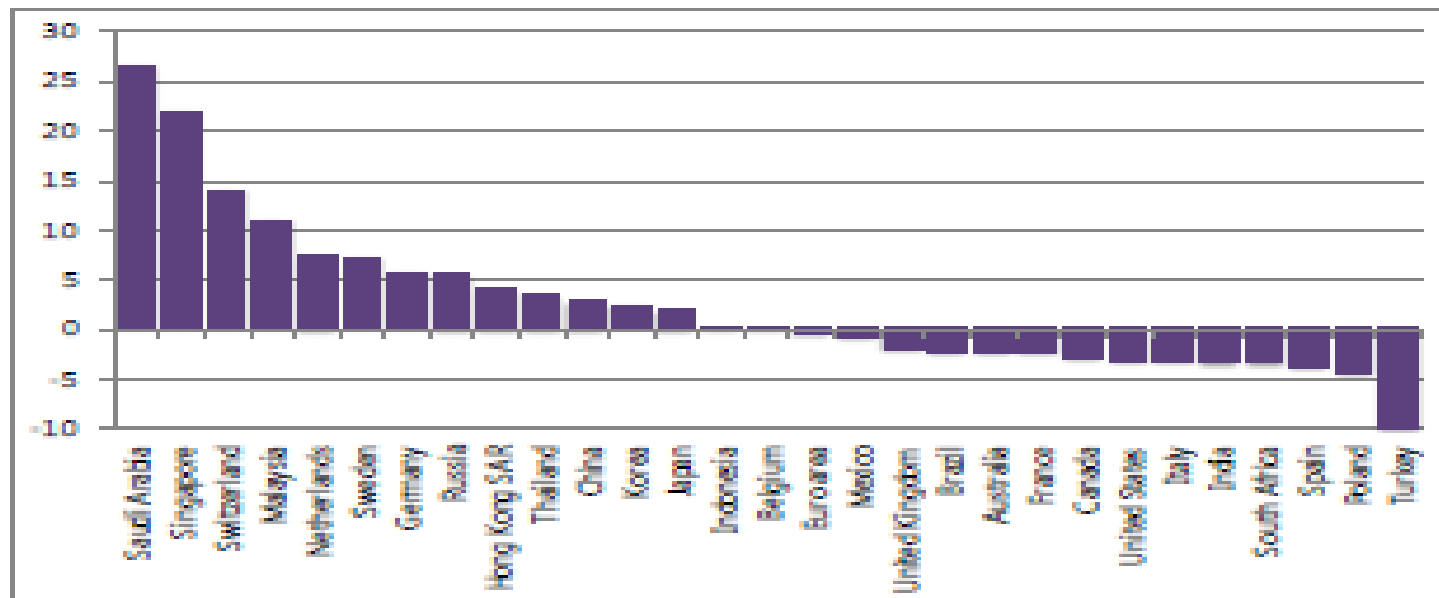
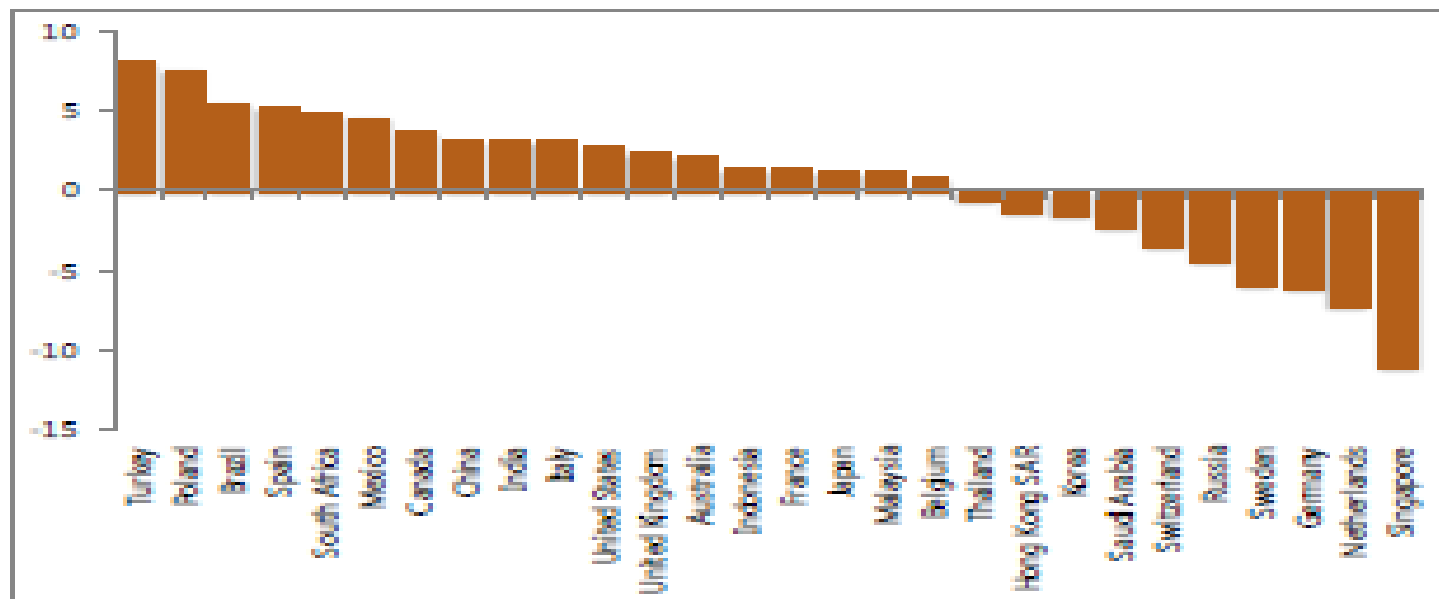


Figure A1. Current Account Balances, 2011
(Percent of GDP)



Source: IMF, World Economic Outlook Database

Figure A2. Net Capital Flows, 2011
(Percent of GDP)



Source: IMF, World Economic Outlook Database

Ở các nước thị trường mới nổi

- (1) 1976-1982 & 1990-96: vốn vào tài trợ CA<0
- (2) 2003-2008: CA>0 và tăng FR

1st boom
(recycling
petro-dollars)

stop
(international
debt crisis)

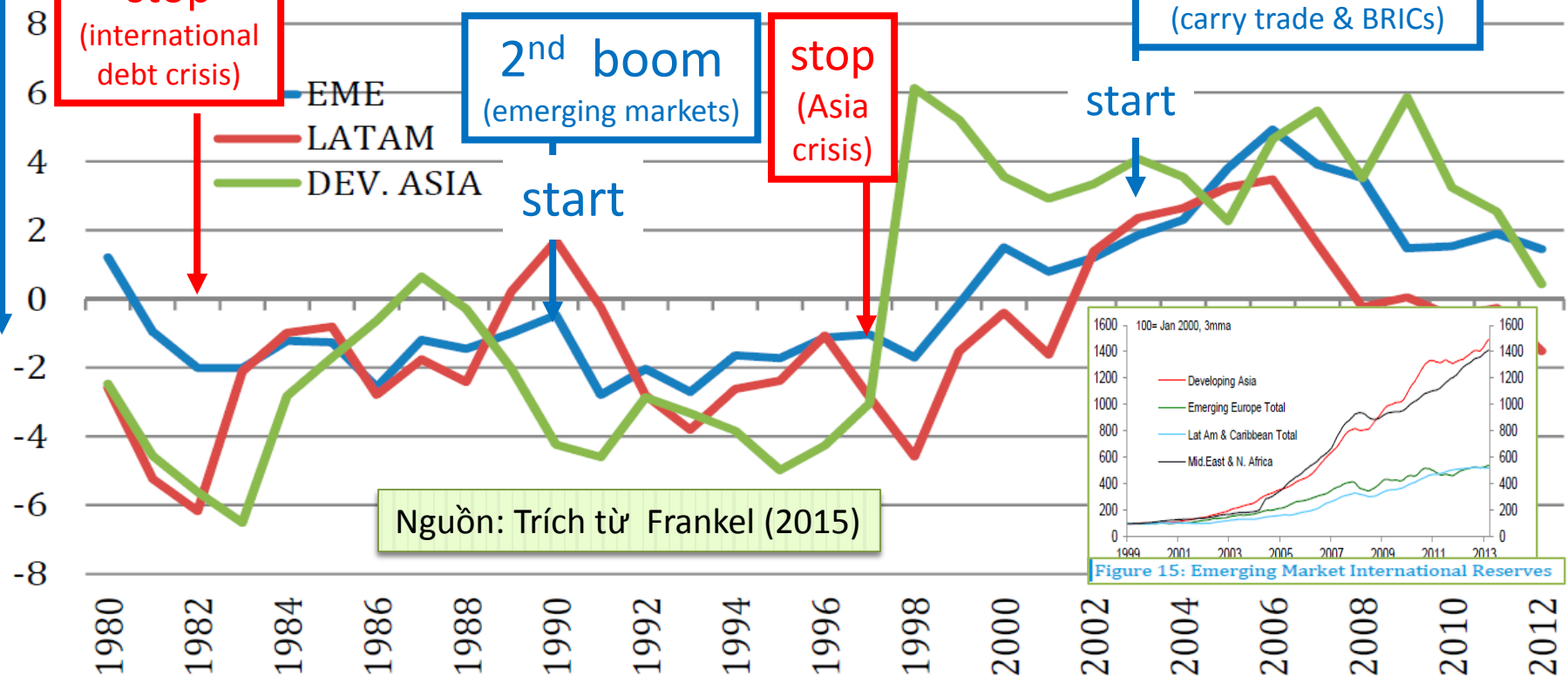
2nd boom
(emerging markets)

stop
(Asia
crisis)

Stop
(GFC 2008)

3rd boom
(carry trade & BRICs)

Figure 1. Current account balance
(% of GDP)



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

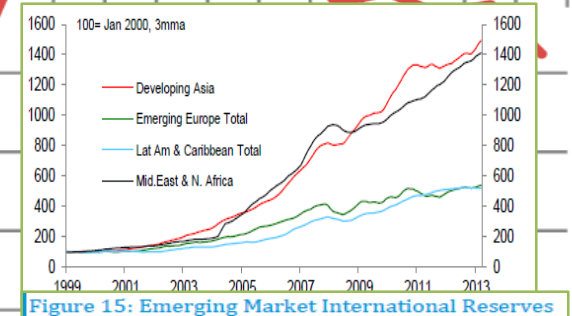
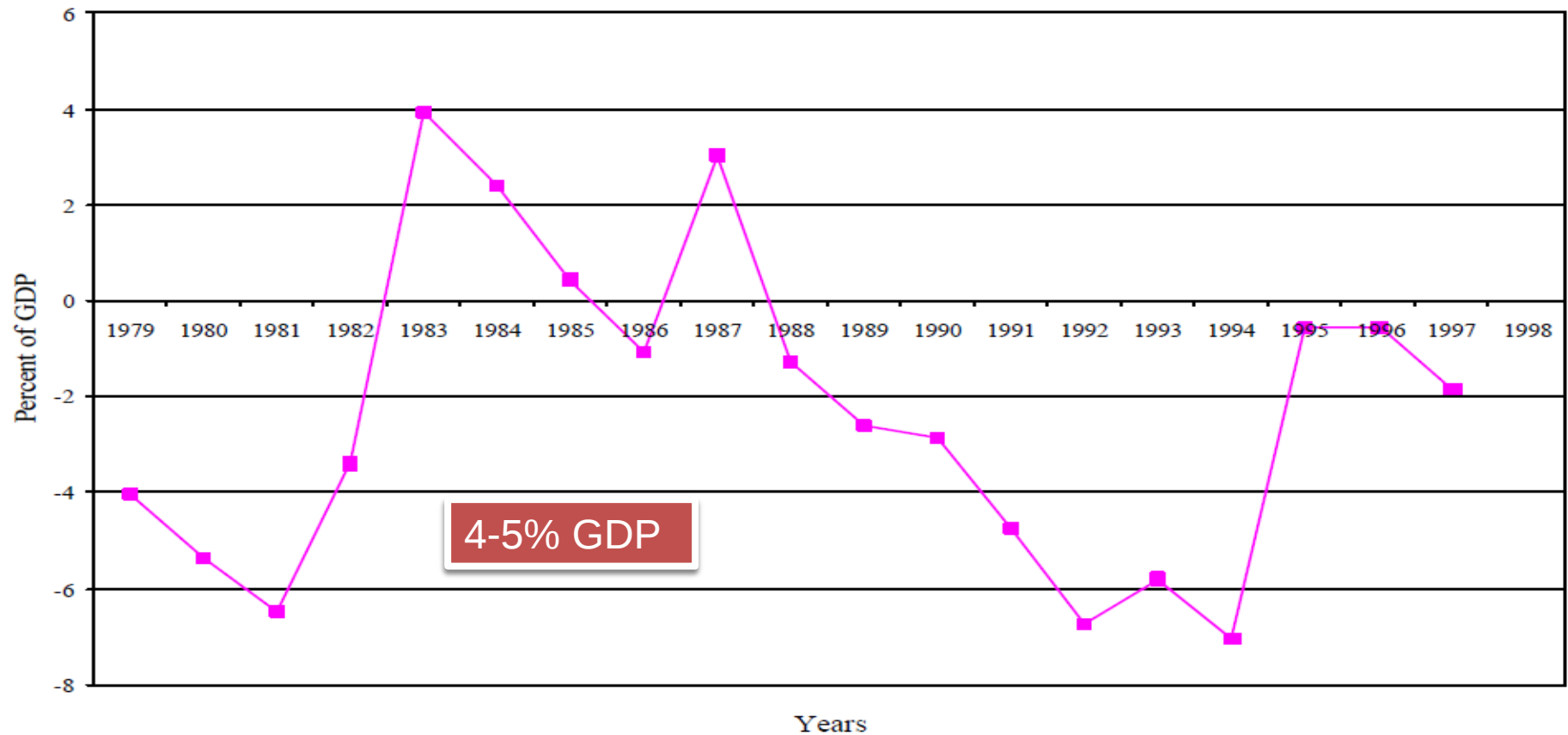


Figure 7.3
Current Account Balance



Source: IMF Statistics

Mexico

A Multi-Country Evaluation of Trade Imbalances

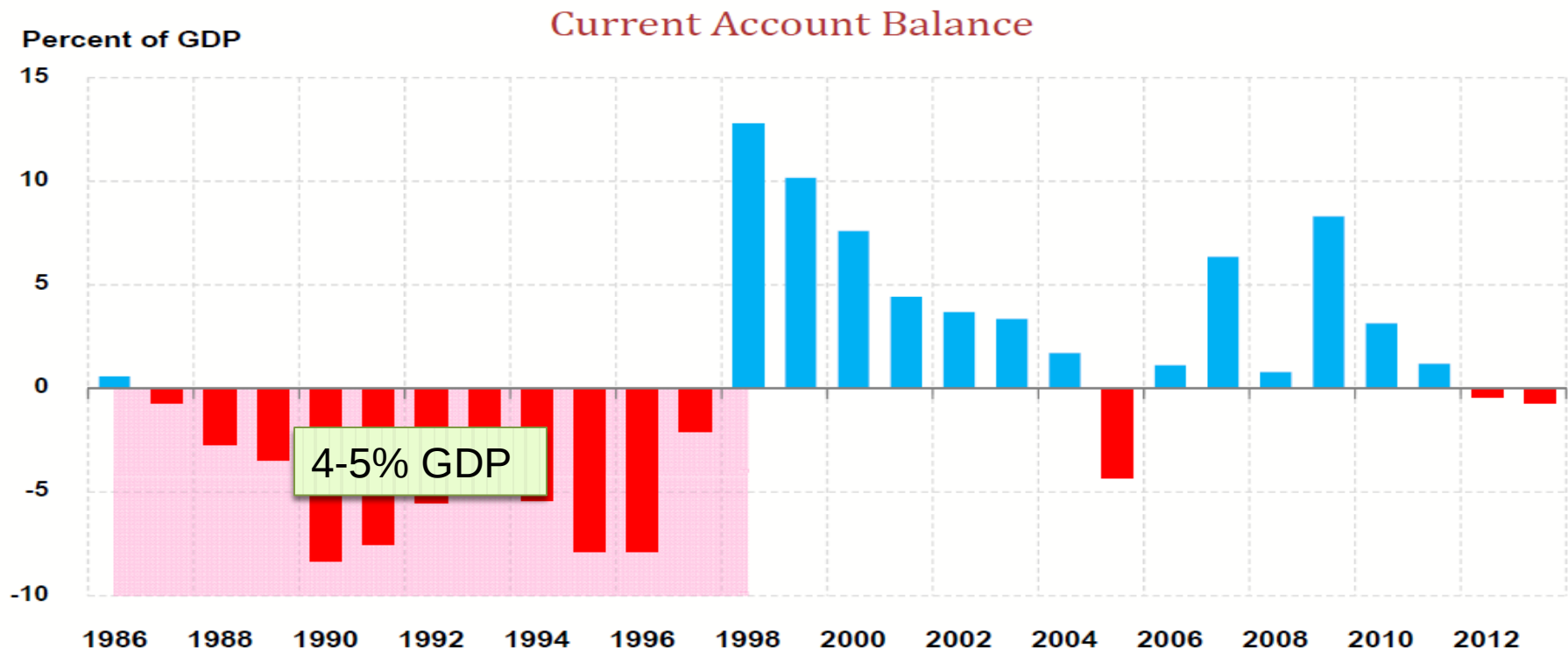
Mexico

Khủng hoảng 1980s, 1990s ngay sau khi CA thâm hụt!

by Megan P. Heckert, Rogerio G. Ramos, and Marcelo M. Wright



Persistently high current account deficits



Source: IMF World Economic Outlook Database, April 2014

11

Introduction to Thailand Case Study and its Relevance to Lao P.D.R.

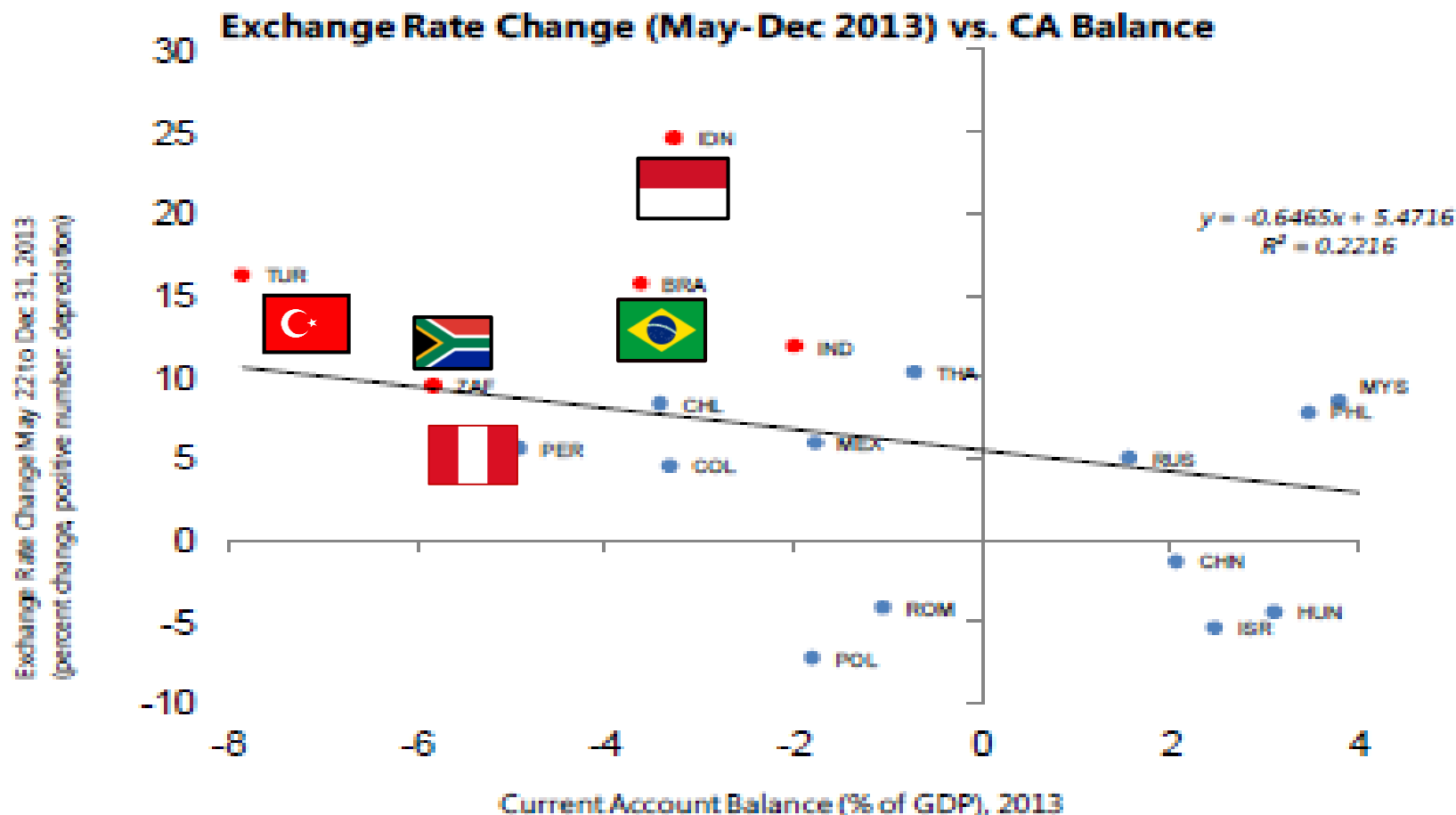
Financial Programming and Policies (FPP) Workshop
5 – 16 May 2014, Vangvieng, Lao P.D.R.

Suppakorn Chotika-arpa
Manatchai Jungtrakool
Bank of Thailand

Các nước EMs đứng vững trước khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008

- Nhờ bài học thập niên 1980s và 1990s
- Các chỉ báo sớm vận hành tốt
 - FR cao hơn
 - Tỷ giá hối đoái linh hoạt hơn
 - CA thâm hụt ít hơn
 - Nợ bằng ngoại tệ ít hơn (tăng vốn cổ phần và FDI, và nợ nội tệ)
 - Chính sách tài khóa ít thuận chu kỳ hơn (ngân sách chính phủ mạnh hơn vào giai đoạn bùng nổ 2003-2008)

Các nước có CA<0 bị tác động mất giá tiền tệ mạnh hơn sau “taper tantrum” vào 5/2013

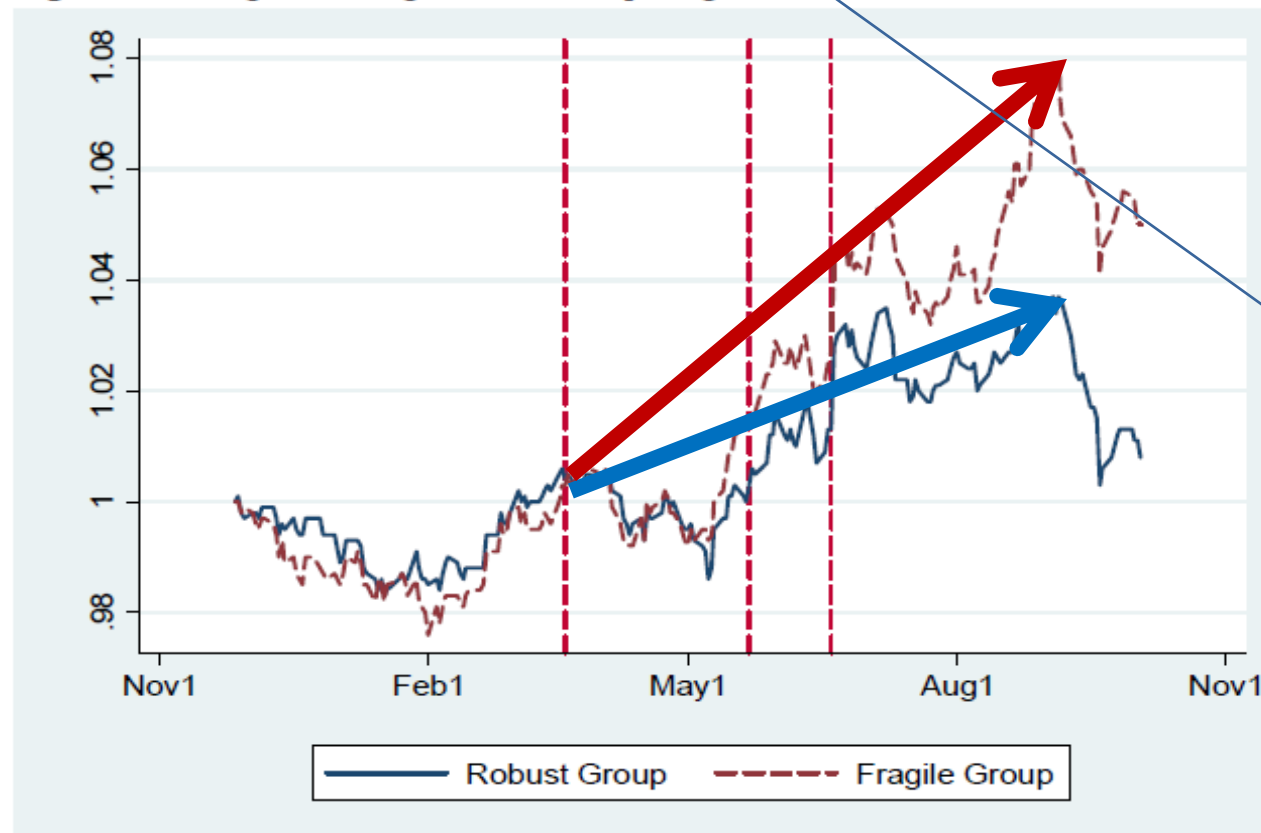


Source: Datastream, WEO and Staff Calculations

Mishra, Moriyama, N'Diaye & Nguyen,
“Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets,”
IMF WP 14/109 June 2014

Cuộc nói chuyện về khả năng tăng lãi suất của Fed kéo theo sự mất giá tiền tệ lớn ở nhóm **“fragile EMs”** so với nhóm khác

Figure 1: Foreign Exchange Rate and Tapering “Events”



Notes: Vertical dashed lines indicate Bernanke's tapering announcement dates (20 March 2013, 22 May 2013, 19 June 2013) as described in data section. For each country, nominal exchange rate (national currency per US dollar) index is constructed by setting equal “1” at the beginning of our sample, 27 November 2012. The (unweighted) average for “robust group” (Peru, Israel, South Korea, Malaysia, Philippines, Thailand, Bulgaria, Russia, Hungary) and “fragile group” (Turkey, South Africa, Argentina, Brazil, Chile, Columbia, Mexico, India, Indonesia, Pakistan, Ukraine, Czech Republic, Latvia, Lithuania, Poland, Romania) is taken on each day over the sample.

Aizenman, Binici & Hutchison, “The Transmission of Federal Reserve Tapering News to Emerging Financial Markets,” 2014 www.nber.org/papers/w19980.pdf

“We group emerging markets into those with ‘robust’ fundamentals (current account surpluses, high international reserves and low external debt) and those with ‘fragile’ fundamentals

and, intriguingly, find that the stronger group was more adversely exposed to tapering news than the weaker group. News of tapering coming from Chairman Bernanke is associated with much larger exchange rate depreciation, drops in the stock market, and increases in sovereign CDS spreads of the robust group compared with the fragile group.

A possible interpretation is that tapering news had less impact on countries that received fewer inflows of funds in the first instance.”

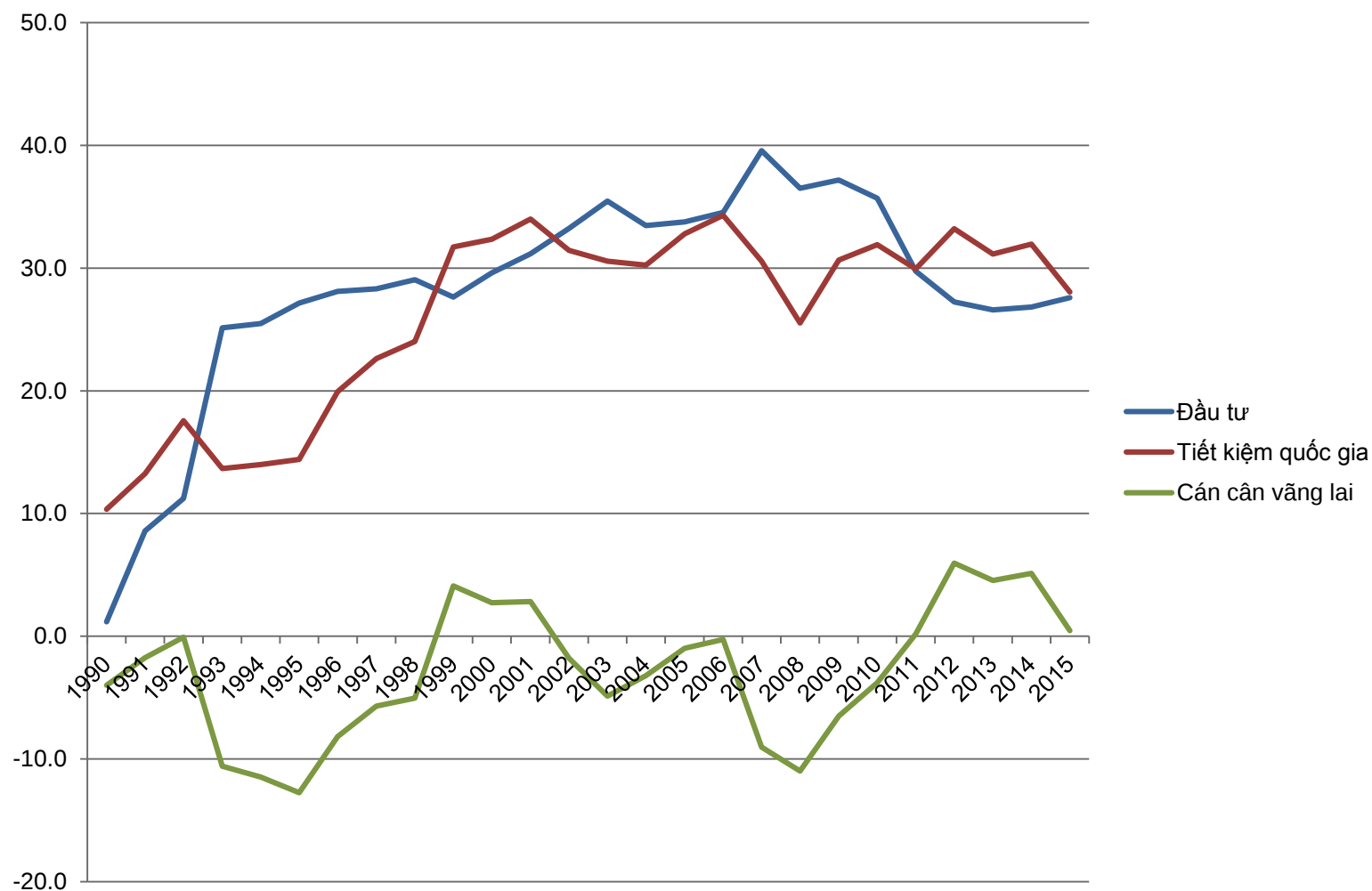
CA<0 lớn cỡ nào thì trở nên nguy hiểm?

- **Lý thuyết** tân cổ điển: một nước có K/L thấp thì CA<0 lớn có thể tốt. Vì sao?
 - **Thực tế**: nước có CA<0 lớn thường gặp trục trặc
 - **Quy tắc truyền thống**: “CA<0 # 4-5% GDP” là tín hiệu nguy hiểm
 - **Ngụy biện**: CA<0 không nguy hiểm nếu (T-G)=0, vì vậy vay là để **tài trợ khu vực tư nhân**
- Điều chỉnh sau Khủng hoảng Nợ **1980s [Mexico 1994 –]**
CA<0 không nguy hiểm nếu (T-G)=0 và tiết kiệm S cao, vì vậy vay để tài trợ khu vực tư nhân (đầu tư) hơn là tài trợ thâm hụt ngân sách hay tiêu dùng C
- Điều chỉnh sau Khủng hoảng Tài chính châu Á **[Thái Lan 1997 –]**
CA<0 không nguy hiểm nếu (T-G)=0, tiết kiệm S cao, và đầu tư I được phân bổ hiệu quả, vì vậy vay là để tài trợ đầu tư I sinh lợi cao hơn là tài trợ thâm hụt ngân sách hay tiêu dùng C (**hay dự án BĐS bỏ trống - Thailand & các dự án thép không cần thiết – Korea**)
- Khủng hoảng **GFC 2008?** [slide]
- 5/2013 “**taper tantrum**” 2013 – CA<0 nhiều thì bất ổn nhiều hơn

Biểu đồ 1: Cán cân vãng lai Việt Nam giai đoạn 1990-2015

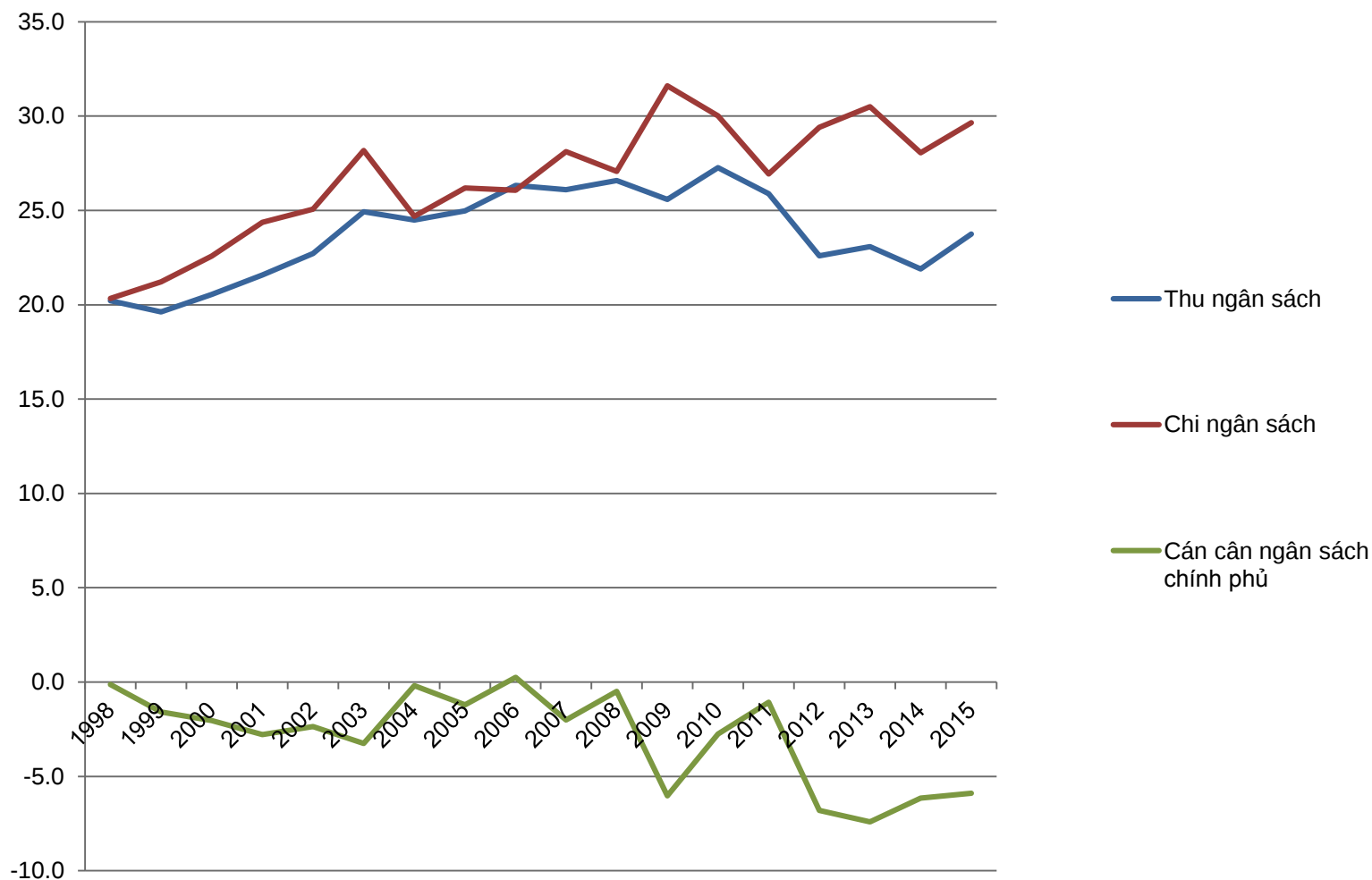
[Theo phần trăm của GDP]

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu IMF (2016)



Biểu đồ 2: Ngân sách chính phủ Việt Nam giai đoạn 1998-2015 ***[Theo phần trăm của GDP]***

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu IMF (2016)



Biểu đồ 3: Ngân sách chính phủ và cán cân vãng lai Việt Nam giai đoạn 1998-2015 [Theo phần trăm của GDP]

Nguồn: Tính toán từ dữ liệu IMF (2016)

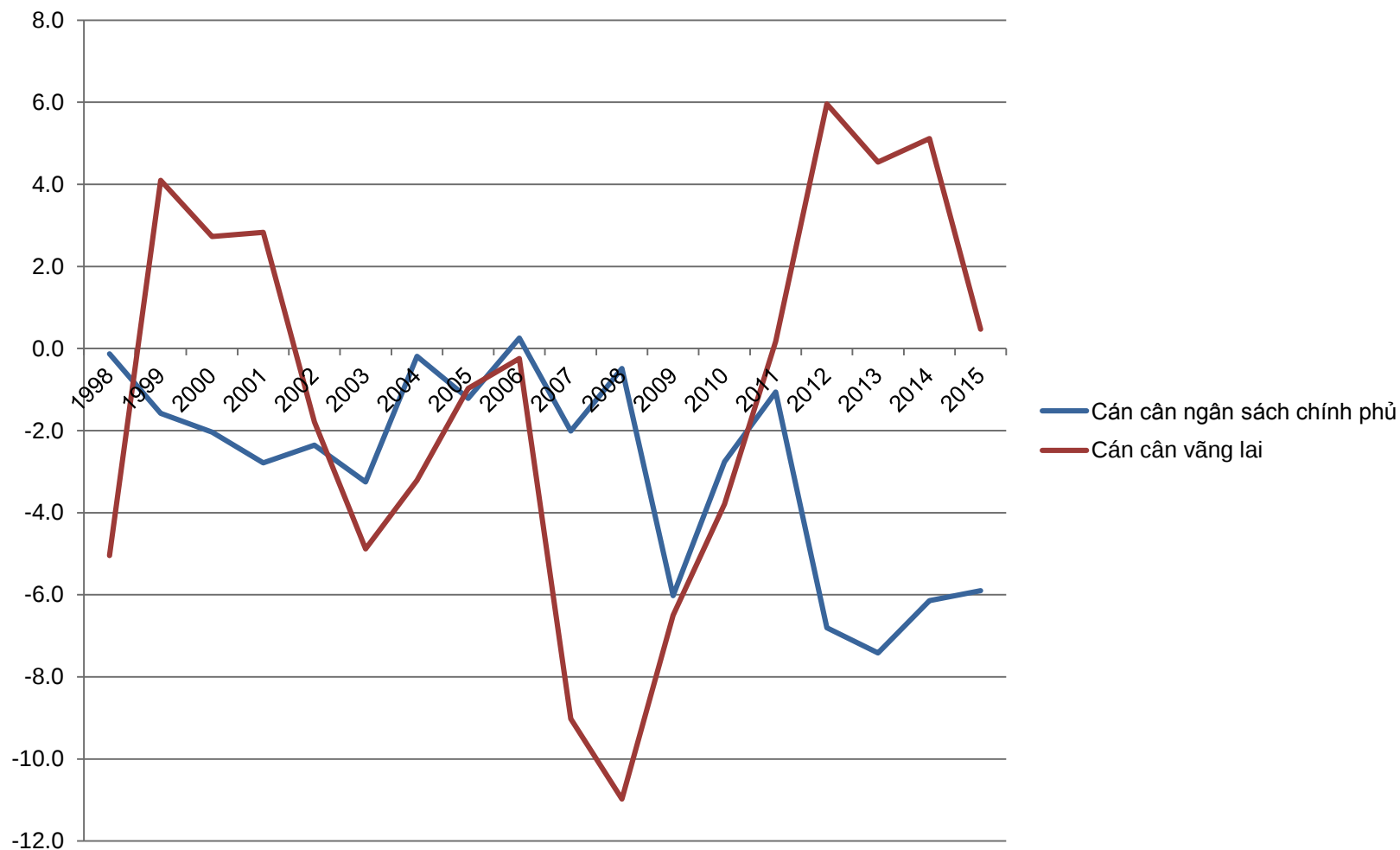


Table 2. Vietnam: Balance of Payments, 2009-15 1/

(In billions of U.S. dollars, unless otherwise indicated)

	2009	2010	2011	2012	Est. 2013	Projection	
						2014	2015
Current account balance	-6.6	-4.3	0.2	9.3	9.5	7.8	7.0
Trade balance	-7.6	-5.1	-0.4	8.7	8.7	6.2	6.0
Exports, f.o.b.	57.1	72.2	96.9	114.5	132.1	149.7	164.1
Imports, f.o.b.	64.7	77.4	97.4	105.8	123.4	143.5	158.1
Nonfactor services	-2.4	-2.5	-3.2	-1.4	-1.4	-2.3	-2.5
Receipts	5.8	7.5	8.7	9.6	10.5	11.7	12.7
Payments	8.2	9.9	11.9	11.1	11.9	14.0	15.1
Investment income	-3.0	-4.6	-4.8	-6.2	-7.3	-5.8	-6.5
Receipts	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Payments	3.8	5.0	5.2	6.5	7.6	6.1	6.7
Transfers	6.4	7.9	8.7	8.2	9.5	9.7	10.0
Private (net)	6.0	7.6	8.3	7.9	8.9	9.1	9.4
Official (net)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.6	0.6	0.5
Capital and financial account balance	6.8	6.2	6.5	8.7	-0.2	4.3	3.8
Direct investment (net)	6.9	7.1	6.6	7.2	6.9	7.0	7.2
Of which: Foreign direct investment in Vietnam	7.6	8.0	7.5	8.4	8.9	9.1	9.4
Portfolio investment	-0.1	2.4	1.5	2.0	1.5	1.9	2.0
Medium- and long-term loans	4.5	2.8	3.3	4.3	3.4	4.2	3.8
Disbursements	6.1	4.7	5.7	7.8	8.1	7.9	7.2
ODA loans	6.9	3.9	7.1	6.6	5.0	5.0	5.8
Commercial loans	-0.8	0.8	-1.4	1.2	3.1	2.9	1.4
Amortization	1.7	1.9	2.4	3.5	4.7	3.7	3.4
Short-term capital 2/	-4.5	-6.0	-4.8	-4.7	-11.9	-8.8	-9.2
Net foreign assets	-4.8	-7.1	-6.4	-6.0	-12.0	-11.8	-7.1
Of which: Commercial banks	...	-0.5	0.4	0.1	-2.3	-0.3	-0.2
Trade credit (net)	0.3	1.0	1.6	1.3	0.1	0.7	0.5
Other short-term capital	...	...	...	...	...	2.5	-2.5
Errors and omissions	-9.0	-3.7	-5.6	-6.1	-8.8	0.0	0.0
Overall balance	-8.9	-1.8	1.1	11.9	0.6	12.0	10.8
Memorandum items:							
Gross international reserves 3/	14.1	12.4	13.5	25.4	26.0	38.0	48.8
In months of prospective GNFS imports	1.9	1.4	1.4	2.3	2.0	2.6	3.1
Current account balance (in percent of GDP)	-6.5	-3.8	0.2	6.0	5.6	4.1	3.4
Export value (percent change)	-8.9	26.5	34.2	18.2	15.4	13.3	9.7
Export value (in percent of GDP)	56.2	64.1	72.0	73.6	77.5	79.7	80.2
Import value (percent change)	-14.3	19.6	25.8	8.7	16.6	16.2	10.2
Import value (in percent of GDP)	63.7	68.6	72.3	68.0	72.4	76.4	77.3
External debt	37.2	43.0	51.3	59.2	65.5	70.5	77.2
In percent of GDP 4/	38.0	38.8	38.8	38.0	38.5	38.1	38.3
GDP	101.6	112.8	134.6	155.6	170.6	187.8	204.5

Sources: Vietnamese authorities; and IMF staff estimates and projections.

1/ Data up to 2009 reflect an old presentation; from 2010, part of errors and omissions began to be reflected in net foreign assets.

2/ Incorporates a projection for negative errors and omissions going forward.

3/ Excludes government deposits; data for 2009 include the SDR allocation of SDR 267.1 million.

4/ Uses interbank exchange rate.

Table 1. Vietnam: Selected Economic Indicators, 2009–15 1/

	2009	2010	2011	2012	Est. 2013	Projections	
						2014	2015
Output							
Real GDP (percent change)	5.4	6.4	6.2	5.2	5.4	5.5	5.6
Prices (percent change)							
CPI (period average)	6.7	9.2	18.7	9.1	6.6	5.2	5.2
CPI (end of period)	6.5	11.7	18.1	6.8	6.0	5.3	5.0
Core inflation (end of period)	6.6	9.8	14.3	9.6	6.4	...	...
GDP deflator	6.2	12.1	21.3	10.9	4.8	6.4	6.2
General government finances (in percent of GDP) 2/							
Revenue and grants	25.6	27.3	25.9	22.6	22.9	20.3	20.1
Of which: Oil revenue	3.4	3.2	4.0	3.8	3.4	2.6	2.3
Expenditure	31.6	30.0	26.9	29.4	28.5	26.9	26.2
Expense	19.3	19.2	18.4	20.4	21.3	20.4	20.2
Net acquisition of nonfinancial assets	12.3	10.8	8.6	9.0	7.2	6.5	6.1
Net lending (+)/borrowing(-) 3/	-6.0	-2.8	-1.1	-6.8	-5.6	-6.6	-6.1
Public and publicly guaranteed debt (end of period)	46.9	48.4	46.7	48.5	51.6	54.8	57.1
Money and credit (percent change, end of period)							
Broad money (M2)	29.0	33.3	12.1	18.5	18.8	18.1	15.7
Credit to the economy	39.6	32.4	14.3	8.7	12.7	12.0	12.2
Interest rates (in percent, end of period)							
Nominal three-month deposit rate (households)	10.7	11.6	14.9	9.4	8.3	...	...
Nominal short-term lending rate (less than one year)	12.7	14.0	16.4	12.9	12.4	...	...
Balance of payments (in percent of GDP, unless otherwise indicated)							
Current account balance (including official transfers)	-6.5	-3.8	0.2	6.0	5.6	4.1	3.4
Exports f.o.b.	56.2	64.1	72.0	73.6	77.5	79.7	80.2
Imports f.o.b.	63.7	68.6	72.3	68.0	72.4	76.4	77.3
Capital and financial account	6.6	5.5	4.8	5.6	-0.1	2.3	1.9
Gross international reserves (in billions of U.S. dollars) 4/	14.1	12.4	13.5	25.4	26.0	38.0	48.8
In months of prospective GNFS imports	1.9	1.4	1.4	2.3	2.0	2.6	3.1
Total external debt (end of period)	38.0	38.8	38.8	38.0	38.5	38.1	38.3
Nominal exchange rate (dong/U.S. dollar, end of period)	18,479	19,498	21,035	20,825	21,105	...	...
Nominal effective exchange rate (end of period)	80.8	81.1	68.2	67.9	70.1	...	...
Real effective exchange rate (end of period)	116.0	117.4	122.5	127.5	136.1	...	...
Memorandum items:							
GDP (in trillions of dong at current market prices)	1,809	2,158	2,780	3,245	3,584	4,024	4,513
GDP (in billions of U.S. dollars)	101.6	112.8	134.6	155.6	170.6	187.8	204.5
Per capita GDP (in U.S. dollars)	1,181	1,297	1,532	1,753	1,902	2,073	2,233

Sources: Vietnamese authorities; and IMF staff estimates and projections.

1/ The national accounts has been re-based to 2010 from 1994 by the authorities.

2/ Follows the format of the *Government Finance Statistics Manual 2001*.

3/ Excludes net lending of the Vietnam Development Bank.

4/ Excludes government deposits.

Câu hỏi thảo luận

- Việt Nam:
 - 2 thập niên thâm hụt CA (TB)
 - CA gần đây thặng dư là chỉ báo an toàn?
- Bản chất BOP thặng dư Việt Nam nên được hiểu như thế nào cho đúng? [Chủ đề tiếp theo]
- BOP thặng dư “kép”, tăng FR và thách thức đối với chính sách tiền tệ [Chủ đề tiếp theo]