

CÁC NGUỒN TÀI CHÍNH

PGS.TS. SỬ ĐÌNH THÀNH
KHOA TÀI CHÍNH NHÀ NƯỚC

Nội dung nghiên cứu

- 1. VỐN VÀ CÁC MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG**
- 2. PHÂN TÍCH CÁC NGUỒN TÀI TRỢ**

CÁC MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG

Mô hình Harrod-Domar

$$\Delta Y = \Delta K / ICOR$$

Trong đó:

+ ΔY : Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế

+ ΔK : Tỷ lệ đầu tư so với sản lượng (I/Y)

+ ICOR: Tỷ lệ gia tăng tư bản - đầu ra (sản lượng)

Mô hình này nhấn mạnh *vai trò của vốn*. Sự tăng trưởng phụ thuộc nhiều vào đầu tư thiết bị mới (ICOR).

CÁC MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG

Mô hình Robert Solow và Eduard Demison

(Nguồn gốc của sự tăng trưởng kinh tế)

$$Y = f(K, L, T, A)$$

Trong đó:

Y: Sản phẩm quốc dân.

K: Tư bản.

L: Lao động.

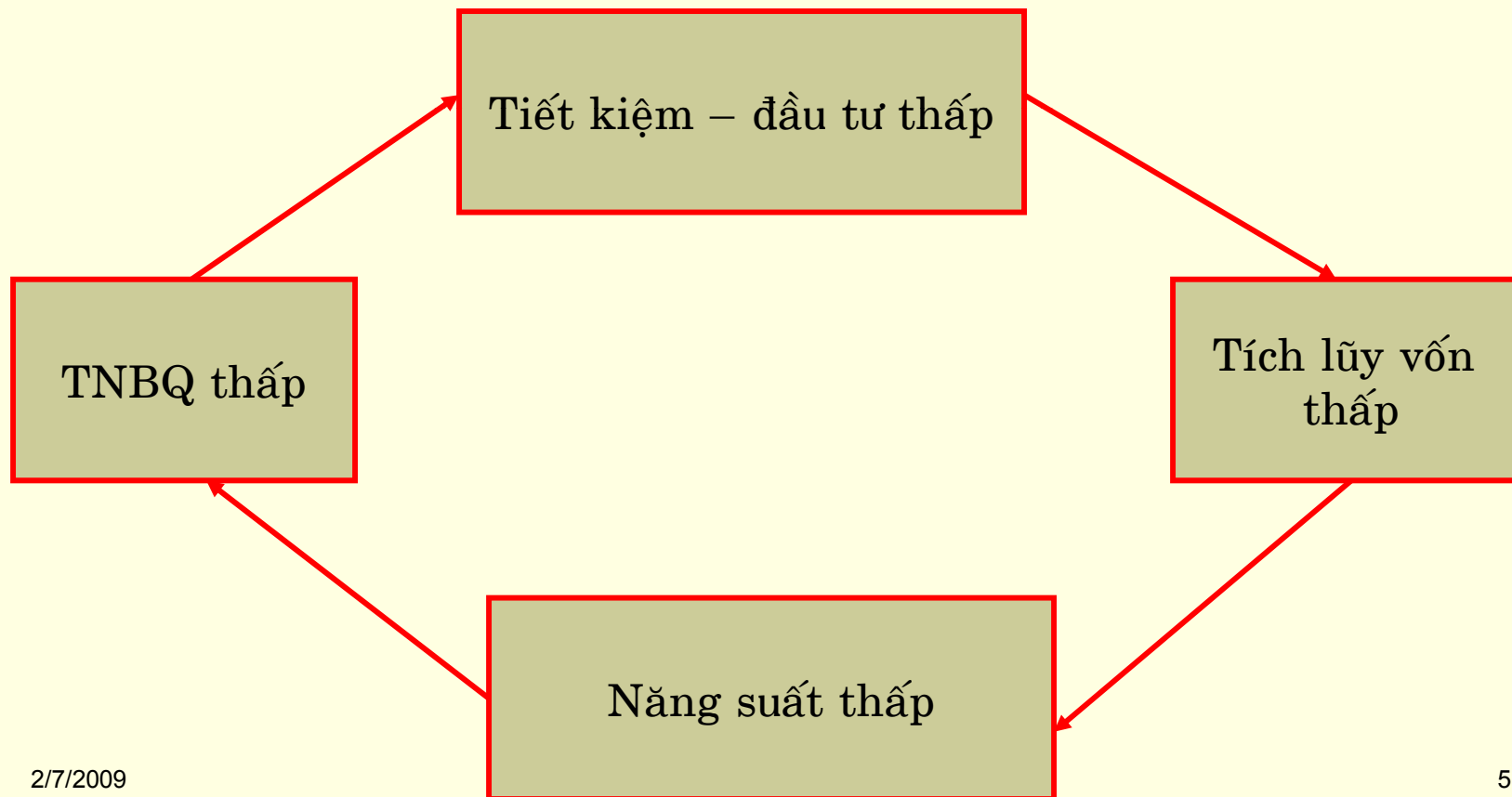
T: Tài nguyên (đất đai).

A: Hiệu quả sử dụng các yếu tố đầu vào.

CÁC MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG

Lý thuyết Samuelson

(Cái vòng luẩn quẩn – vicious circle và cú huýt từ bên ngoài)



CÁC MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG

Lý thuyết hai khoảng cách (Hollis B.Chenery)

Trong nền kinh tế mở, ta có phương trình:

$$Y = (C + G) + (I_g + I_p) + (X - M) \quad (1)$$

Trong đó:

Y là Tổng thu nhập.

C+ G : Tiêu dùng của khu vực tư nhân (C) và chi tiêu của chính phủ (G).

I_g + I_p : Đầu tư của chính phủ (I_g) và đầu tư của tư nhân (I_p).

X: Giá trị hàng hóa xuất khẩu

M: Giá trị hàng hóa nhập khẩu

CÁC MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG

Lý thuyết hai khoảng cách:

Nếu phân tích tổng thu nhập của nền kinh tế theo yếu tố thu nhập của từng khu vực, ta có:

$$Y = Tg + (C + Sp) \quad (2)$$

Với Tg là thu nhập của chính phủ và Sp là tiết kiệm của khu vực tư nhân.

Từ (1) và (2) ta có:

$$(X - M) = (Tg - G - Ig) + (Sp - Ip)$$

Thay $Tg - G = Sg$ (tiết kiệm của chính phủ)

$$\Leftrightarrow (Ig - Sg) + (Ip - Sp) = (M - X) \quad (3)$$

2 khoảng cách:

Đầu tư vượt quá tiết kiệm

Nhập khẩu nhiều hơn xuất khẩu

CÁC MÔ HÌNH TĂNG TRƯỞNG

Lý thuyết hai khoảng cách:

Nếu có sự gia tăng nhu cầu đầu tư (I_p , I_g) vượt quá mức tiết kiệm trong nước (S_p , S_g), để cân bằng cán cân kinh tế vĩ mô thì có thể thực hiện biện pháp là:

Gia tăng thu hút vốn đầu tư nước ngoài để lấp vào lỗ hổng thiếu hụt.

Table I.1.

Contribution of physical capital, human capital and productivity to the growth of output per worker, world and developing regions, 1961-2000

Percentage				
Region and number of countries	Growth of output per worker	Contribution of		
		Physical capital	Eduction	Factor productivity
World (84)				
1961-2000	2.3	1.0	0.3	0.9
China (1)				
1961-1970	0.9	0.0	0.3	0.5
1971-1980	2.8	1.6	1.4	0.7
1981-1990	6.8	2.1	1.4	4.2
1991-2000	8.8	3.2	0.3	5.1
1961-2000	4.8	1.7	0.4	2.6
East Asia less China (7)				
1961-1970	3.7	1.7	0.4	1.5
1971-1980	4.3	2.7	0.6	0.9
1981-1990	4.4	2.4	0.6	1.3
1991-2000	3.4	2.3	0.5	0.5
1961-2000	3.9	2.3	0.5	1.0

South Asia (4)					
1961-1970	2.2	1.2	0.3	0.7	
1971-1980	0.7	0.6	0.3	-0.2	
1981-1990	3.7	1.0	0.4	2.2	
1991-2000	2.8	1.2	0.4	1.2	
1961-2000	2.3	1.0	0.3	1.0	
Africa (19)					
1961-1970	2.8	0.7	0.2	1.9	
1971-1980	1.0	1.3	0.1	-0.3	
1981-1990	-1.1	-0.1	0.4	-1.4	
1991-2000	-0.2	-0.1	0.4	-0.5	
1961-2000	0.6	0.5	0.3	-0.1	
Latin America (22)					
1961-1970	2.8	0.8	0.3	1.6	
1971-1980	2.7	1.2	0.3	1.1	
1981-1990	-1.8	0.0	0.5	-2.3	
1991-2000	0.9	0.2	0.3	0.4	
1961-2000	1.1	0.6	0.4	0.2	

Source: Barry Bosworth and Susan M. Collins, *The Empirics of Growth: An Update* (Washington, D.C., The Brookings Institution, 2003).

CÁC NGUỒN TÀI TRỢ

Dẫn nhập

Nguồn tài trợ bao gồm: Tiết kiệm trong nước và vốn nước ngoài

$$DI + NFDI = DS + NFDI + NFR - CIR$$

Trong đó:

- DI : Đầu tư trong nước
- NFDI: Đầu tư trực tiếp nước ngoài ròng (Input – output)
- DS: Tiết kiệm trong nước
- NFR: Nguồn tài chính phi đầu tư trực tiếp nước ngoài (Non – FDI financial resource), bao gồm vốn cổ phần tư nhân, nợ tư nhân, các khoản tài trợ song phương và đa phương
- CIR: Thay đổi trong dự trữ quốc tế

KÊNH HUY ĐỘNG VỐN TRONG NƯỚC

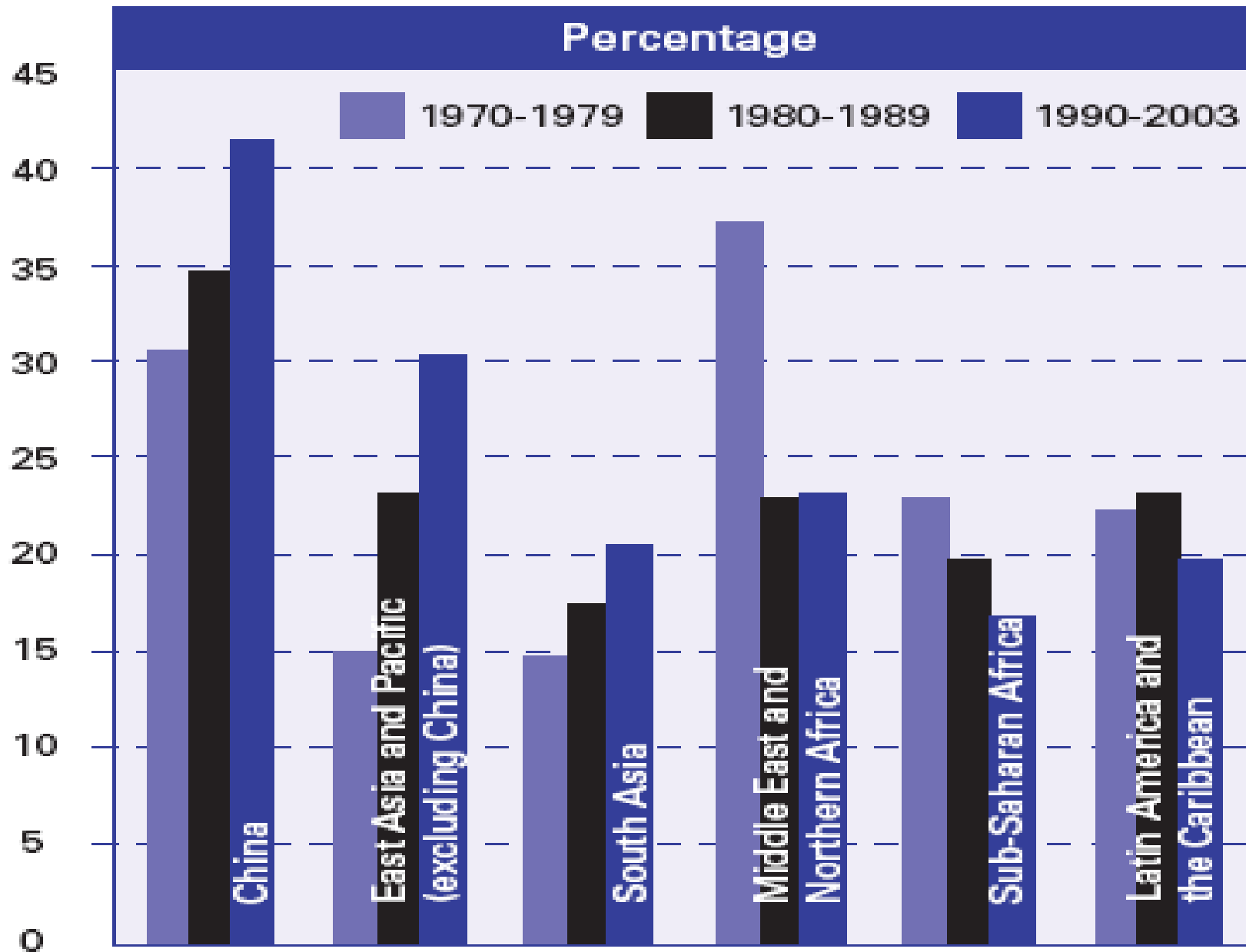
Đặc điểm:

Thể hiện sức mạnh nội lực của một quốc gia; ổn định, bền vững, giảm thiểu được rủi ro và hậu quả xấu đối với nền kinh tế do những tác động từ bên ngoài.

Nguồn vốn trong nước chủ yếu được hình thành từ các nguồn tiết kiệm trong nền kinh tế (ngân sách, doanh nghiệp, các hộ gia đình...).

$$DS = GS + ES + HS$$

Gross domestic savings/GDP



Box 1.1

Raising household savings in China

The increase in savings in China was accompanied by a shift in its composition. The share of public and corporate saving in total savings fell from 59.1 per cent in 1978 to 19.6 per cent in 1995, while the share of household saving increased from 12.8 to 51.2 per cent over the same period of time. However, the latter may have been caused at least partially by an increase in private sector activity and, in particular, by the growing role of small firms, whose savings are often recorded as those of households in official statistics.

Financial deepening in China was an important factor in promoting private savings because it increased private households' propensity to keep a part of their income as savings in the financial system. A further determinant has been the monetization of income as employees of State-owned enterprises increasingly received their salary in monetary terms rather than in the form of goods, allowing them to keep greater amounts of money as savings. This positive effect on savings was further increased by policies in support of household income, in some cases combined with mandatory saving.

Finally, during the reform period, policies aimed at limiting population growth led to a reduction in the ratio of people under 15 years of age to the working population from 0.96 shortly before the start of the reform period to 0.41 at the end of the 1990s. This expanded the proportion of potential savers (those of working age) in the population, while the accompanying decline in the role of the family increased individuals' propensity to save. It has been argued that this demographic factor was a major determinant of the increase in savings in China (Modigliani and Cao, 2004).

TIẾT KIỆM CỦA NSNN

Phần tiết kiệm hình thành nên nguồn vốn đầu tư của nhà nước và được xác định bằng chênh lệch dương giữa tổng các khoản thu NSNN với tổng chi thường xuyên.

$$GS = f (T , C)$$

TIẾT KIỆM CỦA NSNN

Cơ chế hình thành tiết kiệm:

- Tăng thuế hoặc
- Cắt giảm chi tiêu thường xuyên

Cần nghiên cứu: Việc gia tăng tiết kiệm của NSNN có đẩy lùi hoàn toàn tiết kiệm của doanh nghiệp và dân cư hay không?.

TIẾT KIỆM CỦA NSNN

Có công trình nghiên cứu đã khẳng định:

Nếu tiết kiệm của nhà nước ở các nước phát triển tăng thêm 1 USD thì tiết kiệm của khu vực tư nhân giảm ít nhất 50 cent .

Có Công trình nghiên cứu khác đã kết

luận: Ở các nền kinh tế đang phát triển cứ 1 USD tăng thêm trong tiết kiệm của ngân sách nhờ cắt giảm chi tiêu thì chỉ làm giảm 16 -50 cent trong tiết kiệm khu vực tư nhân; còn nếu 1 USD tăng thêm trong tiết kiệm ngân sách là do tăng thuế thì tiết kiệm khu vực tư nhân lại giảm từ 48 -65 cent

TIẾT KIỆM CỦA NSNN

Khi tiết kiệm chính phủ không đủ tài trợ cho đầu tư, thì chính phủ đi vay nợ trong và ngoài nước => nợ công gia tăng.

=> Tạo ra chèn lấn kinh tế (**Crowds out of economics**)

- Chèn lấn đầu tư trong nước (Crowds out): Gia tăng lãi suất => hạn chế đầu tư khu vực tư.
- Chèn lấn xuất khẩu: Lãi suất gia tăng, đồng tiền nội tệ lên giá => làm giảm kim ngạch xuất khẩu trong nước.

TIẾT KIỆM CỦA NSNN

Vấn đề đặt ra:

- => Kiểm soát quy mô nợ công
- => Giới hạn quy mô đầu tư công
- => Giám sát và đánh giá hiệu quả đầu tư công

Thế nhưng thách thức:

- => Xác lập vai trò của chính phủ?
- => Cải cách thể chế
- => Đầu tư công và tham nhũng?

TIẾT KIỆM CỦA DN

Là số lãi ròng có được từ kết quả kinh doanh. Đây là nguồn tiết kiệm cơ bản để các doanh nghiệp tạo vốn tái đầu tư .

Qui mô tiết kiệm của doanh nghiệp phụ thuộc vào các yếu tố trực tiếp như:

$$ES = f(C, I, T)$$

Trong đó:

- C: chi phí
- I: Thu nhập
- T: Thuế

NGUỒN TIẾT KIỆM CỦA DN

Để gia tăng tiết kiệm, yêu cầu các doanh nghiệp khi ra quyết định đầu tư cần cân nhắc:

- Tính PV của dòng thu nhập và chi phí kỳ vọng
- Nếu $NPV > 0$ thì sẽ đầu tư

Sự đầu tư của doanh nghiệp còn tùy thuộc vào môi trường đầu tư:

- Khả năng tiếp cận các nguồn vốn
- Các hành vi hạn chế cạnh tranh
- Chính sách điều hành kinh tế (nhất quán hay không nhất quán)
- Tham nhũng
- Lạm phát
- Tỷ giá hối đoái...

TIẾT KIỆM CỦA CÁ NHÂN

Là khoản tiền còn lại của thu nhập sau khi đã phân phối và sử dụng cho mục đích tiêu dùng.

$$HS = f(I, C, R)$$

Trong đó:

- *HS: Tiết kiệm hộ gia đình*
- *I: Thu nhập hộ gia đình*
- *C: Tiêu dùng của các hộ gia đình*
- *R: Lãi suất*

TIẾT KIỆM CỦA CÁ NHÂN

Sự chuyển hóa nguồn tiết kiệm của dân cư thành nguồn vốn đầu tư tùy thuộc vào:

- Sự phát triển thị trường tài chính
- Các định chế tài chính chuyên nghiệp
- Các loại tài sản tài chính
- Môi trường đầu tư và hệ thống cơ sở hạ tầng.

HUY ĐỘNG VỐN NƯỚC NGOÀI

Các loại hình huy động vốn nước ngoài:

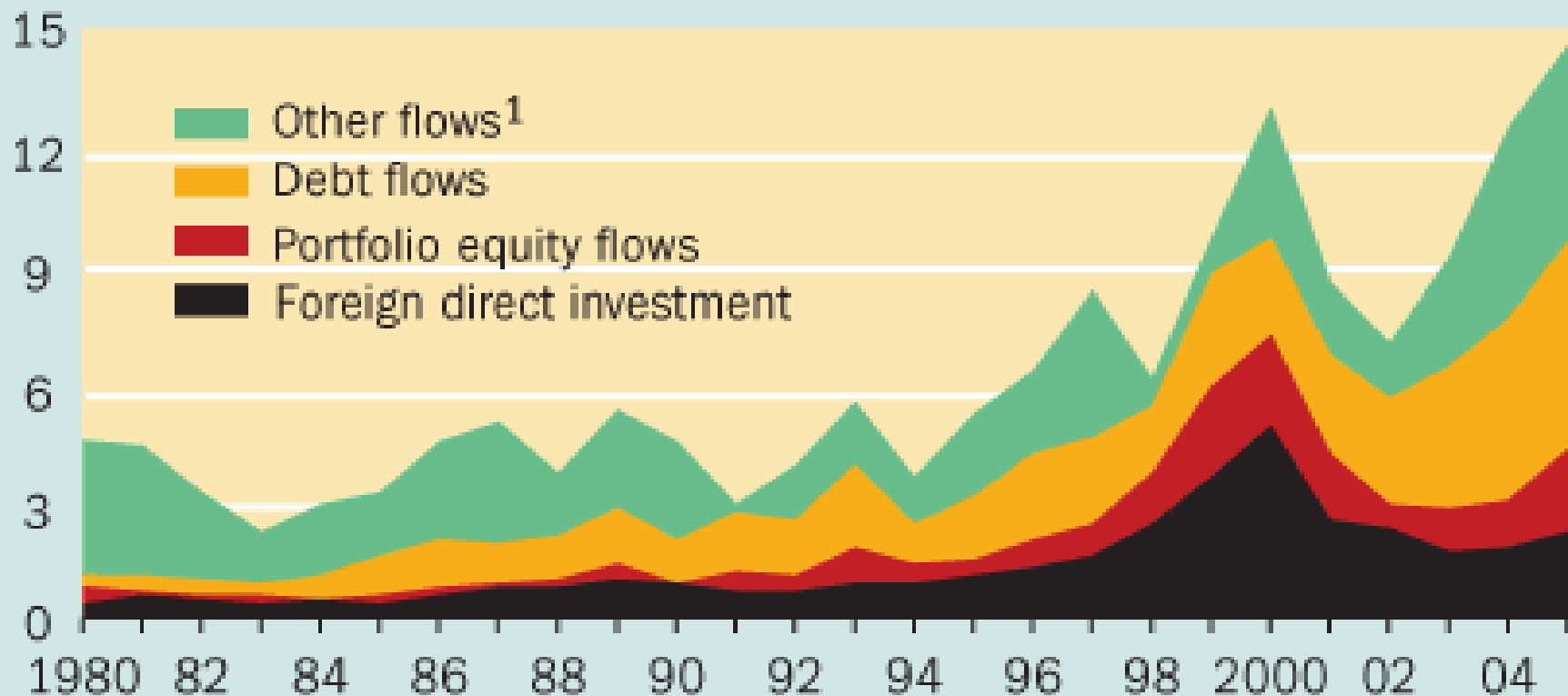
- Đầu tư trực tiếp (FDI)
- Đầu tư gián tiếp (PI)
- Vay và viện trợ (ODA)

Chart 1

New peaks

Gross international capital flows have risen dramatically since 1995.

(total global capital inflows, percent of world GDP)



Source: IMF, International Financial Statistics database.

¹Other flows include derivative transactions.

HUY ĐỘNG VỐN NƯỚC NGOÀI

Cần đánh giá giá trị các dòng vốn nước ngoài:

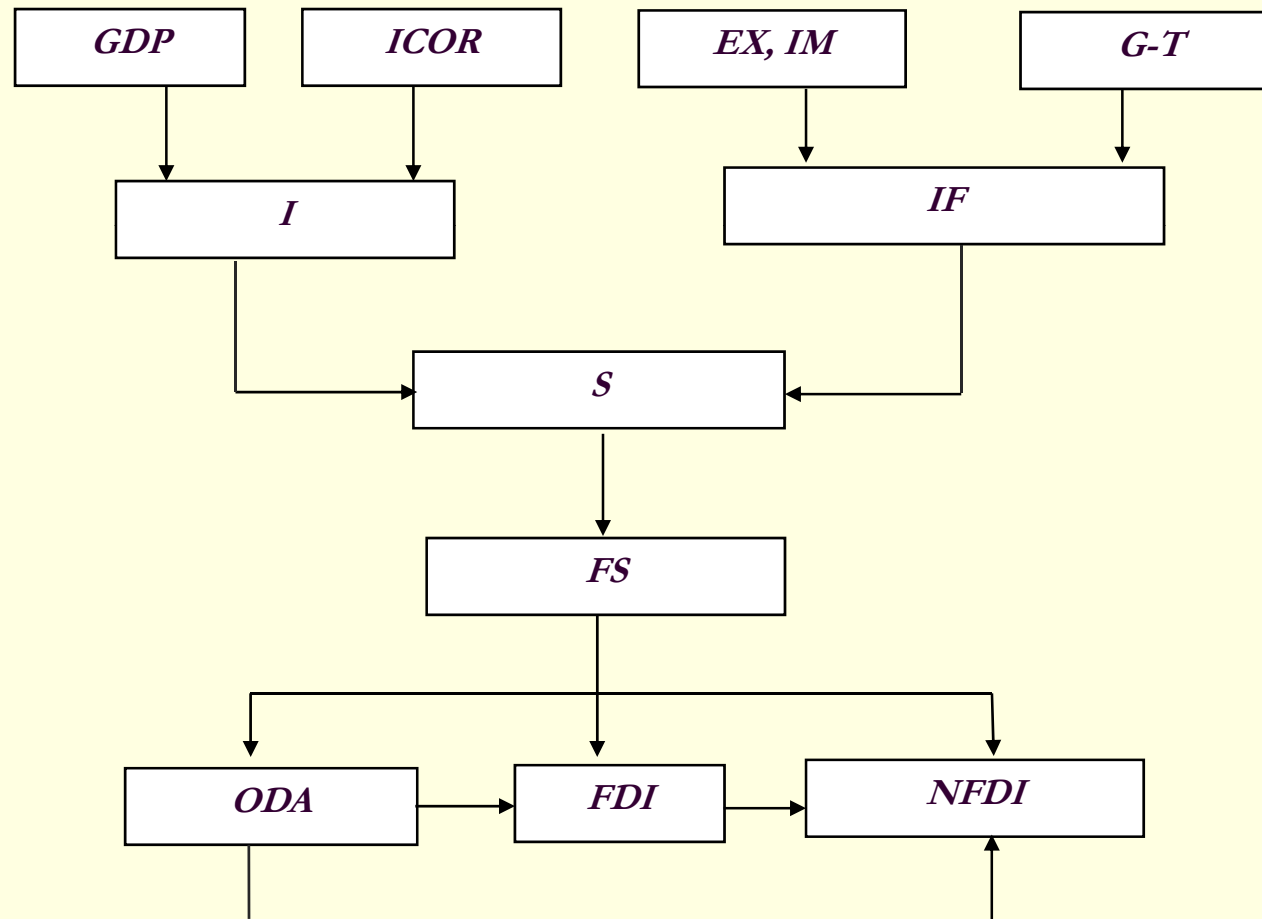
- *Dòng tiền lợi ích:*
 - Cung cấp ngoại tệ
 - Các ngoại tác tích cực

- *Dòng tiền chi phí:*
 - Chèn lấn đầu tư
 - Các ngoại tác tiêu cực
 - ...

Nền kinh tế huy động vốn nước ngoài phải có sự đánh đổi giữa lợi ích và chi phí. Hiệu quả huy động vốn nước ngoài:

Phúc lợi xã hội tăng khi dòng tiền lợi ích lớn hơn dòng tiền chi phí

Tất dự báo các nguồn vốn nước ngoài theo mô hình Harrod - Domar



ĐẦU TƯ TRỰC TIẾP NƯỚC NGOÀI

Lợi ích FDI:

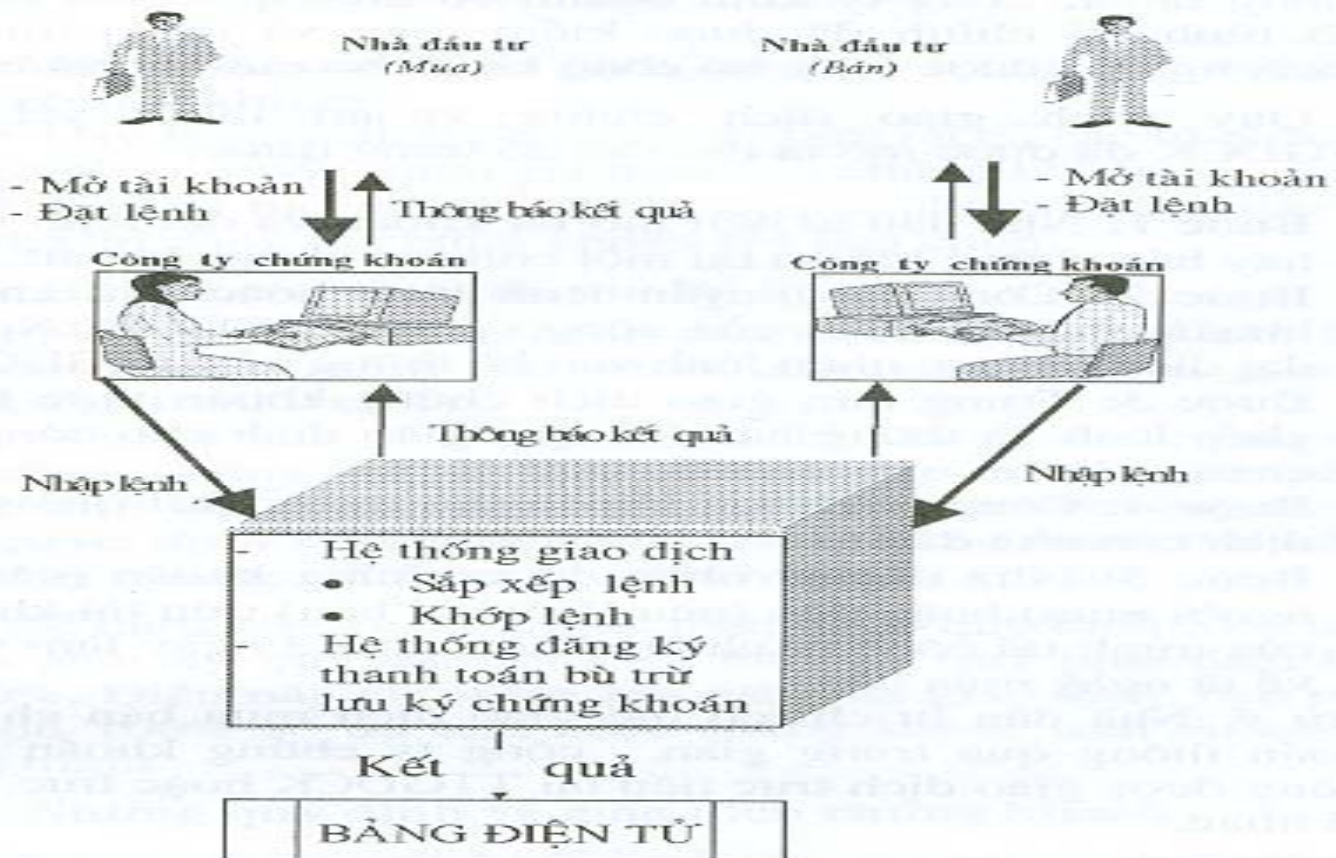
- Gia tăng tổng đầu tư ở nước nhận vốn.
- Gia tăng hiệu quả hơn nguồn đầu tư trong nước.
- Tác động lan tỏa làm tăng hiệu quả đầu tư:
 - Chuyển giao công nghệ
 - Cải thiện cơ sở hạ tầng
 - Gây áp lực cải thiện các thể chế

=> Các nước tăng cường cải thiện môi trường đầu tư => cạnh tranh

2/7/2009 Đồng thời tối thiểu hóa chi phí của FDI? 28

HUY ĐỘNG QUA THỊ TRƯỜNG VỐN

Thị trường chứng khoán mở cửa tiếp nhận sự đầu tư vốn của các nhà đầu tư nước ngoài thông qua giao dịch chứng khoán (đầu tư gián tiếp).



HUY ĐỘNG QUA THỊ TRƯỜNG VỐN

Xu hướng phát triển:

Động lực từ phía nhà đầu tư :

- Kỳ vọng lợi nhuận cao hơn
- Đa dạng hóa đầu tư

Vai trò tăng lên của các nhà đầu tư có tổ chức:

Ngân hàng, các quỹ đầu tư , quỹ bảo hiểm ...

Toàn cầu hóa thị trường tài chính:

Tự do hóa tài khoản vốn, bao gồm mở cửa thị trường cổ phiếu.

Chi phí và lợi ích của hình thức này?

HUY ĐỘNG QUA THỊ TRƯỜNG VỐN

Lợi ích:

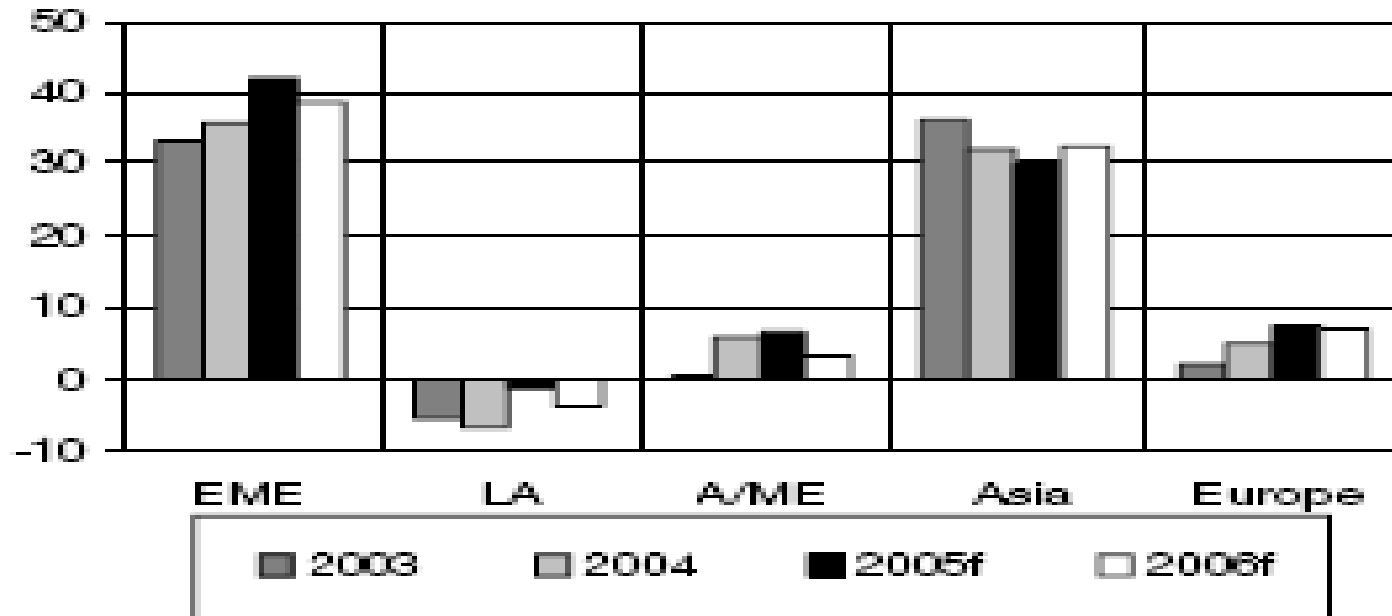
- Giảm chi phí vốn.
- Tạo áp lực cải thiện chất lượng thông tin và hiệu quả của thị trường chứng khoán:
 - Cơ chế thông tin
 - Dịch vụ kế toán
 - Dịch vụ môi giới và kinh doanh chứng khoán

HUY ĐỘNG QUA THỊ TRƯỜNG VỐN

Những mặt hạn chế

- Hiệu ứng tiêu cực:
 - Vấn đề thông tin không cân xứng .
 - Vấn đề người chủ và người thực hiện trong công ty/ chi phối quyền quản lý
- Hiện tượng lây nhiễm liên quốc gia
 - Chấn động ở một nước ảnh hưởng đến nước khác
 - Tháo chạy của các nhà đầu tư.

**Chart 8: Net Portfolio Investment by Region
(billions of U.S. dollars)**



EME: Những nền kinh tế Châu âu mới nổi

LA: Những nền châu Mỹ La tinh

A/ME: Những nền kinh tế Trung đông

VAY NỢ NƯỚC NGOÀI

Thực hiện dưới các hình thức: phát hành CK quốc tế và vay thương mại.

Mức độ vay nợ lệ thuộc tín nhiệm quốc gia.
Đánh giá tín dụng quốc gia trên 4 chỉ tiêu tổng hợp:

- *Cán cân thanh toán*
- *Tình hình phát triển kinh tế*
- *Nợ nước ngoài*
- *Tình hình tài khóa của chính phủ*

VAY NỢ NƯỚC NGOÀI

Các chỉ tiêu đánh giá:

- **Cán cân thanh toán**
 - Xuất khẩu / GDP (%)
 - Cán cân tài khoản vãng lai / GDP (%)
 - Vay nợ ròng / Xuất khẩu (%)
 - Dự trữ ngoại tệ / Nhập khẩu (tháng)
 - FDI ròng / GDP (%)

VAY NỢ NƯỚC NGOÀI

- **Tình hình kinh tế**
 - GDP đầu người
 - Tiết kiệm / GDP (%)
 - Đầu tư / GDP (%)
 - GDP thực (%)
 - Thất nghiệp
 - CPI (%)
 - Tín dụng nội địa cho khu vực tư nhân (%)

VAY NỢ NƯỚC NGOÀI

- **Nợ nước ngoài**
 - Tổng nợ nước ngoài / Xuất khẩu (%).
 - Nợ tư nhân / Xuất khẩu (%) .
 - Nợ ròng của khu vực công / Xuất khẩu (%).
 - Thanh toán lãi vay / Xuất khẩu (%).
- **Tình hình tài khóa của chính phủ**
 - Quy mô thu chi ngân sách/ GDP.
 - Thâm hụt ngân sách/GDP
 - Nợ công/GDP

External Debt Thresholds

Debt Ratios	Threshold	Viet Nam (2005)
NPV of debt-to-exports	150%	36%
NPV of debt-to-revenue excl grants	250%	95%
Debt service-to-exports	15%	2%
Debt service-to-revenue excl grants	10%	6%

VNam →

Moody's	S&P	Fitch	Definition
Aaa	AAA	AAA	Prime, Maximum Safety
Aa1	AA+	AA+	High Grade High Quality
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Upper Medium Grade
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Lower Medium Grade
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	Non-Investment Grade
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Highly Speculative
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC	In Poor Standing
Caa2	CCC+	-	
Caa3	CCC-	-	
Ca	CC	CC	Extremely Speculative
C	C	C	May be in Default
-	-	DDD	Default
-	-	DD	
-	D	D	

Xếp hạng các nước Asean

	Moody's		S&P		Fitch	
	Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook
China	A2	stable	A-	positive	A-	positive
Hong Kong	A1	stable	AA-	stable	AA-	stable
Indonesia	B2	positive	B+	positive	BB-	positive
Korea	A3	stable	A	stable	A	stable
Malaysia	A3	stable	A-	stable	A-	stable
Philippines	B1	negative	BB-	negative	BB	negative
Singapore	Aaa	stable	AAA	stable	AAA	stable
Thailand	Baa1	stable	BBB+	stable	BBB+	stable

Policy Dependent Thresholds

Thresholds (in percent)	Assessment of Institutional Strength and Quality of Policies		
	Poor CPIA \leq 2.9	Medium 2.9<CPIA<3.6	Strong CPIA \geq 3.6
NPV of debt-to-GDP	30%	45%	60%
NPV of debt-to-exports	100%	200%	300%
NPV of debt-to-revenue excl grants	200%	275%	350%
Debt service-to-GDP	15%	25%	35%
Debt service-to-revenue excl grants	20%	30%	40%

Country Policy and Institutional Assessment (CPIA)

VỐN ODA

Nguồn vốn ODA rất cần thiết trong sự phát triển của các nước đang phát triển (Mô hình Harrod-Domar, Lý thuyết Samueson, Mô hình hai khoảng cách)

ODA bao gồm các khoản chuyển giao song phương và đa phương:

- Khoản không hoàn lại.
- Khoản vay ưu đãi.
- Trợ cấp nhân đạo.
- Tiền bồi thường.

Một dự án tài trợ để được coi là hỗ trợ ODA thì yếu tố không hoàn lại ít nhất là 25%.

VỐN ODA

Có 4 yếu tố quyết định khoản không hoàn lại:

- Thời gian trả nợ.
- Thời gian ân hạn.
- Lãi suất khoản nợ.
- Tỷ lệ chiết khấu.

Tất cả biểu hiện qua công thức:

$$GE = F - \sum_{t=1}^T \frac{P_t}{(1+k)^t}$$

VAY ODA

Trong đó:

- GE: Yếu tố không hoàn lại
- F: Giá trị danh nghĩa của ODA
- T : Thời gian trả nợ
- Pt Tổng khoản tiền gốc và lãi phải trả vào năm thứ t
- K : Tỷ lệ chiết khấu

Yếu tố không hoàn lại sẽ cao khi:

- Lãi suất thấp.
- Tỷ lệ chiết khấu cao.
- Thời gian trả nợ dài

VAY ODA

Có 3 vấn đề tranh luận về đánh giá tác động:

Tính bất phân định (fungibility):

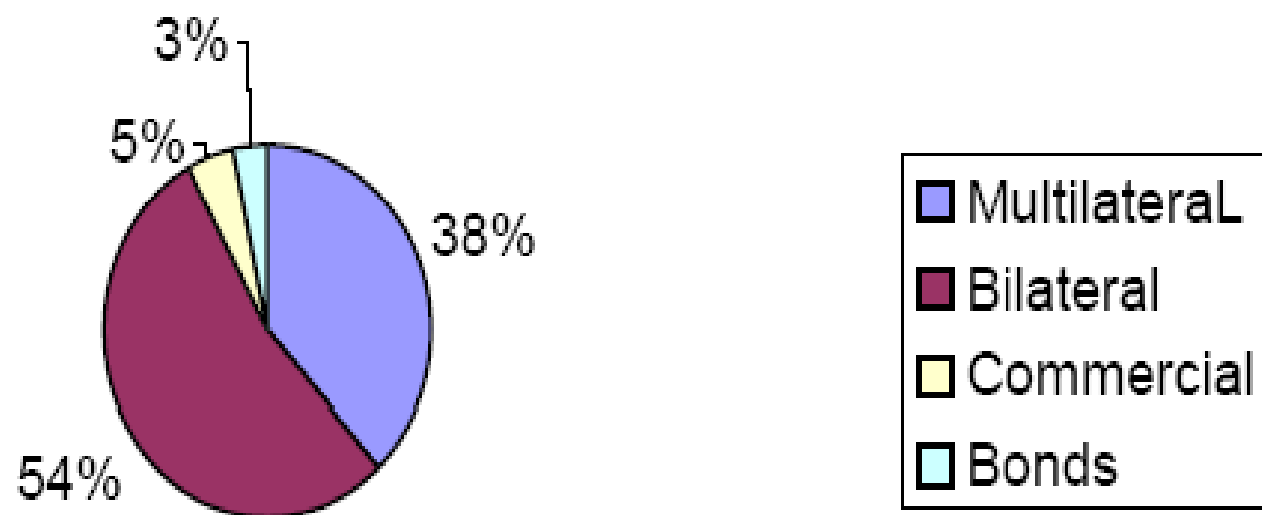
Viện trợ không gây ra sự tăng trưởng như mong muốn, không làm tăng phúc lợi. Vì viện trợ nhằm vào đúng chỗ mà ngay cả nếu không có viện trợ thì nước chủ nhà cũng vẫn phải đầu tư vào đó.

Sự thoái lui đầu tư trong nước (Crowding out of domestic saving):

Viện trợ làm giảm tiết kiệm trong nước

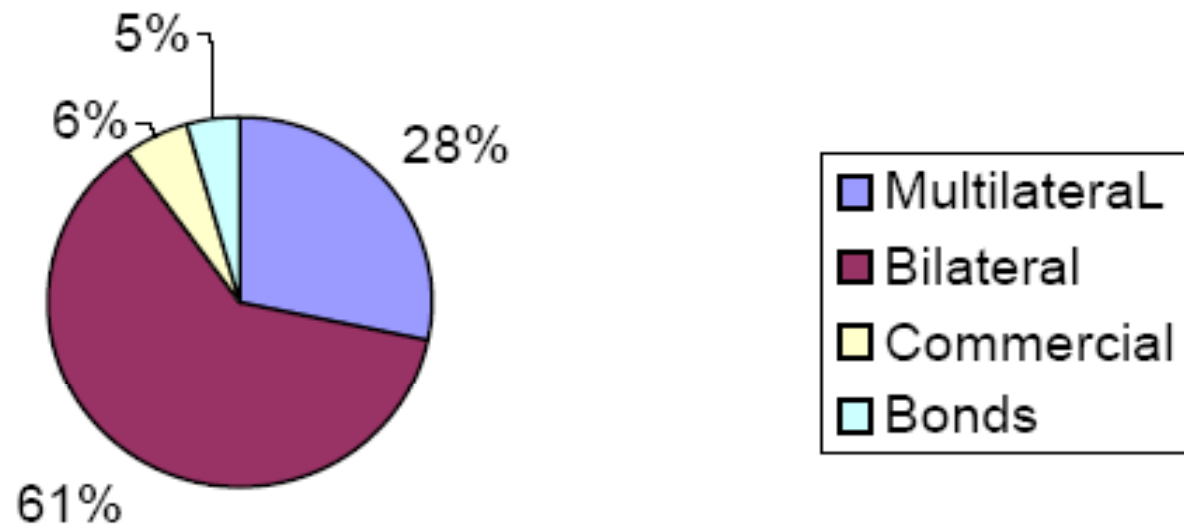
Gây hiện tượng giảm giá ngoại tệ

Graph 1 - External Debt Structure - Nominal Value



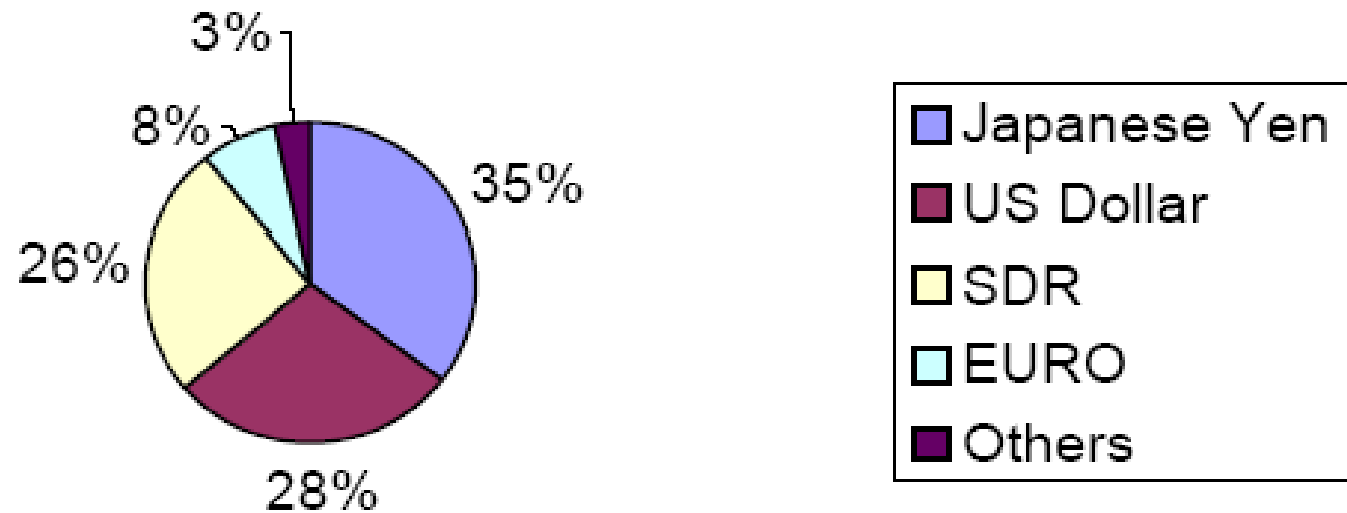
Số liệu năm 2003

Graph 2 - External Debt Structure - Present Value



Số liệu năm 2003

Graph 3 - Currency Composition



Số liệu năm 2005

Tham khảo