

Hội nhập tài chính quốc tế

Chi phí & Lợi ích



Nội dung

1. *Hội nhập tài chính* là gì?
2. *Lợi ích* và *chi phí* của hội nhập tài chính?

Hội nhập tài chính là gì?

- Không có thước đo hay định nghĩa chung
- *Mở cửa tài chính* và sự *di chuyển dòng vốn* tự do xuyên quốc gia
 - *Financial integration is intended as equalization of prices among assets with similar risk and return profiles among a group of countries—the so called “law of one price” (Fukuda, 2011).*
 - *Financial integration is interpreted as reduction in the cost for trading financial assets (Martin, 2011).*
- Thị trường vốn quốc tế là trung tâm - nơi các quốc gia giao dịch tài sản (cổ phiếu và trái phiếu):
 - Giao dịch tiền tệ trên thị trường ngoại hối: vai trò quan trọng
 - Thành phần: ngân hàng thương mại, công ty, tổ chức tài chính phi ngân hàng, ngân hàng trung ương...

Hội nhập tài chính

- Hội nhập tài chính quốc tế xảy ra khi việc kiểm soát các giao dịch được bãi bỏ và tài khoản vốn và tài chính cho phép các nguồn lực tài chính vào và ra.
- Các rào cản gia nhập vào thị trường nội địa của các định chế tài chính nước ngoài cũng được bãi bỏ và các tổ chức này được tự do tiếp cận các hoạt động thị trường và các dịch vụ tài chính.
- Thị trường tự do bù đắp cho lạm phát trong nước bằng sự điều chỉnh của tỷ giá hối đoái và lãi suất nội địa.
- Về lý thuyết, tốc độ mà theo đó lạm phát, tỷ giá và lãi suất đạt trạng thái cân bằng là bằng chứng về mức độ hội nhập giữa hệ thống tài chính nội địa và các thị trường tài chính quốc tế.

Các loại hội nhập tài chính quốc tế

1. Hội nhập của *khu vực công*: vay bằng cách phát hành nợ bằng tiền nước ngoài và tiền trong nước. Người nước ngoài có thể mua trên thị trường nước nhà phát hành.
2. Hội nhập của *khu vực doanh nghiệp*: FDI, vốn cổ phần và vay xuyên biên giới ở các thị trường của các quốc gia khác nhau.
3. Hội nhập *sâu rộng hơn của khu vực doanh nghiệp*: nhà đầu tư cá nhân và có tổ chức mua/bán cổ phiếu và trái phiếu của các doanh nghiệp của các nước khác nhau ở các thị trường tài sản của các quốc gia này.
4. Hội nhập của *khu vực ngân hàng*: thị trường liên ngân hàng quốc tế nơi mà các ngân hàng có thể vay/cho vay tạm thời với nhau.

Peter B. Kenen (2007)

Đo lường hội nhập tài chính

- Căn cứ
 1. Thị trường ngoại hối
 2. Cơ hội kinh doanh chênh lệch lãi suất
 3. Quản lý rủi ro: thị trường ngoại hối kỳ hạn
- Thước đo và kiểm định
 1. *Rào cản*
 - Chỉ số Quinn-Toyoda và Schindler về kiểm soát vốn tập trung vào các hạn chế tài khoản vốn
 - Chỉ số Chinn-Ito (KAOPEN: độ mở tài chính): Đa tỷ giá, Hạn chế CA, hạn chế KA, xuất khẩu
 2. *Lượng*
 - Tổng doanh số trên thị trường ngoại hối
 3. *Giá*
 - Kinh doanh chênh lệch giá cho cùng tài sản xuyên biên giới

Annual Report
on
Exchange Arrangements
and Exchange Restrictions
2014

International Monetary Fund

Tài liệu 109 trang, IMF
Phiên bản 2015 sẽ xuất
bản vào cuối 2015

Changes during 2014

Status under IMF Articles of Agreement

Exchange measures

Exchange arrangement

Arrangements for payments and receipts

Resident accounts

Nonresident accounts

Imports and import payments

Exports and export proceeds

Payments for invisible transactions and current transfers

Proceeds from invisible transactions and current transfers

Capital transactions

Repatriation and surrender requirements

Controls on capital and money market instruments

Controls on derivatives and other instruments

Controls on credit operations

Controls on direct investment

Controls on liquidation of direct investment

Controls on real estate transactions

Controls on personal capital transactions

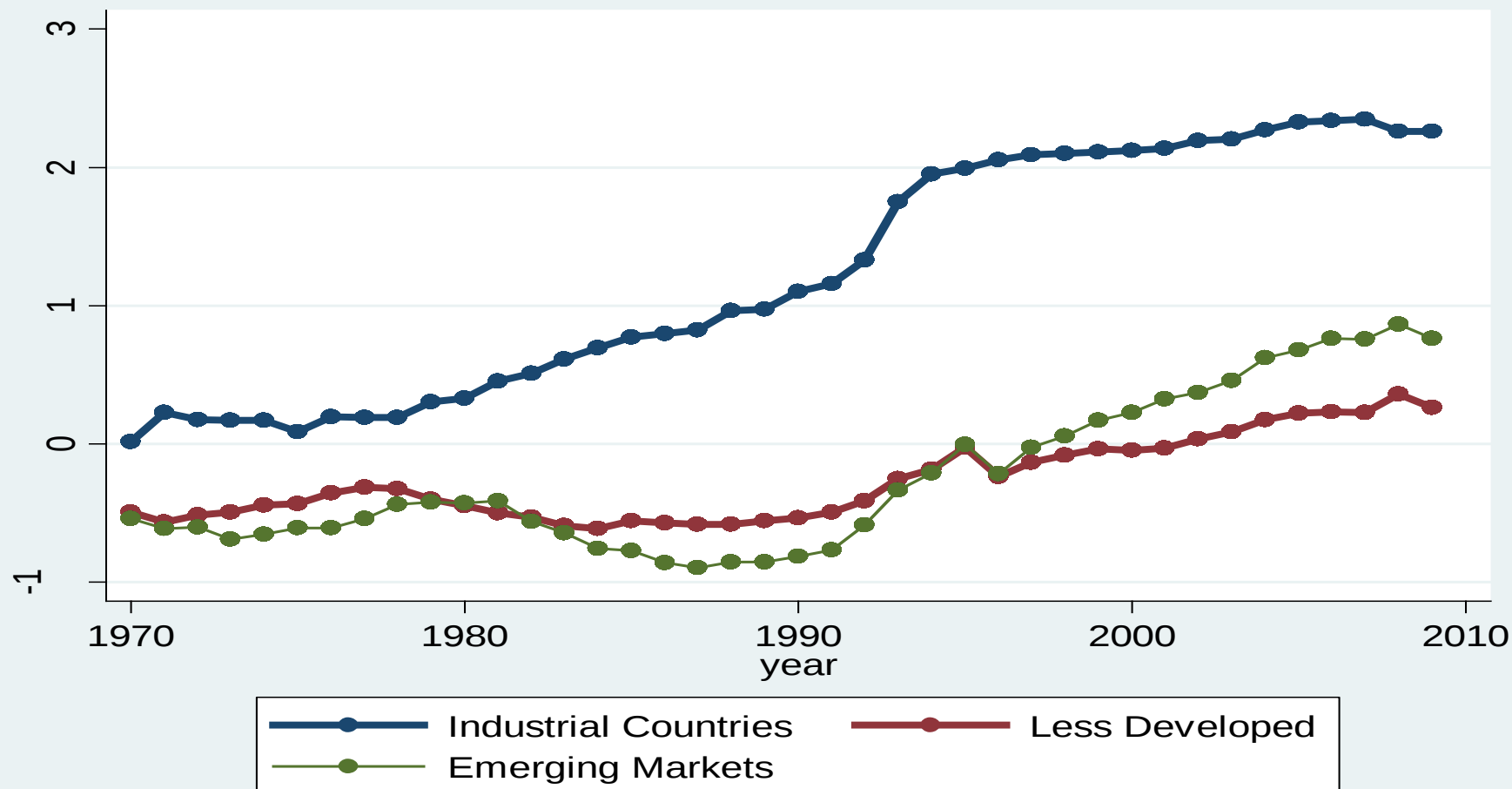
Provisions specific to the financial sector

Provisions specific to commercial banks and other credit institutions

Provisions specific to institutional investors

Thước đo Rào cản Tài chính

Figure 1: Development of *KAOPEN* for Different Income Groups



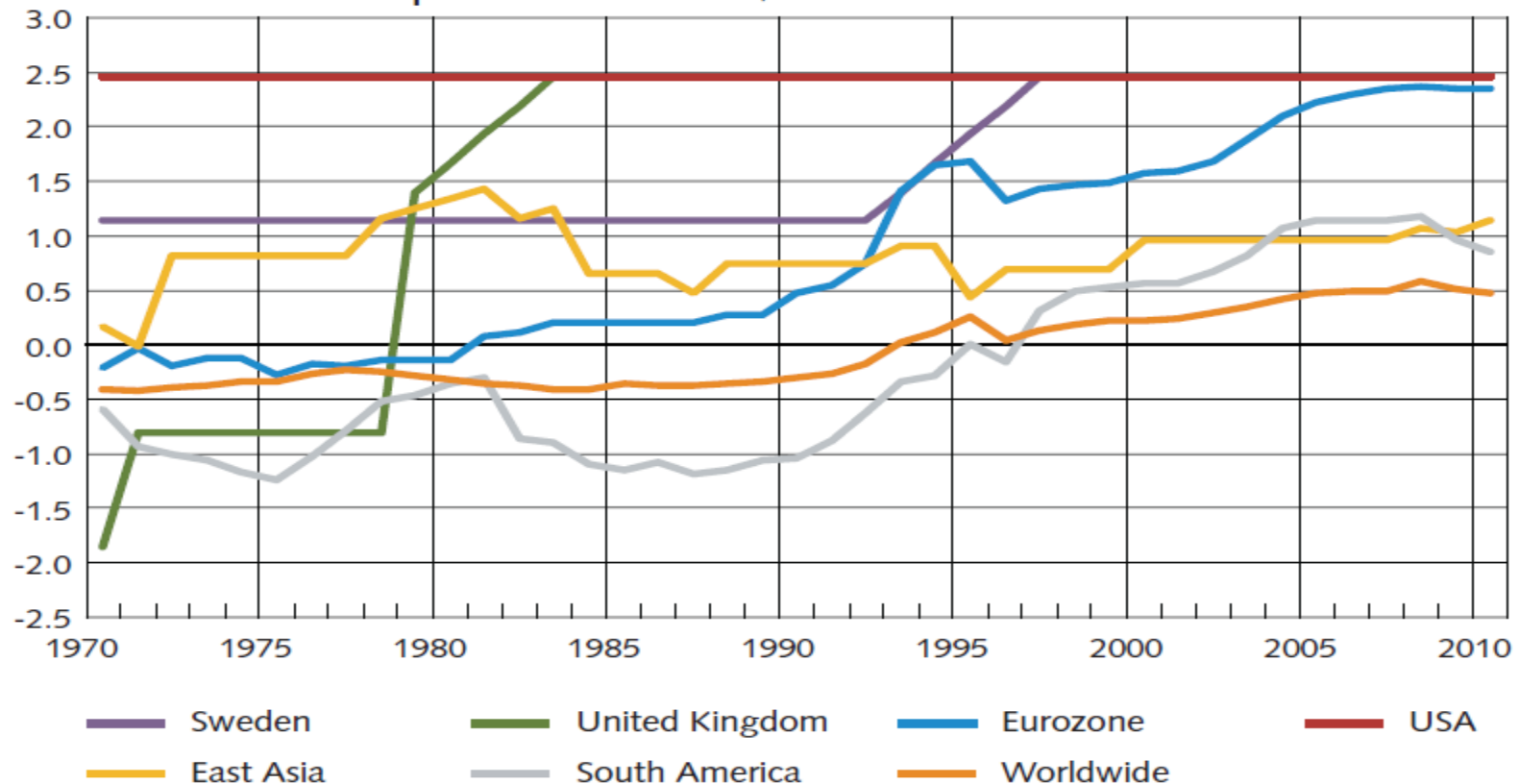
Menzie Chinn & Hiro Ito, "A New Measure of Financial Openness"

(*Journal of Comparative Policy Analysis*, 2008), updated July 2010

http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.

One way of studying developments in relation to the regulation of cross-border financial transactions is to gauge the so-called financial openness of countries.

Chart 4. Financial openness of countries, Chinn-Ito index

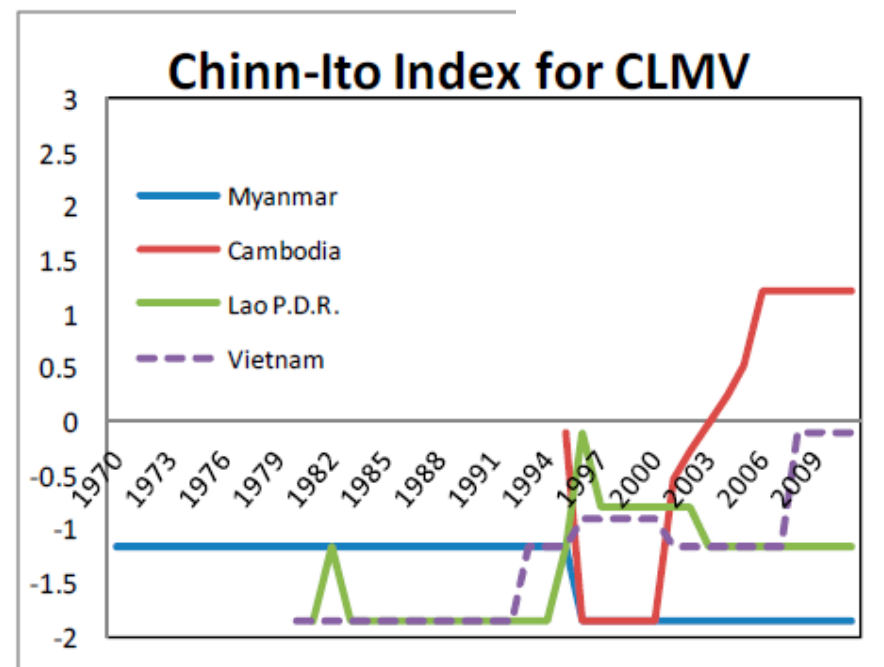
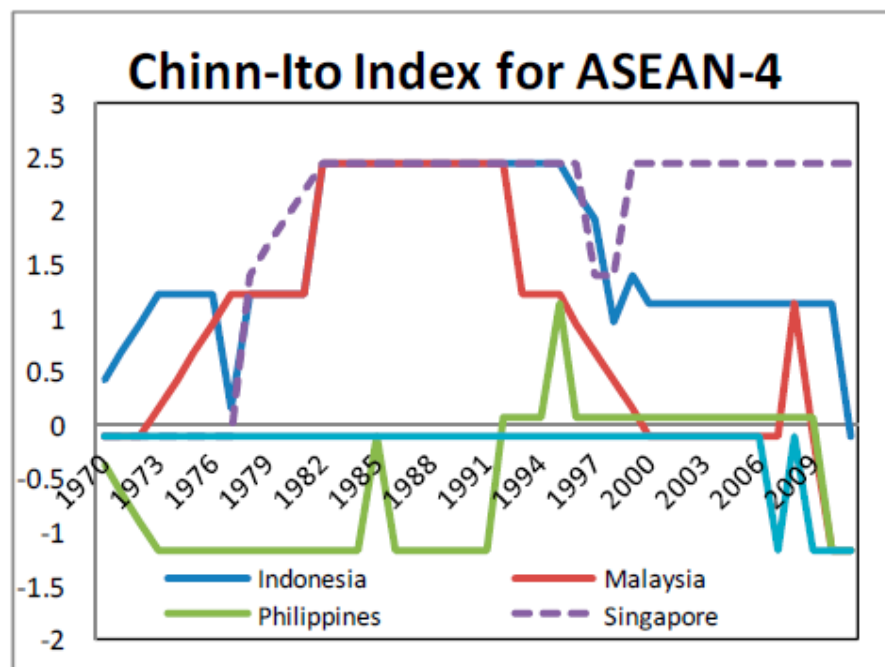


Note. The index is based on binary dummy variables which codify the tabulation of restrictions for cross-border financial transactions as reported in the *IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*. The data used for the various geographical areas is unweighted averages. For further information, see Chinn and Ito (2008).

Sources: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm and the Riksbank

According to the Chinn-Ito index, as a result of a package of liberalization measures phased in from 2001 onward, Cambodia was the second most financially open economy in ASEAN in 2011. However, capital flows mostly take the form of FDI and official grants. Portfolio inflows remain limited (low de facto financial openness) given that the relevant domestic financial markets are still being developed. Similarly,

Source: Vargas (2014).

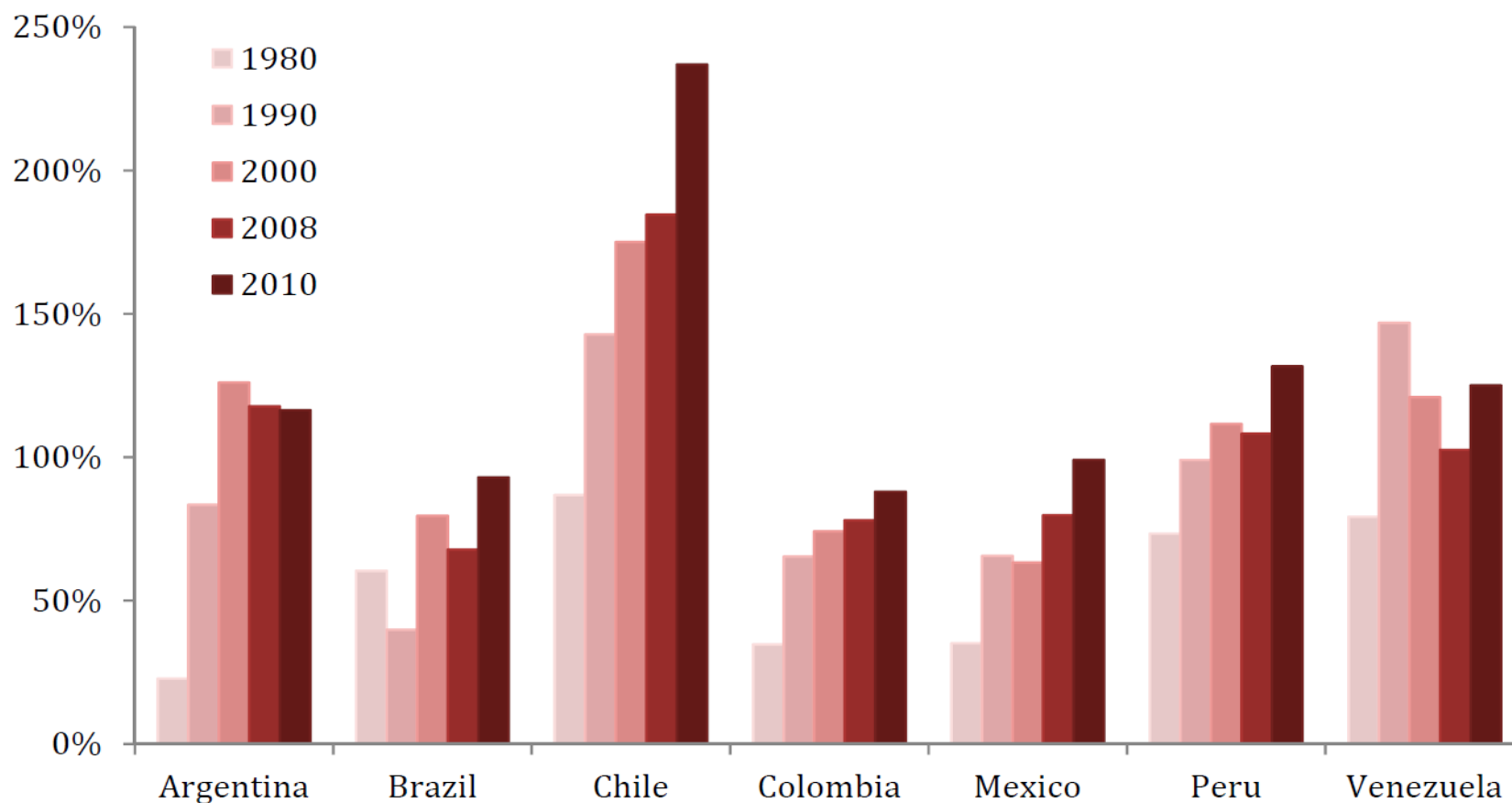


Lao P.D.R., Vietnam, and Myanmar have historically displayed relatively low financial openness. Perhaps reflecting their limited exposure to volatile portfolio flows, the CLMV countries did not tighten their capital account restrictions with the onset of the GFC. It should be noted that Myanmar's recent liberalization and unification of the exchange rate is not yet reflected in the Chinn-Ito index shown in the chart.

The Quinn-Toyoda and Schindler indices of capital controls focus on capital account restrictions (see Vargas (2014)). In contrast, the Chinn-Ito index measures four categories of restrictions on external transactions: (i) the presence of multiple exchange rates; (ii) restrictions on current account transactions; (iii) restrictions on capital account transactions; and (iv) requirements regarding the repatriation of export proceeds.

Kiểm định về Lượng cho thấy sự gia tăng hội nhập tài chính quốc tế ở châu Mỹ La Tinh

Figure 5. International financial integration in Latin America
(% of GDP)



Thước đo về Giá

Kinh doanh chênh lệch giá cho cùng tài sản xuyên biên giới

End of the line

Average premium of shares in Shanghai over Hong Kong, for big firms listed in both places
100=equal value



Source: CEIC

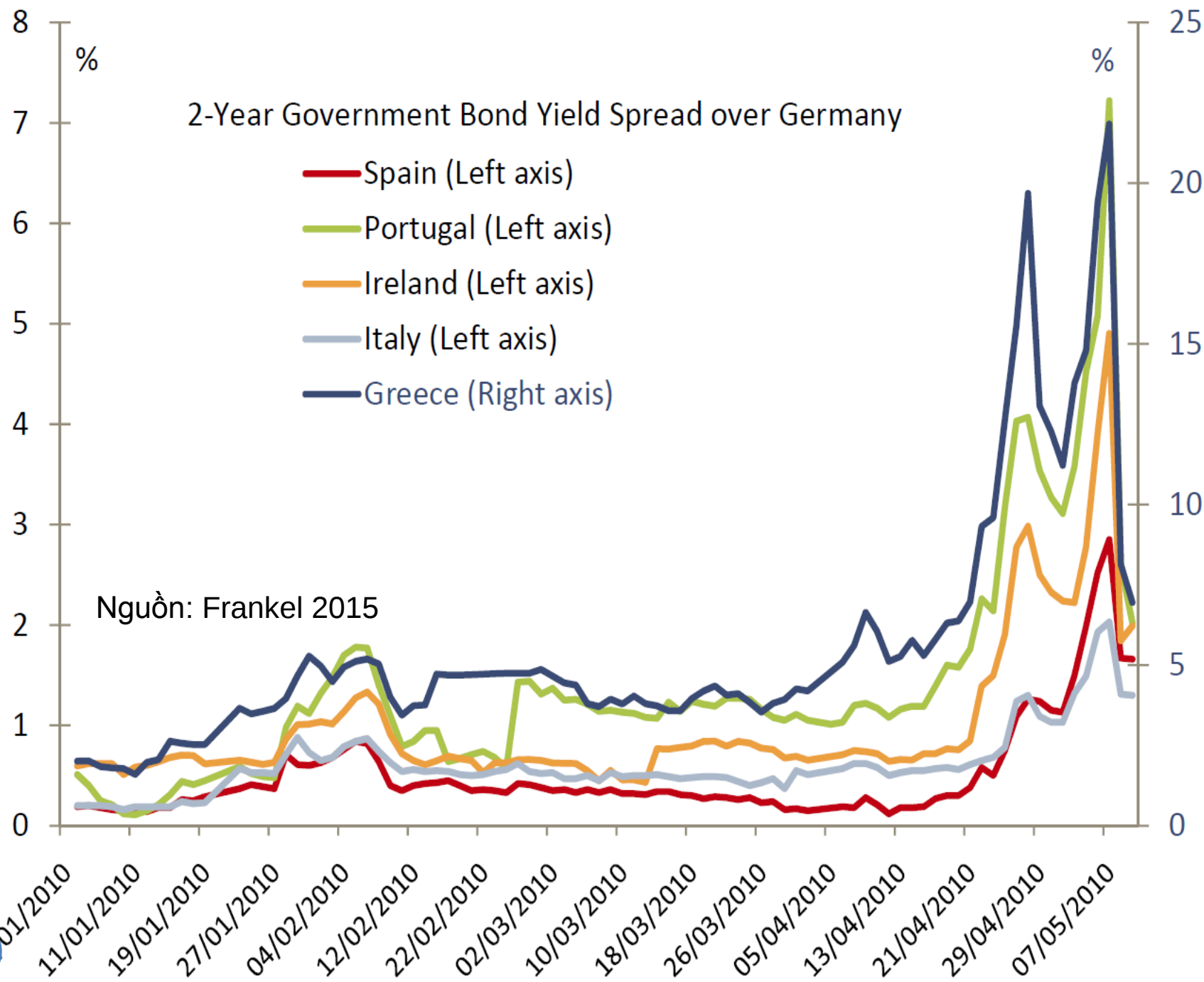
Thước đo về Giá

- Ngang bằng lãi suất [Interest rate parity (IRP)]
 - Ví dụ: Uncovered interest parity (UIP)
- Tại sao $R \neq R^*$?
 - Yếu tố tiền tệ: $\% \Delta E \dots$
 - Yếu tố quốc gia:
 - Rủi ro vỡ nợ
 - Kiểm soát vốn
 - Kiểm soát vốn tương lai
 - Thuế đánh vào giao dịch đầu tư xuyên biên giới
 - Chi phí giao dịch
 - Thông tin không hoàn hảo...

2-Year Government Bond Yield Spread over Germany

- Spain (Left axis)
- Portugal (Left axis)
- Ireland (Left axis)
- Italy (Left axis)
- Greece (Right axis)

Nguồn: Frankel 2015



Các thước đo khác (quốc gia đang phát triển)

1. Bank International Activities Ratio (%)

$$\frac{\text{Banks' Total Foreign Assets and Liabilities}}{\text{Banks' Total Assets and Liabilities}}$$

2. Inward Foreign Direct Investments to GDP Ratio (%)

$$\frac{\text{Annual Stock of Inward Foreign Direct Investments}}{\text{Gross Domestic Product}}$$

3. Private Capital Flows to GNP Ratio (%)

$$\frac{\text{Net Inward Private Capital Flows}}{\text{Gross National Product}}$$

1. Tỷ số hoạt động quốc tế của ngân hàng. Tỷ số này càng cao thì mức liên kết quốc tế của hệ thống ngân hàng của quốc gia đó càng cao.
2. Tỷ số FDI vào hàng năm so GDP. Đo mức liên kết quốc tế của khu vực thực.
3. Tỷ số dòng vốn tư nhân vào ròng (vay và FPI) so GNI.

Nguồn: Yoon S. Park (1999)

Bàn về hội nhập tài chính quốc tế

Hiện còn nhiều tán thành và phản đối về thị trường tài chính mở

1. Lợi ích của hội nhập tài chính
2. Chi phí? Thị trường tài chính mở có vận hành tốt trong thực tế?
3. Bằng chứng về dòng vốn ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi

Lợi ích của hội nhập tài chính

- Theo lý thuyết, tất cả các bên đều hưởng lợi, nhờ vào
 - Hòa hòa cơ hội, phân bổ nguồn vốn quốc tế tốt hơn
 - Đa dạng hóa tránh rủi ro tốt hơn
- Đối với các nước đang phát triển thành công, dự án nội địa sinh lợi cao, đầu tư có thể được tài trợ rẻ hơn từ việc vay bên ngoài hơn chỉ là từ nguồn tiết kiệm nội địa
 - Khai thác vốn cổ phần và vay từ bên ngoài
- Nhà đầu tư ở nước giàu dư vốn, đầu tư ra bên ngoài sẽ có sinh lợi cao hơn
- Các hộ gia đình có thể dần trải tiêu dùng theo thời gian
- Cơ hội cho các ngân hàng tham gia thị trường liên ngân hàng quốc tế
- Các định chế tài chính nước ngoài vào sẽ giúp cải thiện tính hiệu quả của các thị trường tài chính nội địa
 - Hướng những định chế nội địa không hiệu quả và bị điều tiết quá mức, tuân theo kỷ cương cứng rắn của cạnh tranh
 - Chính phủ đối mặt với tính kỷ cương của các thị trường tài chính quốc tế trong bối cảnh họ gây nên các sai lầm chính sách

Phúc lợi đạt được từ các thị trường tài chính mở

1. Ngay cả không có sự tái phân bổ sản lượng liên thời gian, người tiêu dùng vẫn hưởng lợi (vay bên ngoài để dàn trải tiêu dùng)
2. Ngoài ra, các doanh nghiệp có thể vay bên ngoài để tài trợ đầu tư

THE INTERTEMPORAL-OPTIMIZATION THEORY OF THE CURRENT ACCOUNT, AND WELFARE GAINS FROM INTERNATIONAL BORROWING

Figure 21.A.1

Borrowing from Abroad, with Fixed Output in Both Periods

The horizontal axis represents the current period; the vertical axis the future period. A represents given levels of output in the two periods. If the country is relatively impatient to consume, at B it can borrow to finance a relatively greater level of current consumption C_0 at the expense of lower consumption C_1 next period.

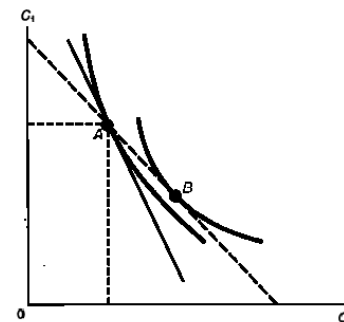
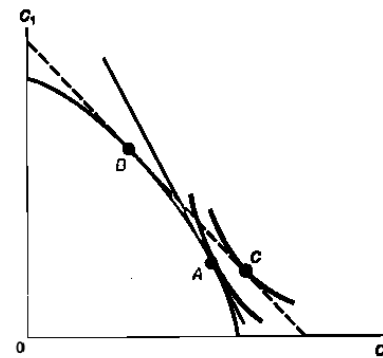


Figure 21.A.2
Borrowing from Abroad, with Investment

The possibility of physical investment means that there is a transformation frontier between output in the two periods. The country can divert resources to future production at B and borrow more to finance current consumption at C, thereby realizing further welfare gains.



Lý thuyết này có vận hành tốt trong thực tế?

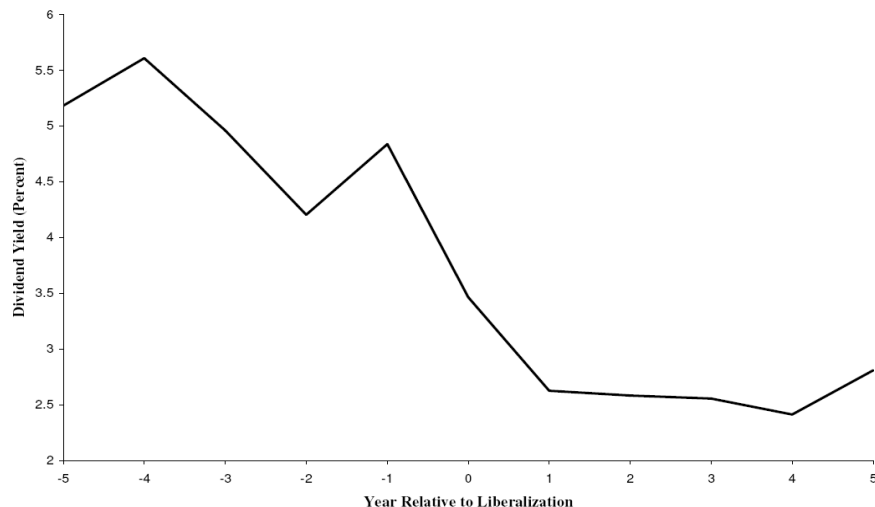


Figure 3. The Cost of Capital Falls When Countries Liberalize the Capital Account.

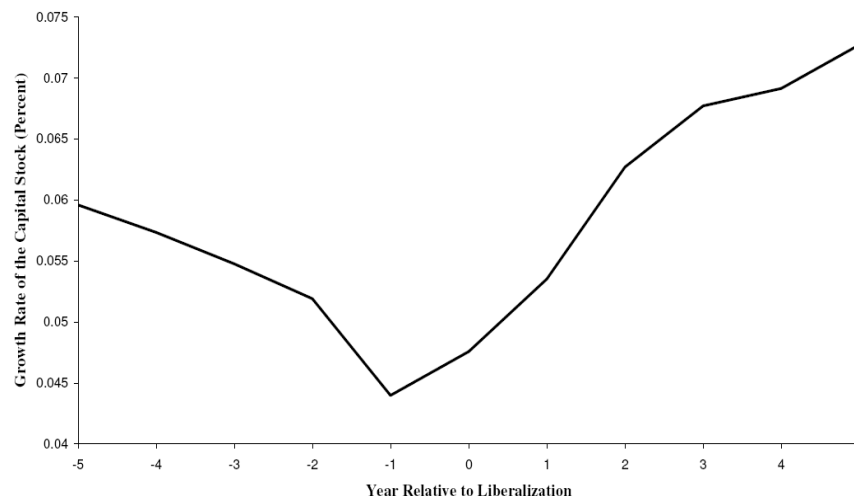


Figure 4. Investment Booms When Countries Liberalize the Capital Account.

Có!

Khi các quốc gia mở cửa thị trường chứng khoán cho các nhà đầu tư nước ngoài

Chi phí vốn cổ phần cho các doanh nghiệp nội địa giảm

Tự do hóa xảy ra ở năm "0"

Có!

Hiệu quả khi các quốc gia mở cửa thị trường chứng khoán của họ đối với các nhà đầu tư nước ngoài cho đầu tư

Tuy nhiên, các chỉ báo cho thấy các thị trường tài chính *không luôn luôn* vận hành thật tốt trong thực tế

1. Nghịch lý Lucas [The Lucas Paradox]
2. Các dòng vốn thuận chu kỳ
3. Các cuộc khủng hoảng

Nghịch lý Lucas

- Các dòng vốn không di chuyển một cách có hệ thống từ nước giàu (K/L cao) sang nước nghèo (K/L thấp)
 - Robert Lucas (1990), “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?” *AER*.
 - Leo ngược dốc (flows uphill)
 - Định chế yếu, vấn đề quyền sở hữu...

Dòng vốn thuận chu kỳ

- Dòng vốn thuận, không phải nghịch chu kỳ
 - Kaminsky, Reinhart & Végh (2005) “When it rains, it pours”
- Giải thích khả dĩ: các nước đang phát triển
 - Yêu cầu thế chấp vay vốn đi kèm giá trị tài sản thay đổi tăng khi bùng nổ và giảm khi suy sụp
 - Thuế phụ thuộc chu kỳ (T tăng khi bùng nổ, và chính phủ bị áp lực tăng G)
 - Chu kỳ kinh tế chính trị
 - Dự báo lạc quan quá mức trong những thời kỳ bùng nổ
 - Dòng vốn vào và chính sách tiền tệ thuận chu kỳ dưới cơ chế tỷ giá cố định

Dòng vốn vào lớn gây bất ổn. Tại sao?

- Vốn vào lớn gây lạm phát giá tài sản và tăng giá hàng phi ngoại thương.
- Tỷ giá thực bị định giá cao.
- Doanh nghiệp tích lũy nợ ngoại tệ.
- Nguy cơ phá giá và vỡ nợ dây chuyền: doanh nghiệp kéo theo ngân hàng.
- Nguy cơ nợ công và khả năng gánh nặng nợ công do doanh nghiệp vay bên ngoài – vỡ nợ và trách nhiệm giải cứu/đền bù người gửi tiền.

Các cuộc khủng hoảng

Hàng loạt khủng hoảng nợ, tiền tệ, ngân hàng từ 1980s đến nay [*dùng đột ngột*]

- Vốn vào lớn, bất ngờ ra cũng lớn, ít tín hiệu ở giữa để giải thích về sự thay đổi.
- Lây nhiễm lan đến những nơi có nền tảng vững mạnh.
- Khủng hoảng gây suy thoái trầm trọng ngay cả khi các hệ thống này đang vận hành tốt.

Box 2

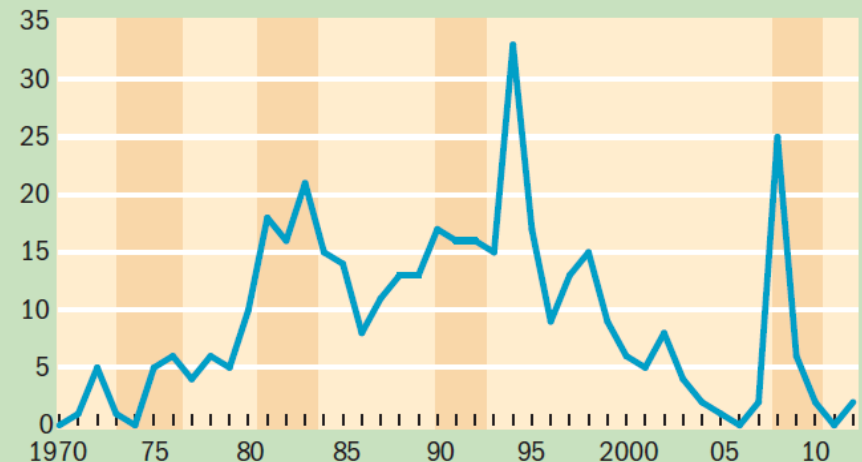
Recurrent financial crises

Financial crises have interrupted economic growth around the world. Roughly 400 of them took place between 1970 and 2013. Advanced economies experienced only 35 crises, half of them after 2007. Emerging market economies had 218 financial crises, most of them in the 1980s and 1990s, especially during the 1997 Asian financial crisis. Currency crises were the most prevalent, accounting for half of all crisis episodes. Banking and debt crises accounted for the rest. It is still impossible to predict the location and time of the next financial crisis.

Financial crises are widespread

Between 1970 and 2013 there were more than 400 banking, currency, or debt crises.

(number of financial crises)



Source: Laeven and Valencia (2013).

Note: The shaded bars represent the three years surrounding global recessions—which occurred in 1975, 1982, 1991, and 2009.

IMF 2014

Sudden Stops: Determinants and Effects

Sudden stops in capital flows may lead to excessive exchange rate depreciation, credit busts, and asset price deflation, and thus may destabilize the domestic economy. As early as 2004, the observed clustering of sudden stops across countries highlighted the importance of assessing individual countries' vulnerability to external shocks (Calvo, Izquierdo, and Mejia 2004; Magud and Vesperoni 2014).

There are two types of sudden stops: inflow driven, when foreign investors sharply reduce, discontinue, or withdraw their investments; and outflow driven, when residents invest heavily abroad. Both may be preceded by a surge of capital inflows, although not necessarily (Magud and Vesperoni 2014). Calderón and Kubota (2011) find that inflow-driven stops tend to be most clustered in time but that outflow-driven stops, which are generally more spread out over time, have recently become more frequent. The type of stop also influences the subsequent state of the domestic economy: an inflow-driven stop tends to lead to lower growth than would an outflow-driven stop, including lower gross domestic investment, lower GDP per worker, and lower total factor productivity.

Nghiên cứu cho thấy mở cửa tài chính chỉ hữu ích khi các quốc gia có

- Mức thu nhập nhất định
- Độ sâu tài chính, chất lượng thể chế và các cải cách khác
- Kỹ cương vĩ mô
- Tự do hóa tài chính chỉ nên thực hiện sau các cuộc cải cách

Bộ ba bất khả thi tài chính (A financial trilemma)

1. *Ổn định tài chính* (Financial stability)
2. *Kiểm soát cấp độ quốc gia* nhiều hơn chính sách an toàn tài chính toàn cầu (National control over financial safeguard policy)
3. *Di chuyển vốn quốc tế tự do* (Freedom of international capital movements)

Vốn di chuyển tự do yêu cầu đồng tiền có khả năng chuyển đổi ở 3 cấp độ

Một nước đóng các giao dịch tài chính quốc tế (-3), thì có thể điều tiết các ngân hàng một cách nghiêm ngặt (2) mà không phải lo lắng về giao dịch chênh lệch giá xuyên biên giới, do vậy thúc đẩy ổn định tài chính nội địa (1) bất kể những định chế điều tiết nước ngoài làm gì.

Nếu quốc gia cam kết thiết kế và ứng dụng các quy tắc an toàn theo hệ thống tài chính toàn cầu để miễn nhiệm trước các áp lực chính trị quốc gia (-2) sẽ có thể tận hưởng ổn định tài chính (1) và mở cửa tài chính (3) cùng lúc.

Ocampo 2009

“Lãi suất ngang bằng (chi phí vay hay tài trợ bên ngoài, phí bù rủi ro quốc gia và tỷ lệ mất giá nội tệ kỳ vọng) giảm trong thời kỳ bùng phát và tăng khi khủng hoảng. Nếu theo xu hướng này, chính sách tiền tệ có tính thuận chu kỳ và làm trầm trọng thêm sự biến động sản lượng. Nhưng nếu tăng lãi suất trong thời kỳ bùng phát và giảm lãi suất khi khủng hoảng, đi ngược xu hướng lãi suất ngang bằng, thì có thể làm tệ hơn tình trạng bất ổn tỷ giá hối đoái.”

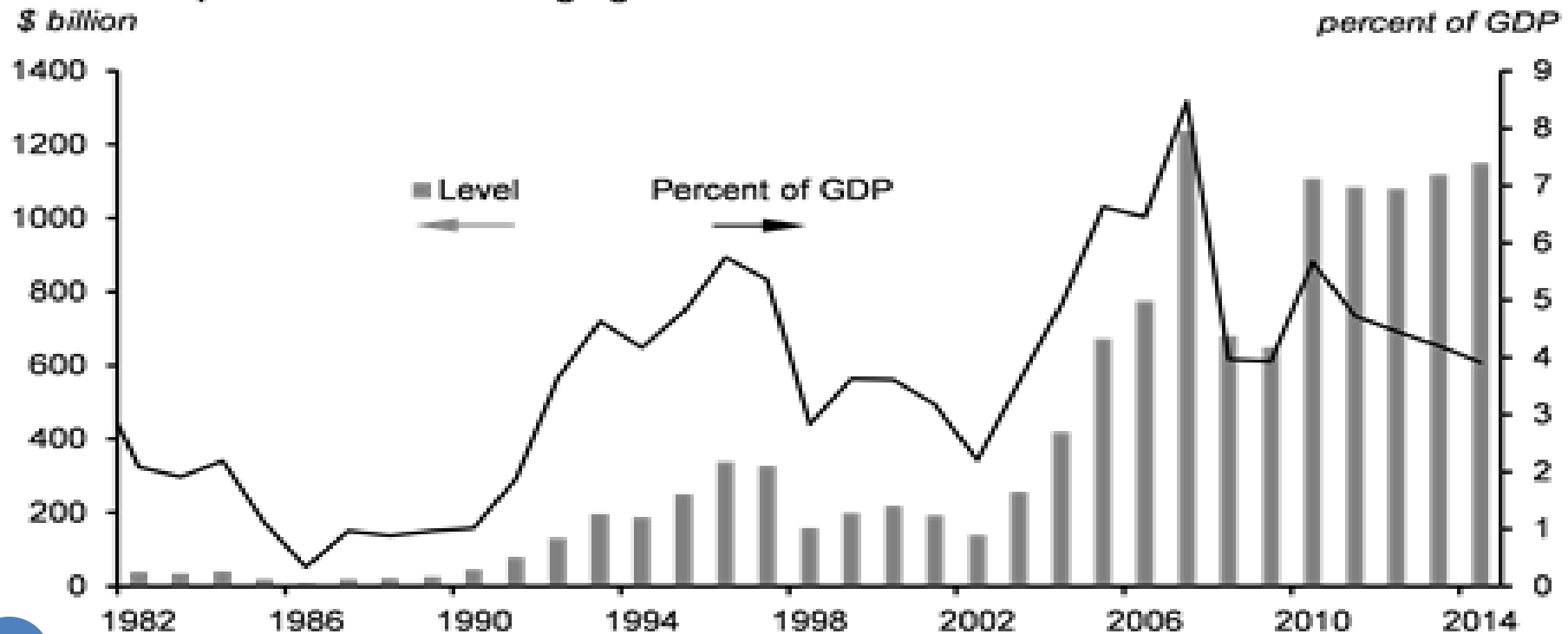
Chi phí hội nhập tài chính ở đây là gì?

Chính sách tiền tệ theo hướng nào cũng gặp khó!

3 chu kỳ dòng vốn cùng các đợt khủng hoảng ở EMs

- Cuối 1970s, kết thúc bởi khủng hoảng nợ quốc tế 1982-89
- 1990-96, kết thúc bởi khủng hoảng châu Á 1997-98
- 2003-2008, kết thúc bởi GFC 2008-09?

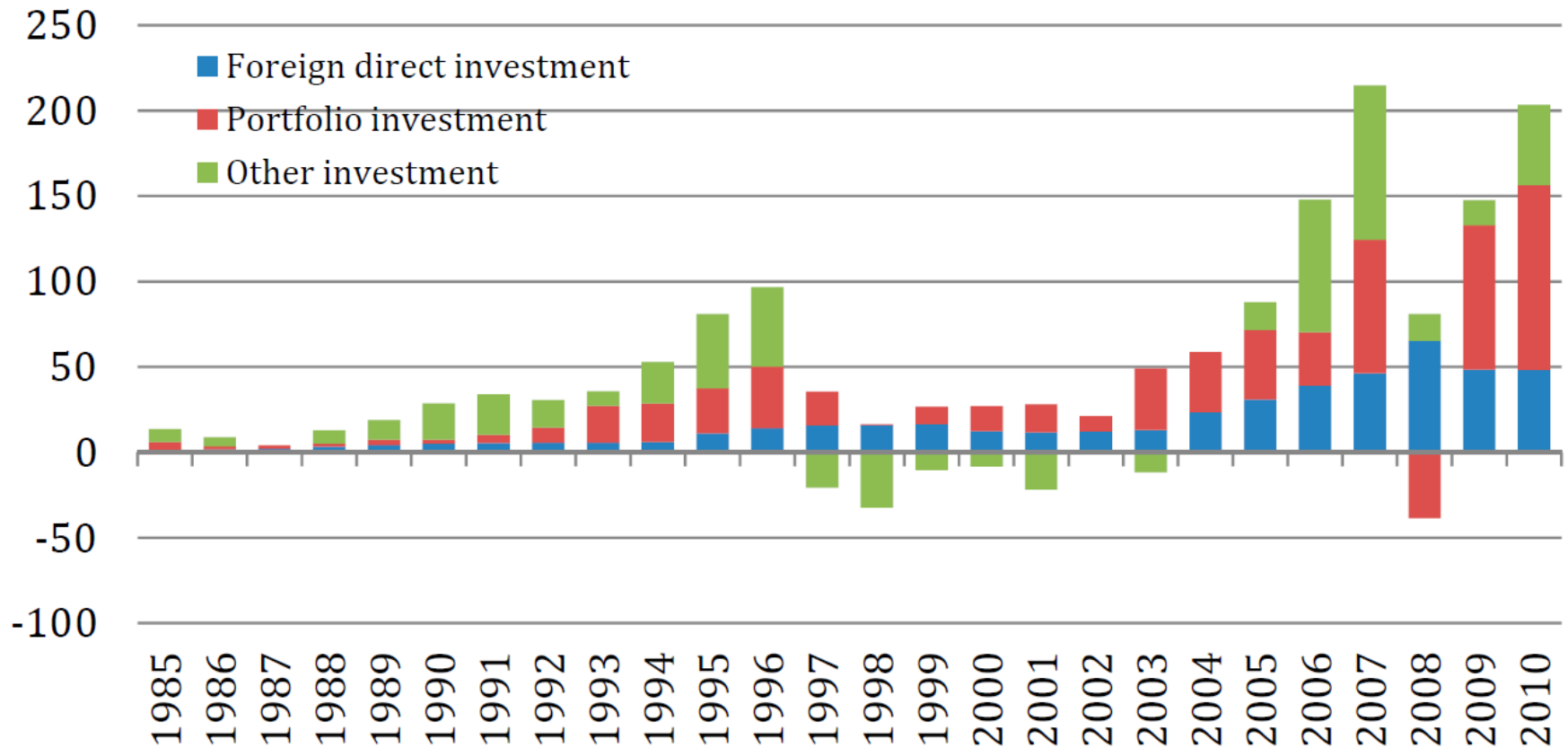
Private Capital Inflows to Emerging Market Economies
\$ billion



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

Dòng vốn quay lại châu Á vào 1990s và một lần nữa vào 2003-2012

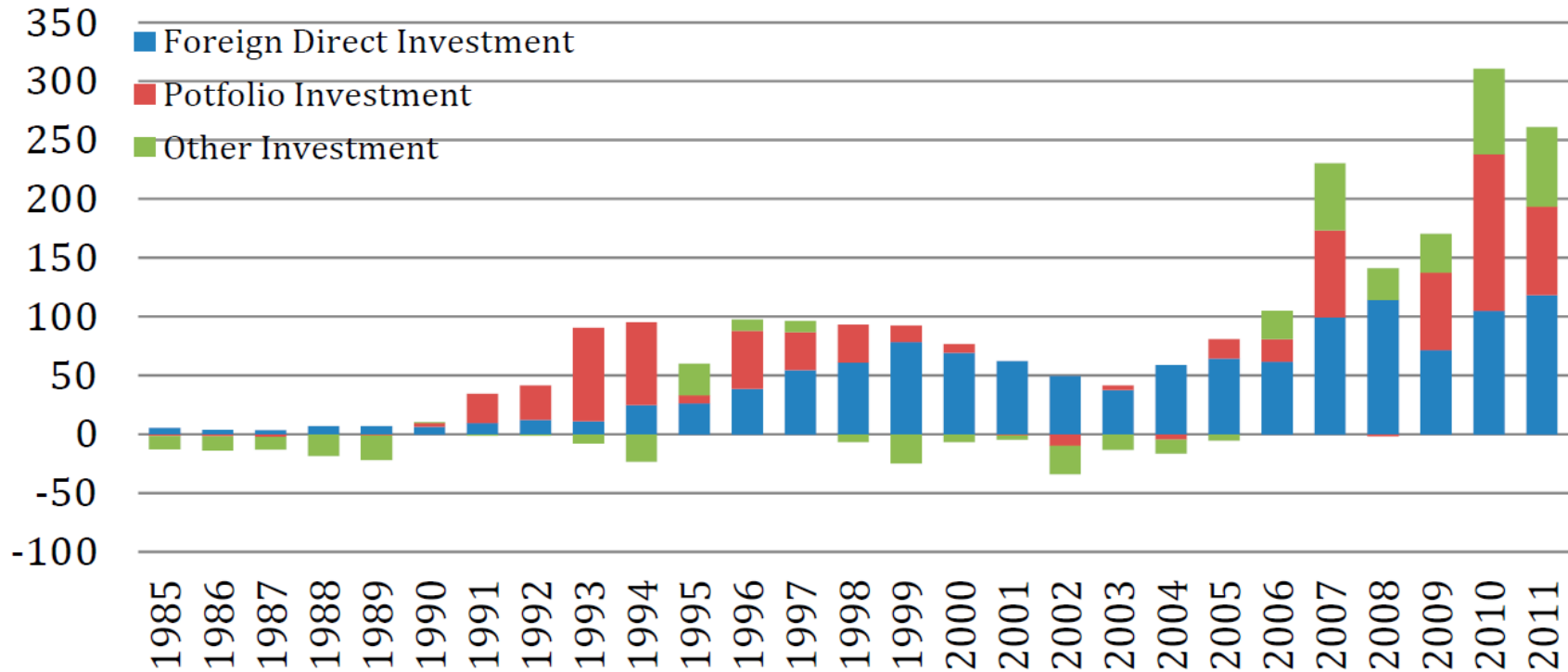
(b) Asia



Dòng vốn quay lại châu Mỹ La Tinh vào 1990s và một lần nữa vào 2003-2012

Figure 3. Gross capital Inflows
(billions of U.S. dollars)

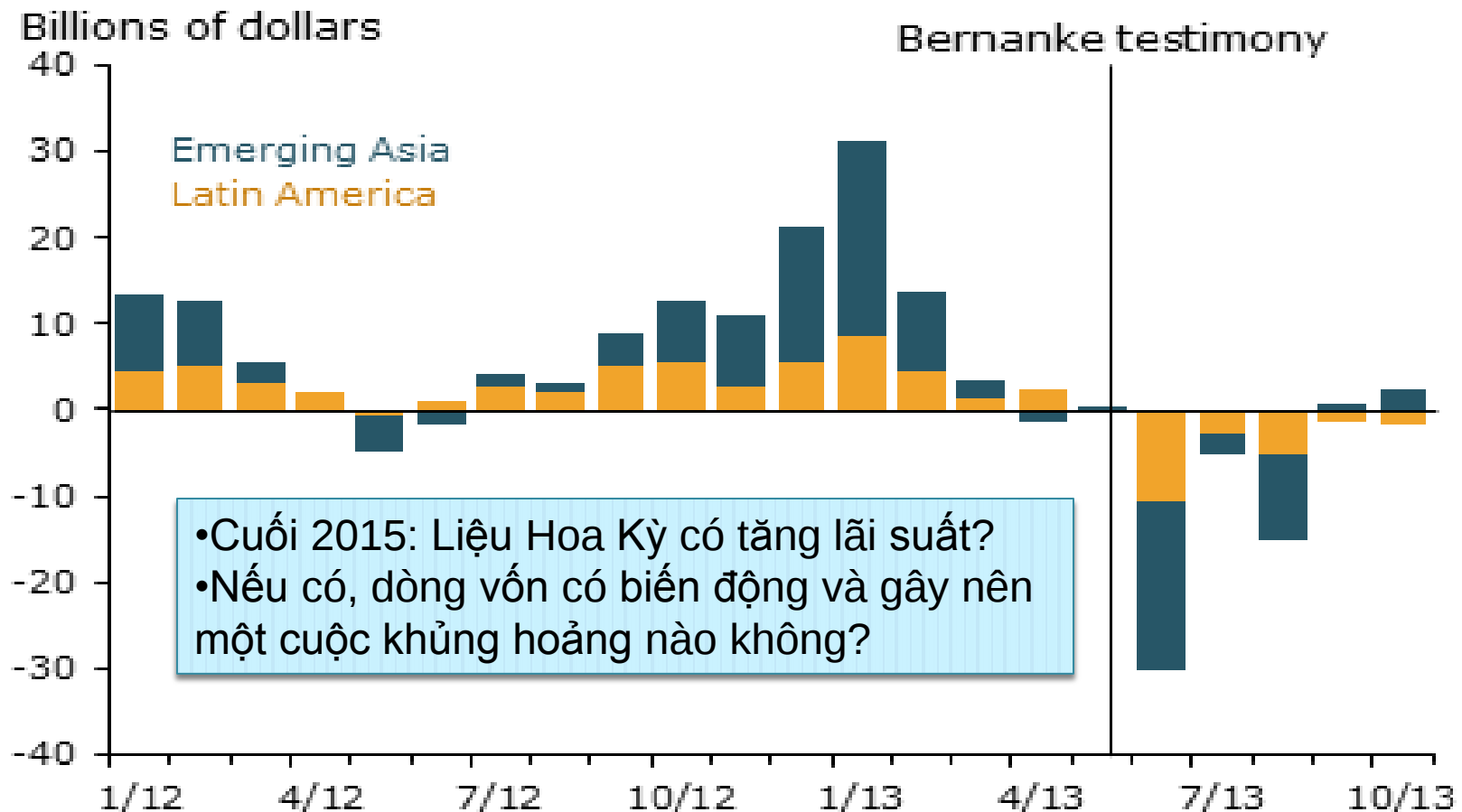
(a) Latin America



Nguyên nhân dòng vốn quay lại EMS vào 1990s và 2003-2012

- Các yếu tố kéo [“Pull” factors] (trong nước): Cải cách kinh tế
 1. Tự do hóa kinh tế => môi trường thị trường thuận lợi
 2. Tư nhân hóa => bán tài sản
 3. Ổn định hóa tiền tệ => sinh lợi cao hơn
 4. Dỡ bỏ kiểm soát vốn => mở cho các dòng vốn
- Các yếu tố đẩy [“Push” factors] (bên ngoài): Môi trường tài chính toàn cầu
 1. Nhiều danh mục đầu tư từ quỹ tương hỗ các nước giàu
 2. Lãi suất thấp ở các nước giàu

Sau khi Fed có dự kiến tăng lãi suất “taper talk” vào 5/2013, dòng vốn vào EMs đảo chiều lần nữa



Nguồn: Trích từ Frankel (2015)

Jay Powell, 2013, “Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies.”
Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, Nov.
<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2014/march/federal-reserve-tapering-emerging-markets/>

Kết luận

- Hội nhập tài chính có nhiều lợi ích và chi phí.
- Thực tế, các thị trường tài chính không luôn vận hành tốt trong thực tế.
- Mở cửa tài chính chỉ hữu ích với những điều kiện đi kèm.
- Cần kết hợp quy định chặt chẽ và giám sát hệ thống cẩn trọng.