

TÁC ĐỘNG CỦA TIẾN TRÌNH GIA NHẬP WTO ĐẾN CÁN CÂN THANH TOÁN CỦA VIỆT NAM

PGS., TS. Nguyễn Trọng Hoài
ThS. Nguyễn Xuân Lâm
Trường ĐH Kinh tế TP.HCM

Tóm tắt: Nghiên cứu này phân tích tác động của tiến trình gia nhập WTO đến cán cân thanh toán (CCTT) của Việt Nam. Dựa vào số liệu giai đoạn 2002-2011, nghiên cứu so sánh, đối chiếu và đánh giá CCTT trong trước và sau khi Việt Nam gia nhập WTO. Các kết quả rút ra cho giai đoạn hậu gia nhập WTO như sau: (i) CCTT kém bền vững hơn, mức độ thâm hụt thương mại, thâm hụt vãng lai và lưu chuyển dòng vốn đều tăng lên; (ii) Cán cân tổng thể và các cán cân thành phần biến động sát với những cú sốc từ bên ngoài; (iii) Thu nhập đầu tư ròng có xu hướng đóng vai trò lớn hơn trong cán cân vãng lai; (iv) Đầu tư ra nước ngoài tăng lên đáng kể nhưng quy mô còn rất nhỏ, chưa giúp nền kinh tế có được “bảo hiểm” để chống lại sự dao động của chu kỳ kinh doanh nội địa; (v) Sự biến động trong dòng thương mại quốc tế và dòng vốn đầu tư nước ngoài (ĐTNN) là nguồn gốc chính gây nên tính thiếu bền vững của CCTT. Vì thế, để tạo lập sự bền vững cho CCTT thì các giải pháp cần hướng đến giảm thâm hụt thương mại và ổn định dòng vốn ĐTNN.

Từ khóa: Cán cân thanh toán, dòng vốn vào, thâm hụt thương mại, WTO. **NGHIÊN CỨU TRAO ĐỔI**

Giới thiệu

CCTT tóm tắt một cách có hệ thống các giao dịch của một nền kinh tế với phần còn lại của thế giới (IMF, 1993). Tài khoản vãng lai bao gồm các giao dịch ròng về hàng hóa, dịch vụ, thu nhập đầu tư và chuyển giao, tài khoản vốn bao gồm đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng, đầu tư gián tiếp ròng và các dòng lưu chuyển tài chính khác¹. Cuối cùng sự thay đổi dự trữ quốc tế sẽ cân bằng với cán cân tài khoản vãng lai và tài khoản vốn². Theo phương trình cân bằng tài khoản quốc gia, thâm hụt tài khoản vãng lai biểu thị sự hấp thu vượt mức (tiêu dùng cộng với đầu tư) trong tổng sản phẩm quốc gia tính theo

giá thị trường, hay tương tự là sự vượt mức của tổng đầu tư so với tiết kiệm nội địa.

Thâm hụt thương mại và thâm hụt tài khoản vãng lai thường được hiểu là nhập khẩu nhiều hơn xuất khẩu và tiêu dùng trong nước nhiều hơn sản xuất. Để có nguồn ngoại tệ trả cho các khoản nhập khẩu và thâm hụt này một quốc gia cần đến dòng vốn nước ngoài chảy vào. Vì vậy, thâm hụt thương mại (và tài khoản vãng lai) thường đi cùng với thặng dư trên tài khoản vốn. Tuy nhiên, nếu không có thặng dư trên tài khoản vốn, nước nhập siêu buộc phải sử dụng đến dự trữ ngoại hối để đáp ứng các nhu cầu nhập khẩu. Mặt khác, nếu dự trữ ngoại hối

¹ Tài khoản vốn là thuật ngữ mà một số nhà kinh tế học quen gọi theo ý nghĩa bao gồm các luồng vốn. Tuy nhiên, theo chuẩn mực hạch toán cán cân thanh toán thì tài khoản vốn thực chất được gọi là tài khoản tài chính (IMF, 1993).

² Sai số là mục thể hiện các sai số thống kê và thống kê bị thiếu.

không đủ đáp ứng, thì chắc chắn sẽ dẫn tới gây sức ép giảm giá nội tệ. Nói chung, thâm hụt tài khoản vãng lai là bền vững nếu nó dễ dàng được tài trợ bởi các dòng vốn vào đi kèm (Mann, 2002; Obstfeld và Rogoff, 2000). Tuy nhiên, mức độ bền vững của thâm hụt tài khoản vãng lai có thể là không rõ ràng, nếu chúng ta xét đến khả năng đảo chiều hoặc ngừng đột ngột của các dòng vốn vào (Milesi-Ferretti và Razin, 1998).

Tiến trình gia nhập WTO làm sâu sắc hơn những mối liên kết kinh tế quốc tế của Việt Nam. Những mối liên kết sâu sắc hơn như thế chắc chắn được phản ánh thông qua những diễn biến trong CCTT kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO. Đồng thời, tiến trình gia nhập WTO còn làm gia tăng sự liên hệ của nền kinh tế nội địa với chu kỳ kinh tế thế giới. Do đó, nền kinh tế Việt Nam trong tiến trình gia nhập WTO đã không chỉ phụ thuộc vào các yếu tố nội tại mà còn chịu tác động lớn hơn từ môi trường kinh tế bên ngoài. Hơn nữa, chỉ một thời gian ngắn sau khi Việt Nam trở thành thành viên của WTO, nền kinh tế lại phải hứng chịu tác động rất tiêu cực của cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu. Trong bối cảnh các điều kiện kinh tế quốc tế diễn biến phức tạp như vậy, cán cân tổng thể và các thành phần của nó có thể phải có những thay đổi lớn.

Dựa vào số liệu giai đoạn 2002-2011, nghiên cứu này áp dụng phân tích thống kê mô tả, kết hợp với so sánh và đối chiếu - năm năm trước và năm năm sau khi gia nhập WTO - để làm sáng tỏ những thay đổi trong CCTT. Mục tiêu của nghiên cứu là: (i) Đánh giá những thay đổi của cán cân tổng thể và các cán cân thành phần; (ii) Khảo sát sự tác động của cú sốc bên ngoài đến CCTT; (iii) Làm rõ sự bất định của dòng vốn vào; (iv) Xác định tầm quan trọng tương đối của đầu tư so với thương mại trong việc quyết định CCTT; (v) Rút ra một số hàm ý chính sách để tạo lập tính bền vững cho CCTT trong tương

lai. Trong phạm vi hiểu biết của tác giả, nghiên cứu này là nỗ lực đầu tiên phân tích một cách có hệ thống tác động của tiến trình gia nhập WTO đến CCTT của Việt Nam. Nghiên cứu cũng đánh giá và cung cấp tư liệu thực nghiệm một cách có hệ thống về những thay đổi trong cán cân bên ngoài của Việt Nam kể từ khi gia nhập WTO.

Nghiên cứu được cấu trúc như sau. Phần 2 phác thảo những cân đối lớn của CCTT tổng thể giai đoạn 2002-2011 để rút ra những so sánh sơ bộ về những thay đổi cơ bản trong trước và sau khi gia nhập WTO. Các phần 3 và 4 lần lượt đi vào phân tích chi tiết về những thay đổi trong cán cân vãng lai và cán cân vốn để làm rõ các kết quả thực sự trong dòng thương mại, dòng thu nhập và dòng vốn đầu tư. Phần 5 đánh giá tính bền vững của sự tài trợ cho cán cân tài khoản vãng lai và những rủi ro từ dòng vốn vào trên tài khoản vốn. Phần 6 kết luận nghiên cứu.

Tổng quan về cán cân thanh toán giai đoạn 2002-2011

CCTT là chỉ tiêu quan trọng của bất cứ một nền kinh tế nào³. Thặng dư hay thâm hụt là mối quan tâm cơ bản khi nghiên cứu CCTT của mỗi quốc gia. Tương tự, Việt Nam cũng làm như vậy. Bảng 1 thể hiện diễn biến của CCTT Việt Nam trong giai đoạn 2002-2011 và cho thấy cán cân tổng thể đã biến động mạnh, khó lường hơn rất nhiều kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO. Mặc dù đạt thặng dư lên đến 10,2 tỷ USD trong năm 2007 (gấp 2,4 lần so với năm 2006), nhưng cán cân tổng thể chỉ đạt thặng dư hơn 0,4 tỷ USD vào năm 2008 và thậm chí còn ghi nhận sự thâm hụt khá lớn, khoảng 8,4 tỷ USD (tương đương 9,1% GDP) trong năm 2009 và 1,7 tỷ USD (1,7% GDP) cho năm 2010. Tuy nhiên, việc gia nhập WTO cũng giúp nền kinh tế Việt Nam hưởng lợi từ sự phục hồi kinh tế toàn cầu. Theo đó, cán cân tổng thể đã có sự cải thiện rất

³ Là một trong bốn yếu tố quan trọng nhất của một nền kinh tế: tăng trưởng nhanh, lạm phát thấp, thất nghiệp ít và cán cân thanh toán thặng dư.

Bảng 1: CCTT tổng thể giai đoạn 2002-2011

Khoản mục	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Cán cân vãng lai (triệu USD)	-604	-1.931	-957	-560	-164	-6.953	-10.823	-6.608	-4.287	245
- % GDP	-1,7	-4,9	-2,1	-1,1	-0,3	-9,8	-11,9	-8,5	-4,0	0,2
Cán cân vốn (triệu USD)	2.097	3.279	2.807	3.087	3.088	17.730	12.341	7.171	6.201	8.017
- % GDP	5,9	8,3	6,2	6,1	5,1	24,9	13,7	7,7	5,8	6,6
Cán cân tổng thể (triệu USD)	448	2.146	935	2.130	4.324	1.021	474	-8.465	-1.765	3.100
- % GDP	1,0	5,4	1,9	4,0	7,1	14,4	0,5	-9,1	-1,7	2,5

(*) Ước tính từ số liệu của Bộ Công thương, Tổng cục Thống kê, Cục ĐTN.

Nguồn: Tác giả tính toán từ IMF (2012)

tích cực và chuyển sang trạng thái thặng dư, ước tính đạt mức 3,1 tỷ USD vào năm 2011, sau hai năm liên tục thâm hụt.

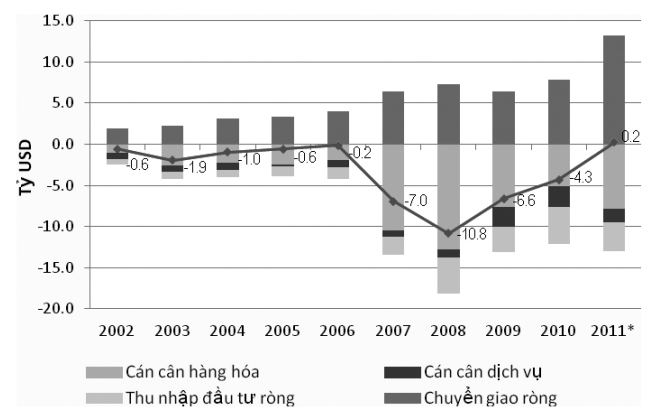
Sự hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế toàn cầu kể từ khi Việt Nam tham gia WTO đã làm cho những cú sốc từ bên ngoài tác động nhanh và mạnh hơn vào nền kinh tế nội địa. Điển hình là các cú sốc xảy ra trong cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu năm 2008 đã tác động mạnh đến hai tài khoản cấu thành của cán cân tổng thể. Xét từ góc độ bảng CCTT, hai mối liên kết mạnh mẽ nhất của Việt Nam với nền kinh tế toàn cầu là thương mại quốc tế và ĐTN và cả hai đã bị sốc bởi những sự kiện bên ngoài sau khi Việt Nam gia nhập WTO. Cuộc khủng hoảng và suy thoái toàn cầu đã làm suy yếu nhu cầu bên ngoài về xuất khẩu của Việt Nam và làm suy giảm dòng vốn ĐTN mà nền kinh tế Việt Nam ngày càng trở nên phụ thuộc vào đó (Abbott và Tarp, 2011). Hệ quả là so với giai đoạn 2002-2006, tác động rõ nhất của tiến trình gia nhập WTO trong năm năm qua đối với CCTT là làm gia tăng sự biến động của mức độ thâm hụt cán cân vãng lai và lưu chuyển dòng vốn, cả về số tuyệt đối và tỷ lệ theo GDP.

Xu hướng và cơ cấu của cán cân vãng lai

Xét về diễn biến của cán cân vãng lai kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO, chúng ta có thể chia thành hai giai đoạn rõ ràng. Hình 1 cho thấy trong năm năm liên tiếp trước khi gia nhập

WTO, Việt Nam đã ghi nhận sự thâm hụt ở quy mô nhỏ trong các giao dịch tài khoản vãng lai. Tiếp nối xu hướng này, cán cân vãng lai vẫn thâm hụt trong các năm 2007 và 2008, lên đến gần 7,0 tỷ USD (hay 9,8% GDP) và 10,8 tỷ USD (11,9% GDP) tương ứng. Những mức thâm hụt này ở quy mô lớn hơn rất nhiều so với mức thâm hụt hàng năm trong giai đoạn 2002-2006, khi cán cân vãng lai chỉ thâm hụt tối đa gần 1,9 tỷ USD (4,9% GDP) vào năm 2003. Mặc dù nền kinh tế Việt Nam đã bước vào giai đoạn thu hẹp từ năm 2008, tuy nhiên xu hướng thu hẹp thâm hụt cán cân vãng lai chỉ bắt đầu một năm sau đó. Thâm hụt vãng lai giảm cả về con số tuyệt đối và tỷ lệ theo GDP, với khoảng 6,6 tỷ USD (tương đương 6,7% GDP) cho năm 2009 và 4,3 tỷ USD (4% GDP) năm 2010. Năm 2011, Việt

Hình 1: Các thành phần của cán cân giao dịch tài khoản vãng lai



Ghi chú: (*) Ước tính từ số liệu của Tổng cục Thống kê, Cục ĐTN

Nguồn: Tác giả tính toán từ IMF (2012)

Nam đã ghi nhận sự thặng dư lần đầu tiên (0,2 tỷ USD) sau bốn năm liên tiếp thâm hụt ở quy mô lớn trong các giao dịch tài khoản vãng lai hậu gia nhập WTO.

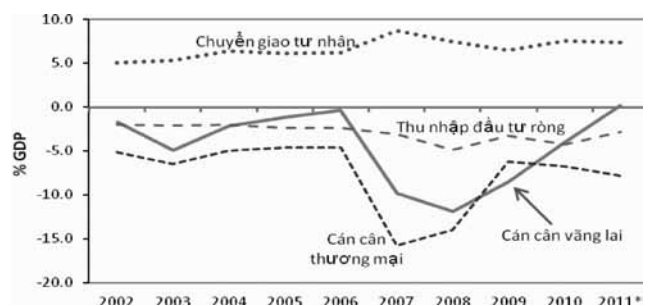
Cán cân vãng lai của Việt Nam chủ yếu bao gồm cán cân thương mại hàng hóa, riêng cán cân dịch vụ và thu nhập đầu tư ròng có mức thâm hụt nhỏ, còn chuyển giao ròng tăng đều đặn trong những năm gần đây. Vì vậy, thâm hụt tài khoản vãng lai hậu gia nhập WTO tăng lên chủ yếu là do sự gia tăng thâm hụt thương mại. Mặc dù cả xuất khẩu và nhập khẩu cùng tăng, nhưng tốc độ tăng trưởng của dòng thương mại quốc tế đã ít cân bằng hơn nhiều, với nhập khẩu tăng nhanh hơn xuất khẩu. Như vậy, kể từ khi Việt Nam gia nhập WTO, cũng như hầu hết các nền kinh tế chuyển đổi khác, việc tự do hóa các giao dịch thương mại quốc tế đã làm cho thâm hụt thương mại tăng lên. Trong cuộc khủng hoảng 2008, xuất khẩu giảm mạnh, nhưng khủng hoảng cũng làm thu hẹp nhập khẩu, cho nên tác động ròng lên cán cân thương mại là tích cực. Cuộc khủng hoảng đã vô hình trung giúp hạn chế tốc độ tăng thâm hụt tài khoản vãng lai, nhưng đây chỉ là tác động nhất thời. Việt Nam sẽ còn phải ứng phó với áp lực thâm hụt thương mại (và tài khoản vãng lai) khi thực hiện ngày một sâu rộng hơn các cam kết của WTO.

Thương mại quốc tế từ lâu đã được xem là khoản mục chính trong tài khoản vãng lai của Việt Nam. Trong suốt thập kỷ qua, cán cân vãng lai đã vận động gắn bó chặt chẽ với cán cân thương mại, theo chiều hướng ngày càng thâm hụt nhiều hơn (Hình 2). Do đó, thâm hụt thương mại thực tế đã quyết định CCTT của quốc gia với phần còn lại của thế giới, trong khi một thành phần khác của tài khoản vãng lai - thu nhập đầu tư ròng - chỉ đóng vai trò thứ yếu. Tầm quan trọng của dòng thương mại quốc tế được xác nhận bằng những con số ròng trong cán cân vãng lai của Việt Nam. Ví dụ, thâm hụt tài khoản vãng lai năm 2008 chiếm 11,9% GDP, được chia ra thành thâm hụt thương mại (14% GDP), thâm hụt thu nhập đầu tư ròng - cổ tức

và tiền lãi cho vay mà các nhà đầu tư Việt Nam kiếm được từ tài sản của họ ở nước ngoài trừ đi cổ tức và tiền lãi cho vay phải trả cho các nhà ĐTNN nắm giữ tài sản ở Việt Nam (4,9%) và thặng dư trong thanh toán chuyển giao ròng và thu nhập từ xuất khẩu lao động (8,1%). Những con số này gây ấn tượng rằng thâm hụt thương mại lấn át tất cả các thành phần còn lại trong việc giải thích sự biến động của cán cân tài khoản vãng lai.

Tương phản rõ rệt với cán cân thương mại, thu nhập đầu tư ròng cho thấy sự thâm hụt khá ổn định và rõ ràng là ít góp phần vào sự biến động của cán cân vãng lai. Tuy nhiên, một bức tranh khác hiện ra phía sau những con số ròng này. Mặc dù thu nhập đầu tư ròng chỉ chiếm phần nhỏ trong cán cân vãng lai, nhưng tỷ phần của nó ngày càng tăng trong dòng tổng thu nhập giữa Việt Nam với các quốc gia khác. Đây là một sự phát triển mà có thể quy trực tiếp cho việc hội nhập tài chính sâu rộng của Việt Nam kể từ năm 2007. Với sự hội nhập sâu rộng vào thị trường tài chính toàn cầu, giá trị dòng vốn đầu tư và dòng tiền. Sự gia tăng đột biến trong giá trị tài sản tài chính mà các nhà ĐTNN nắm giữ đòi hỏi sự gia tăng dòng thu nhập tương ứng từ cổ tức và tiền lãi. Hơn nữa, toàn cầu hóa tài chính đã tiến triển ở tốc độ nhanh hơn sự gia tăng thương mại quốc tế, cho nên dòng thu nhập tăng lên không chỉ về giá trị tuyệt đối mà cả về con số tương đối so với dòng thương mại. Do đó, dòng thu nhập

Hình 2: Những xu thế mới trong cán cân tài khoản vãng lai



Ghi chú: (*) Ước tính từ số liệu của Tổng cục Thống kê, Cục ĐTNN

Nguồn: Tác giả tính toán từ IMF (2012)

này đóng vai trò ngày càng lớn hơn trong cán cân vãng lai của Việt Nam. Ngoài ra, dòng thu nhập thường biến động hơn nhiều so với dòng thương mại, đề xuất khả năng rằng cán cân vãng lai sẽ ngày càng nhạy cảm hơn với sự biến động của thu nhập đầu tư ròng. Những biến động như thế quả thực là vấn đề vì chúng thường đi cùng và cộng hưởng với sự bất ổn của nền kinh tế nội địa. Vì vậy, việc đánh giá chính xác cơ chế truyền dẫn của các cú sốc từ bên ngoài - đặc biệt là về khía cạnh tài chính - trở nên rất cần thiết.

Xu hướng và cơ cấu của cán cân vốn

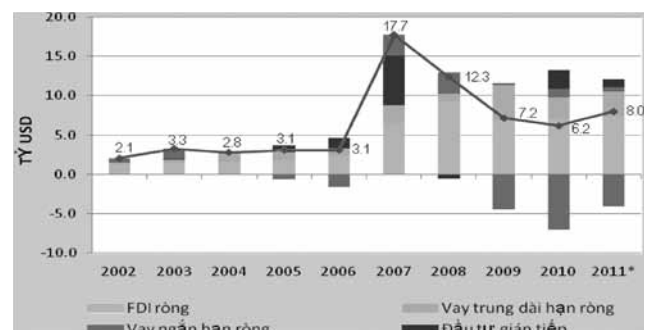
Tác động của tiến trình gia nhập WTO đến cán cân vốn thậm chí còn lớn hơn, khi mà các dòng vốn lưu chuyển vào Việt Nam đã lớn hơn rất nhiều và đảo chiều liên tục. Hình 2 cho thấy sự biến động của cán cân vốn diễn ra trong năm năm qua. So với mức thặng dư 3,1 tỷ USD (tương đương 5,1% GDP) cho năm 2006, cán cân vốn năm 2007 đã tăng gần 6 lần lên 17,7 tỷ USD (24,9% GDP), trước khi giảm khoảng 1/3 vào năm 2008 và khoảng 1/3 nữa vào năm 2009 do cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu để đạt đến mức thấp nhất là 6,2 tỷ USD (5,8% GDP) trong năm 2010. Năm 2011, cán cân vốn lại có bước cải thiện đáng kể khi tăng lên mức 8 tỷ USD (6,6% GDP) nhờ sự ổn định tương đối của dòng vốn vào vì kinh tế toàn cầu phục hồi. Như vậy, cán cân vốn đang trở nên nhạy cảm hơn với những biến động kinh tế thế giới. Vì thế, với tính chất đối ứng và tầm quan trọng ngày càng tăng lên của thâm hụt thu nhập đầu tư ròng hàm ý rằng cán cân vãng lai sẽ còn biến động hơn.

Quy mô cán cân vốn tăng lên nhanh chóng sau khi gia nhập WTO, phản ánh sự lạc quan vào viễn cảnh của nền kinh tế Việt Nam cũng như sự thuận lợi cho giao thương quốc tế. Phân tích cán cân vốn giai đoạn 2002-2011 cho thấy, cán cân tài khoản vốn vận động theo sự biến động của dòng vốn ròng khu vực tư nhân. Tiếp tục xu hướng trước khi gia nhập WTO nhưng ở quy mô lớn hơn nhiều, dòng vốn FDI luôn là thành

phần lớn nhất trong số các dòng vốn đổ vào Việt Nam. Ngay cả khi vay trung dài hạn tăng, giảm thất thường đi cùng sự đảo chiều dòng vốn ngắn hạn, thì cán cân vốn vẫn thặng dư chủ yếu là vì dòng FDI đổ vào khá lớn. Bên cạnh đó, dòng vốn ngắn hạn ra, vào Việt Nam tăng khá mạnh cả về quy mô và tỷ lệ kể từ khi gia nhập WTO. Đây là một đặc điểm hoàn toàn khác so với giai đoạn 2002-2006, khi thành phần chủ yếu của tài khoản vốn là các khoản đầu tư dài hạn. Mặt khác, tiến trình gia nhập WTO đã tác động tích cực đến dòng vốn đầu tư của Việt Nam ra nước ngoài, với số vốn hàng năm tăng đáng kể từ 0,2 tỷ USD trong năm 2007 lên 0,7 tỷ USD năm 2009 và ước tính đạt trên 1 tỷ USD vào năm 2011. Tuy vậy, quy mô dòng vốn này còn rất nhỏ so với dòng FDI vào nên không giúp nền kinh tế Việt Nam chia sẻ rủi ro ra thị trường quốc tế để giảm bớt sự dao động của chu kỳ kinh doanh nội địa.

Tiến trình gia nhập WTO đã góp phần tích cực cho việc huy động vốn ĐTNN vào nền kinh tế. Đi cùng sự hội nhập nhanh chóng của Việt Nam vào hệ thống thương mại thế giới là sự gia tăng đột ngột của FDI. Dòng vốn FDI đã thực sự bùng nổ trong năm 2007, tương đương 9,4% GDP, gấp gần 2,5 lần dòng vốn vào năm 2006. Dòng vốn FII cũng tăng lên đột biến, gấp 6 lần so với năm trước để đạt đến đỉnh là 8,7% GDP trong năm 2007. Tuy nhiên, đây chỉ là một mặt của vấn đề. Hình 3 cho thấy dòng vốn ĐTNN trong giai đoạn

Hình 3: Các thành phần của cán cân giao dịch tài khoản vốn



Ghi chú: (*) Ước tính từ số liệu của Tổng cục Thống kê, Cục ĐTNN

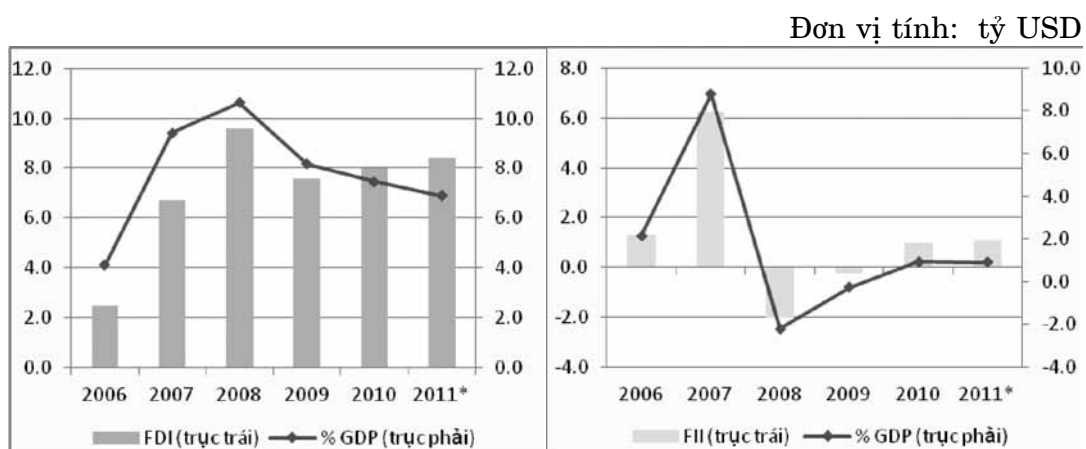
Nguồn: Tác giả tính toán từ IMF (2012)

2007-2011 vận động hết sức phức tạp, theo những chiều hướng khác nhau. Diễn biến này trái ngược với sự gia tăng liên tục của dòng vốn vào trong giai đoạn 2002-2006. Lý do là vì bối cảnh kinh tế thế giới đã tác động nhanh và trực tiếp đến dòng vốn sau khi Việt Nam gia nhập WTO. Quả thực, hai thành phần biến động nhiều nhất trong cán cân vốn chính là FDI và FII. Dòng vốn FII cho thấy sự biến động rất lớn khi đã thực sự biến mất trong cuộc khủng hoảng 2008-2009. Dòng vốn FDI ổn định hơn, nhưng cũng giảm mạnh vào năm 2009, phản ánh sự sụt giảm kỳ vọng về cầu xuất khẩu và sự suy yếu lòng tin vì rủi ro của các nhà ĐTNN. Do đó, sự biến động lớn của cán cân vốn được quy về sự biến động của dòng vốn đầu tư và sự biến động của dòng vốn này đã là một cú sốc lớn đối với nền kinh tế Việt Nam hậu gia nhập WTO.

Trong bối cảnh tiết kiệm nội địa không đủ tài trợ chi tiêu đầu tư thì dòng vốn ĐTNN đã trở thành một động lực quan trọng cho tăng trưởng kinh tế. Hơn nữa, dòng vốn này tăng cao đã giúp ổn định cung - cầu ngoại tệ và tỷ giá trên thị trường, góp phần bình ổn CCTT. Nhưng đồng thời dòng vốn này cũng khiến Việt Nam nếm trải những mặt tiêu cực: (i) Dòng vốn ồ ạt đổ vào làm bộc lộ khả năng hấp thụ vốn chưa

cao của nền kinh tế và một phần lớn dòng vốn mà khu vực sản xuất không hấp thụ hết đã đổ vào các thị trường tài sản⁴. Liên hệ đến mô hình khủng hoảng tài chính năm 2008 (Mayer-Foulkes, 2009), chúng ta lưu ý rằng chính sự chênh lệch lớn giữa tiết kiệm và đầu tư ở Việt Nam đã làm gia tăng dòng vốn vào ô ạt, đổ vào các kênh đầu cơ, làm bùng lên các bong bóng tài sản, từ đó tích tụ sự bất ổn trong nền kinh tế; (ii) Dòng vốn vào không phải lúc nào cũng được thanh lọc và trung hòa một cách hợp lý. Trong hai năm 2007 và 2008, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) chưa chủ động kiểm soát, không thanh lọc được dòng vốn đổ vào quá lớn (World Bank, 2009). Bên cạnh đó, để ổn định đồng nội tệ NHNN phải trung hòa dòng vốn vào rất lớn, làm cho cung tiền tăng lên đáng kể, góp phần thổi bùng lạm phát vào năm 2008; (iii) Dòng vốn lớn đảo chiều trong năm 2008 đã gây ra cú sốc về cung - cầu ngoại tệ, ảnh hưởng lớn đến tỷ giá và các hoạt động thương mại và thậm chí còn dẫn đến rủi ro khủng hoảng CCTT (Hình 4). Đây thực sự là những bài học cho việc quản lý các dòng vốn vào, đặc biệt là dòng vốn ngắn hạn, có tính đầu cơ như FII. Như vậy, các dòng vốn vào kể từ khi gia nhập WTO là đa dạng và lớn hơn rất nhiều, nhưng mức độ bất định cũng lớn hơn rất nhiều. Vì thế, Việt Nam cần

Hình 4: Sự bất định của dòng vốn ĐTNN giai đoạn 2006-2011



Ghi chú: (*) Ước tính từ số liệu của Tổng cục Thống kê, Cục ĐTNN

Nguồn: Tác giả tính toán từ IMF (2012)

⁴ Trong nghiên cứu này, thị trường tài sản được hiểu là bao gồm thị trường bất động sản, thị trường chứng khoán, thị trường vàng và ngoại hối (do doanh nghiệp và dân cư nắm giữ với tư cách là tài sản).

có những biện pháp ứng phó với các dòng vốn, đặc biệt là dòng vốn ngắn hạn luôn biến động mạnh về quy mô và chiều hướng một khi viễn cảnh tăng trưởng của nền kinh tế thay đổi.

Từ sự bền vững trong tài trợ cho cán cân vãng lai đến sự ổn định của cán cân thanh toán

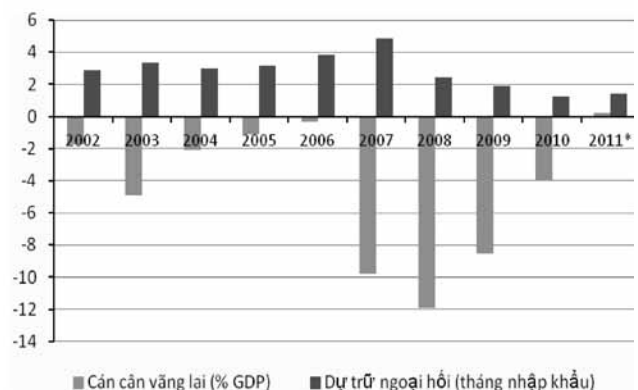
Tài khoản vãng lai là chỉ dấu về sự di chuyển dòng vốn bởi vì nó là “tấm gương phản ánh” về tài khoản vốn trong CCTT (Obstfeld và Rogoff, 1996). Thâm hụt thương mại cao làm cho tài khoản vãng lai dễ rơi vào tình trạng thâm hụt và trở thành gánh nặng đối với CCTT. Dĩ nhiên, sự thâm hụt này chỉ có thể được bù đắp thông qua dòng vốn nước ngoài, do đó đòi hỏi tài khoản vốn phải thặng dư. Tiến trình gia nhập WTO đã góp phần quan trọng làm gia tăng dòng vốn vào để bù đắp sự thâm hụt. Tuy nhiên, các tác động làm gia tăng này là khác nhau, khiến việc bù đắp thâm hụt tài khoản vãng lai nhờ lưu chuyển dòng vốn cũng khác nhau trước và sau khi gia nhập WTO. Thâm hụt vãng lai trong những năm trước 2007 chủ yếu được bù đắp bởi thặng dư tài khoản vốn nhờ tăng trưởng FDI và FII. Kể từ năm 2008, khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu đã tác động tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng các dòng vốn FDI và FII vào Việt Nam. Trong bối cảnh đó, lượng kiều hối hàng năm tăng đều đặn đã là nguồn bổ sung quan trọng cho CCTT và dự trữ ngoại hối. Tuy vậy, dù được hỗ trợ bởi dòng kiều hối lớn, cán cân vãng lai vẫn thường thâm hụt ở mức cao. Do đó, thâm hụt thương mại cao kéo dài và trông chờ vào các dòng FDI, FII và kiều hối để bù đắp vẫn là vấn đề nan giải của CCTT Việt Nam.

Rõ ràng, tiến trình gia nhập WTO đã làm gia tăng cả sự thâm hụt thương mại và sự bất định của các dòng vốn đầu tư vào Việt Nam trong khi chúng lại được xem là nguồn tài trợ chính cho sự thâm hụt đó. Hệ quả là mức độ bền vững trong tài trợ cho thâm hụt cán cân thương mại và tài khoản vãng lai đã trở nên mong manh hơn trong giai đoạn hậu gia nhập.

Ngay cả khi các dòng vốn ĐTNN ổn định được sử dụng cho mục đích bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai thì đây cũng chỉ là bước đi trong ngắn hạn. Như là một ví dụ sinh động về tác động đánh đổi, dòng vốn này có tăng lên để bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai thì sau đó cũng sẽ làm phát sinh dòng thu nhập đầu tư tương ứng được chuyển về quốc gia sở hữu vốn, khiến cho thâm hụt thu nhập đầu tư ròng càng tăng lên. Nói cách khác, dòng vốn nước ngoài vào nhiều giúp có nguồn ngoại tệ để bù đắp thâm hụt cán cân vãng lai trong hiện tại, thì chúng ta đừng quên nó lại làm tăng thâm hụt thu nhập đầu tư ròng và vì thế gây ra thâm hụt vãng lai lớn hơn trong tương lai. Do đó, mục tiêu chính yếu và dài hạn là Việt Nam phải giảm được thâm hụt thương mại.

Quy mô thâm hụt tài khoản vãng lai trong những năm sau gia nhập WTO nói chung là lớn hơn nhưng dự trữ ngoại hối lại thấp hơn đáng kể so với giai đoạn 2002-2006. Hơn nữa, dự trữ ngoại hối so với giá trị nhập khẩu hàng năm liên tục được cải thiện trên con đường đi đến WTO, nhưng lại có xu hướng giảm dần trong những năm sau đó (Hình 5). Như là kết quả của thâm hụt vãng lai cao nhưng dòng vốn vào lớn, dự trữ ngoại hối đã tăng lên mức kỷ lục 23,8 tỷ USD trong năm 2007. Mức dự trữ này - mặc dù cao (tương đương 33,6% GDP) - biểu thị cho một mức thấp khi so sánh với các quốc gia trong

Hình 5: Cán cân vãng lai và dự trữ ngoại hối giai đoạn 2002-2011



Ghi chú: (*) Ước tính từ số liệu của Tổng cục Thống kê, Cục ĐTNN

Nguồn: Tác giả tính toán từ IMF (2012)

khu vực và những nền kinh tế mới nổi khác có sự xếp loại rủi ro tương tự hoặc thấp hơn Việt Nam. Trong giai đoạn 2007-2011, dự trữ ngoại hối hàng năm đủ bù đắp 2,75 tháng nhập khẩu, con số này thấp hơn mức trung bình 3,2 tháng trong giai đoạn 2002-2006 và thậm chí thấp hơn con số thấp kỷ lục là 2,9 tháng của năm 2002. Nếu tính từ 2008 trở về sau, mức dự trữ ngoại hối hàng năm quy đổi chỉ tương đương 1,2-2,4 tháng nhập khẩu, trong khi lẽ ra phải đảm bảo được tối thiểu là 2,5 tháng.

Sau khi gia nhập WTO, thâm hụt tài khoản vãng lai lớn trong khi sự bù đắp từ cán cân vốn lại thiếu ổn định nên đã ảnh hưởng xấu đến dự trữ ngoại hối, khiến cho mục tiêu giữ tỷ giá ổn định trở nên đầy thách thức. Năm 2007, dự trữ ngoại hối đã tăng lên thêm 10,3 tỷ USD để hấp thu các dòng vốn vào nhằm kiềm chế sự lên giá quá mức của đồng nội tệ. Tuy nhiên, trong khi các dòng vốn vào có dấu hiệu chững lại do cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu, thì thâm hụt cán cân vãng lai lại không có xu hướng thu hẹp. Vì thế, Việt Nam buộc phải giảm mạnh dự trữ ngoại hối để bù đắp cho phần ngoại tệ bị thiếu hụt trong giai đoạn 2008-2010. Điển hình là NHNN đã phải bán ròng khoảng 8 tỷ USD vào năm 2010 để hỗ trợ thanh khoản cho thị trường ngoại tệ nhằm giảm áp lực phá giá mạnh đồng nội tệ. Những diễn biến này gợi ý rằng với việc theo đuổi cơ chế neo tỷ giá thì quy mô dự trữ ngoại hối quốc gia có thể được xem là chỉ dấu phản ánh chiều hướng ra vào của dòng vốn nước ngoài ở Việt Nam.

Tóm lại, CCTT trong giai đoạn 2002-2006 thặng dư và ổn định chủ yếu là nhờ thâm hụt cán cân thương mại (và thâm hụt tài khoản vãng lai) thấp và thặng dư tài khoản vốn do tăng trưởng FDI đều đặn. Kể từ khi gia nhập WTO thì thâm hụt thương mại (thâm hụt vãng lai) tăng cao, đi cùng với tốc độ tăng trưởng thất thường của các dòng vốn FDI và FII. Hệ quả là sự cộng hưởng của các dòng lưu chuyển vốn và thương mại đã làm cho CCTT trở nên kém bền vững hơn. Quả thực, cán cân tổng thể đã liên tục chuyển đổi giữa hai trạng thái thặng dư và thâm hụt chỉ

trong vòng năm năm qua. Một vấn đề quan trọng mà cuộc khủng hoảng toàn cầu đã đặt ra là sự ổn định của CCTT ngày càng phụ thuộc vào các dòng vốn FDI và FII, được đi theo bởi sự sụt giảm của nguồn tài trợ này trong và sau khủng hoảng. Nói cách khác, CCTT dễ bị ảnh hưởng bởi dòng vốn đầu tư, dù là trong bối cảnh có cú sốc từ bên ngoài hay có sự biến động kinh tế vĩ mô nội địa.

Kết luận

Việt Nam là ví dụ về một quốc gia mà CCTT đã trải qua những biến động to lớn kể từ khi gia nhập WTO. Tiến trình gia nhập WTO làm cho cán cân tổng thể kém bền vững hơn, mức độ thâm hụt thương mại, thâm hụt vãng lai và lưu chuyển dòng vốn - cả về số tuyệt đối và tỷ lệ theo GDP - đều tăng lên. Cán cân tổng thể và các cán cân thành phần đã biến động sát sao với những cú sốc ngẫu nhiên từ bên ngoài. Mặc dù dòng thương mại quốc tế vẫn đóng vai trò quyết định, nhưng thu nhập đầu tư ròng có xu hướng giữ vai trò lớn hơn trong cán cân vãng lai. Trong khi đó, đầu tư ra nước ngoài tăng lên đáng kể nhưng quy mô còn rất nhỏ, do đó chưa giúp cho nền kinh tế có được “bảo hiểm” để chống lại sự dao động của chu kỳ kinh doanh nội địa. Mặc dù tác động của tiến trình gia nhập WTO đến thương mại và đầu tư nhìn chung là tích cực, nhưng tính bền vững trong việc tài trợ cho thâm hụt vãng lai và sự bất định của dòng vốn nước ngoài lại là vấn đề. Nói cách khác, các dòng thương mại và đầu tư - chịu biến động rất nhiều do những cú sốc từ bên ngoài - là nguồn gốc chính gây nên tính thiếu bền vững của CCTT.

Mục tiêu cân bằng cán cân thương mại để tạo lập tính bền vững cho CCTT cần được giải quyết một cách căn cơ theo hướng phát triển các ngành công nghiệp phụ trợ, nâng cao năng lực cạnh tranh của nền kinh tế để cung ứng được các mặt hàng công nghiệp và chế biến có giá trị gia tăng cao. Mặt khác, sự biến động của dòng vốn nước ngoài do các cú sốc tác động bất lợi đến sự tài trợ của cán cân vốn, dẫn đến

tính thiếu ổn định của CCTT. Vì vậy, giải pháp là bảo đảm môi trường đầu tư hấp dẫn, phát triển khả năng hấp thụ dòng vốn FDI, thu hút và giữ chân các nhà ĐTNN và về dài hạn là khuyến khích, thay thế bằng đầu tư nội địa. Đồng thời phải hạn chế tác động của dòng vốn FII đầy biến động, trong khi vẫn khai thác được lợi ích từ sự hội nhập vào thị trường tài chính quốc tế trong bối cảnh toàn cầu hóa. Mục

tiêu là để ổn định dòng vốn FII, hoặc tốt hơn là hướng dòng vốn này lưu chuyển ngược với chu kỳ kinh doanh nội địa. Các giải pháp bao gồm kiểm soát chất lượng dòng vốn, khuyến khích sự chuyển dịch kỳ hạn, xây dựng hệ thống tài chính và thị trường vốn phát triển để tiếp nhận tốt dòng vốn FII, duy trì kinh tế vĩ mô ổn định để tạo lòng tin cho các nhà đầu tư quốc tế ■

Tài liệu tham khảo

1. Abbott, P. and Tarp, F. (2011). *Globalization Crises, Trade, and Development in Vietnam*. Working Paper No. 2011/20, UNU-WIDER 2011.
2. IMF (1993). *Balance of Payments Manual*. International Monetary Fund, 5th ed., Washington 1993.
3. IMF (2012). *International Financial Statistic*. International Monetary Fund. Online at: <http://www.imfstatistics.org/imf/>.
4. Mann, C., L. (2002). *Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability*. *Journal of Economic Perspectives*, 16 (3), 131-52.
5. Mayer-Foulkes, D. (2009). *Long-Term Fundamentals of the 2008 Economic Crisis*. *Global Economy Journal*, 9 (4), Article 6.
6. Milesi-Ferretti, G., M. and A. Razin (1998). *Current Account Reversals and Currency Crisis: Empirical Regularities*. Working Paper No. 6620, Cambridge: NBER.
7. Obstfeld, M. and K. Rogoff (1996). *The Intertemporal Approach to the Current Account*. Ch. 34. in G. Grossman and K. Rogoff, eds., *Handbook of International Economics Vol.III*, Amsterdam: Elsevier.
8. Obstfeld, M. and K. Rogoff (2000). *Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment*. *Federal Reserve Bank of Kansas City*.
9. World Bank (2009). *Vietnam Development Report 2009. Capital Matters*.