

BÀI GIẢNG 15: DÒNG VỐN VÀ NGANG BẰNG LÃI SUẤT

ĐỖ THIÊN ANH TUẤN

TRƯỜNG CHÍNH SÁCH CÔNG VÀ QUẢN LÝ

ĐẠI HỌC FULBRIGHT VIỆT NAM



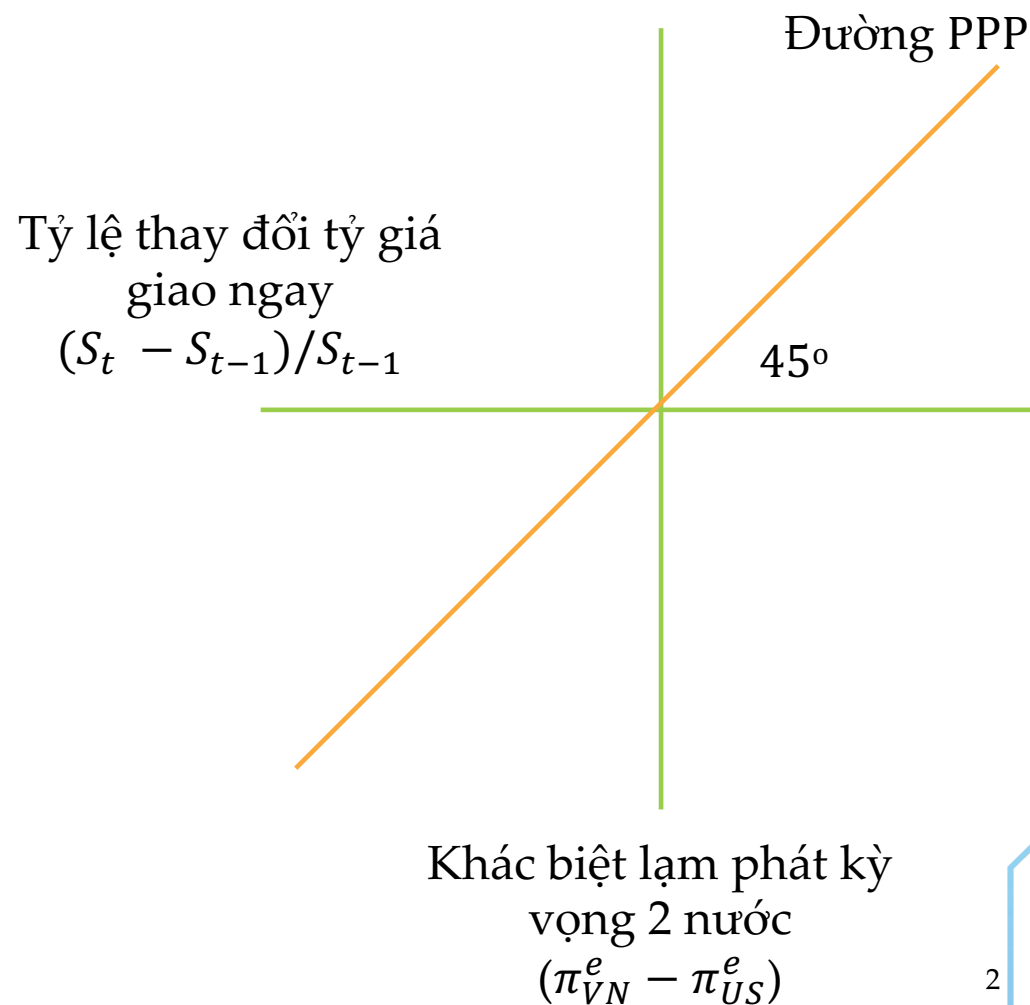
1

Niềm tin của tôi là không có gì có thể diễn đạt bằng toán học lại không thể diễn đạt bằng cách sử dụng cẩn thận các từ ngữ văn học.

Paul Samuelson

QUAN HỆ GIỮA TỶ GIÁ VÀ LÃI SUẤT

- Quan hệ giữa tỷ giá với giá cả: **PPP**
 - PPP được xác lập khi không có cơ hội kinh doanh chênh lệch giá trên **thị trường hàng hóa**
- Quan hệ giữa tỷ giá với lãi suất: **IRP**
 - IRP được xác lập khi không có cơ hội kinh doanh chênh lệch giá trên **thị trường tài chính**
- Do giá tài sản tài chính điều chỉnh trước thông tin mới **nhANH hơn** so với giá hàng hóa nên PPP không xác lập trong ngắn hạn



KIỂM NGHIỆM PPP

- Vấn đề giải thích:
 - Mức giá nào nên được sử dụng làm mức giá chung?
 - Ngắn hạn hay dài hạn?
- Vấn đề lý thuyết:
 - Các giả định không thực tế
 - Vấn đề thống kê (rõ hàng hóa thống nhất?)
 - Bỏ qua sự lưu động của dòng vốn
 - Quan hệ nhân quả giữa tỷ giá và giá cả?
- Các kết quả kiểm nghiệm:
 - Dài hạn
 - Hàng hóa ngoại thương và khu vực dịch vụ
 - Các nước có vị trí địa lý gần nhau
 - Tỷ lệ lạm phát cao trong tương quan với đối tác thương mại

PHƯƠNG PHÁP TÀI SẢN

- Nguyên tắc cốt lõi của Phương pháp độ co giãn là Luật một giá (nghĩa là ngang bằng sức mua) trên thị trường hàng hóa.
- Nguyên tắc cốt lõi của Phương pháp tài sản cũng là Luật một giá, nhưng được áp dụng cho tài sản thay vì hàng hóa.
- Luật một giá đúng trong thị trường tài sản khi lãi có điều chỉnh rủi ro của tài sản ở thị trường trong nước và thị trường nước ngoài là như nhau. Đây còn được gọi là **Ngang bằng Lãi suất không bảo hiểm** (Uncovered Interest Parity – UIP).

$$i_{VND} = i_{USD} + \frac{E(S) - S}{S} + \rho$$

Trong đó:

i_{VND} là lãi suất của tài sản trong nước

i_{USD} là lãi suất của tài sản nước ngoài

S là tỷ giá danh nghĩa giao ngay

$E(S)$ là tỷ giá danh nghĩa giao ngay kỳ vọng trong tương lai

ρ là số đo độ rủi ro tương đối của tài sản trong nước so với tài sản nước ngoài

Lưu ý: $[E(S) - S]/S$ là tỷ lệ mất giá kỳ vọng của nội tệ và vì vậy là tỷ lệ tăng giá kỳ vọng của ngoại tệ.

LÝ THUYẾT NGANG BẰNG LÃI SUẤT (IRP)

- **Nền tảng cơ bản:**

- Dòng vốn dịch chuyển giữa hai quốc gia là do sự chênh lệch lãi suất giữa hai nước đó
- Quy mô chênh lệch là yếu tố cực kỳ quan trọng dẫn đến quy mô chênh lệch giữa tỷ giá giao ngay với tỷ giá kỳ hạn giữa hai đồng tiền
- Phần bù kỳ hạn có mối liên hệ chặt chẽ với sự chênh lệch lãi suất giữa các nước

- ☞ **Nhà đầu tư có thể đầu tư trong nước hoặc nước ngoài:**

- ✓ Đổi đồng nội tệ ra ngoại tệ theo tỷ giá giao ngay => đầu tư đồng ngoại tệ vào các công cụ thị trường tiền tệ ở nước ngoài => đổi trở lại đồng tiền nội tệ theo tỷ giá kỳ hạn của thị trường.

NGANG BẰNG LÃI SUẤT KHÔNG BẢO HIỂM (UIP)

- Lý thuyết ngang giá lãi suất không bảo hiểm (UIP) phát biểu rằng chênh lệch lãi suất giữa hai quốc gia sẽ bằng với sự thay đổi tương đối của tỷ giá hối đoái trong cùng thời kỳ.
- Nếu UIP không thỏa mãn thì sẽ có cơ hội kiếm lợi nhuận phi rủi ro bằng cách sử dụng mô thức kinh doanh chênh lệch tiền tệ (currency arbitrage) hoặc kinh doanh chênh lệch ngoại hối (forex arbitrage).
- Nếu UIP thỏa mãn thì sẽ không thể có lợi nhuận vượt trội từ việc đồng thời mua một khoản đầu tư tiền tệ có lợi suất cao hơn và bán không một khoản đầu tư tiền tệ có lợi suất thấp hơn.
- UIP giả định rằng quốc gia có lãi suất cao hơn sẽ bị mất giá đồng nội tệ so với đồng ngoại tệ.

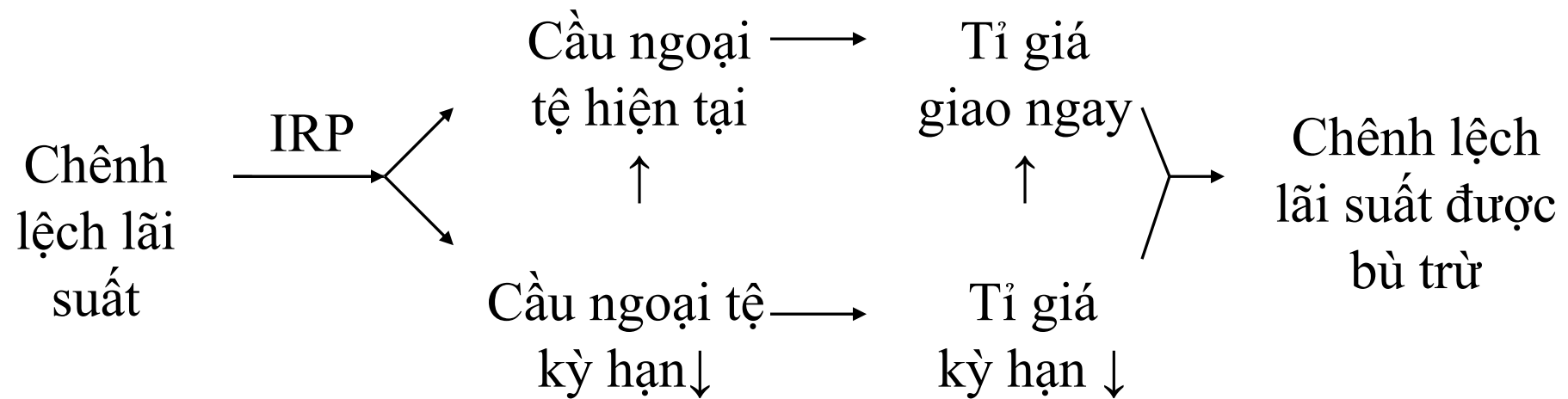
$$i_{VND} = i_{USD} + \frac{E(S) - S}{S} + \bar{\rho}$$

• NGANG BẰNG LÃI SUẤT CÓ BẢO HIỂM (CIP)

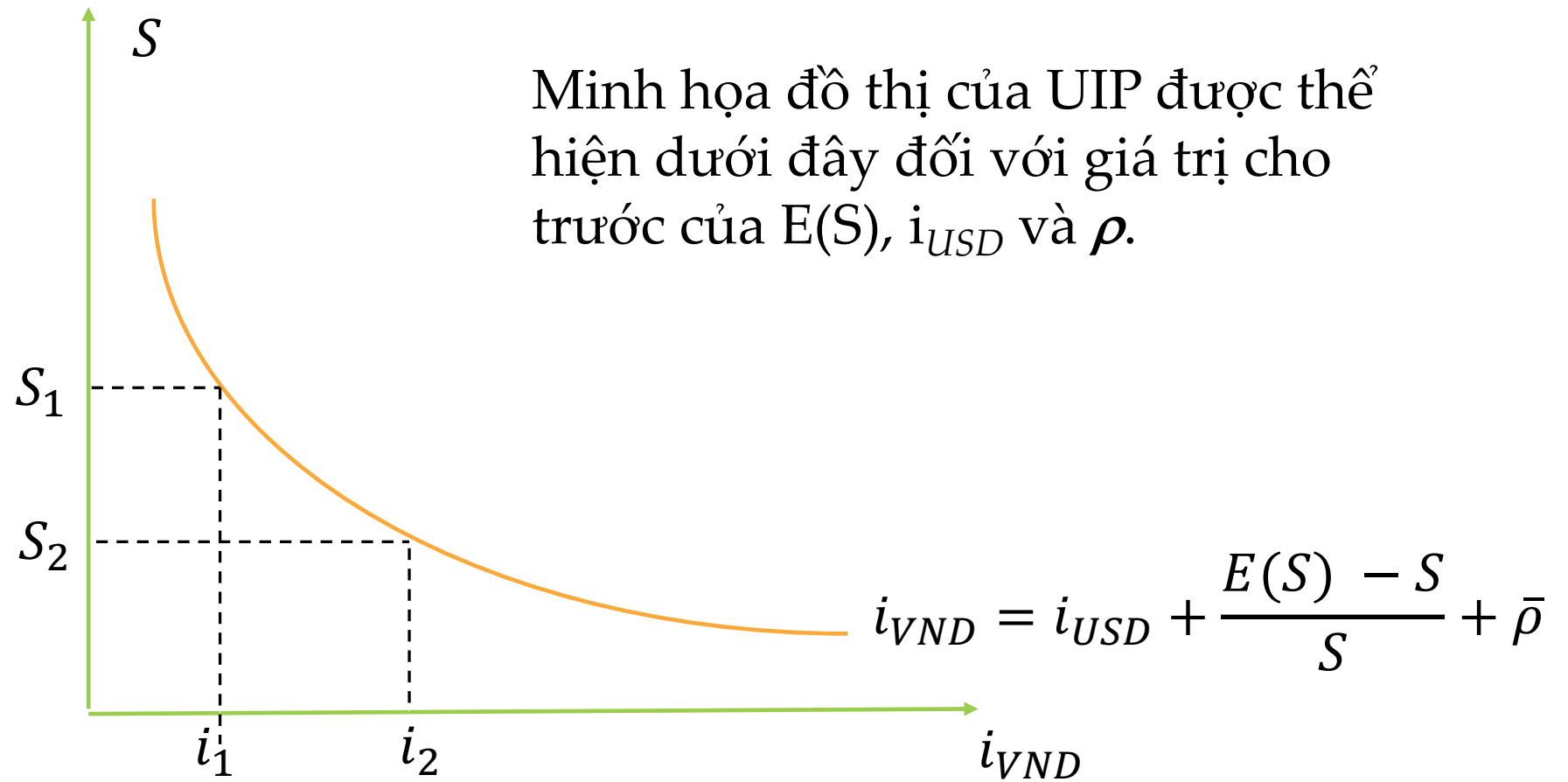
- Ngang bằng lãi suất được bảo hiểm (CIP) liên quan đến việc sử dụng các hợp đồng kỳ hạn (forwards) hoặc hợp đồng tương lai (futures) để bảo hiểm rủi ro hối đoái.
- Trạng thái CIP có nghĩa là không có cơ hội cho kinh doanh chênh lệch giá bằng cách sử dụng các hợp đồng kỳ hạn.
- CIP và UIP sẽ tương đương nhau khi tỷ giá giao ngay kỳ vọng E' và tỷ giá kỳ hạn F là như nhau.

$$i_{VND} = i_{USD} + \frac{F - S}{S} + \bar{\rho}$$

ĐIỀU KIỆN NGANG BẰNG LÃI SUẤT (IRP)

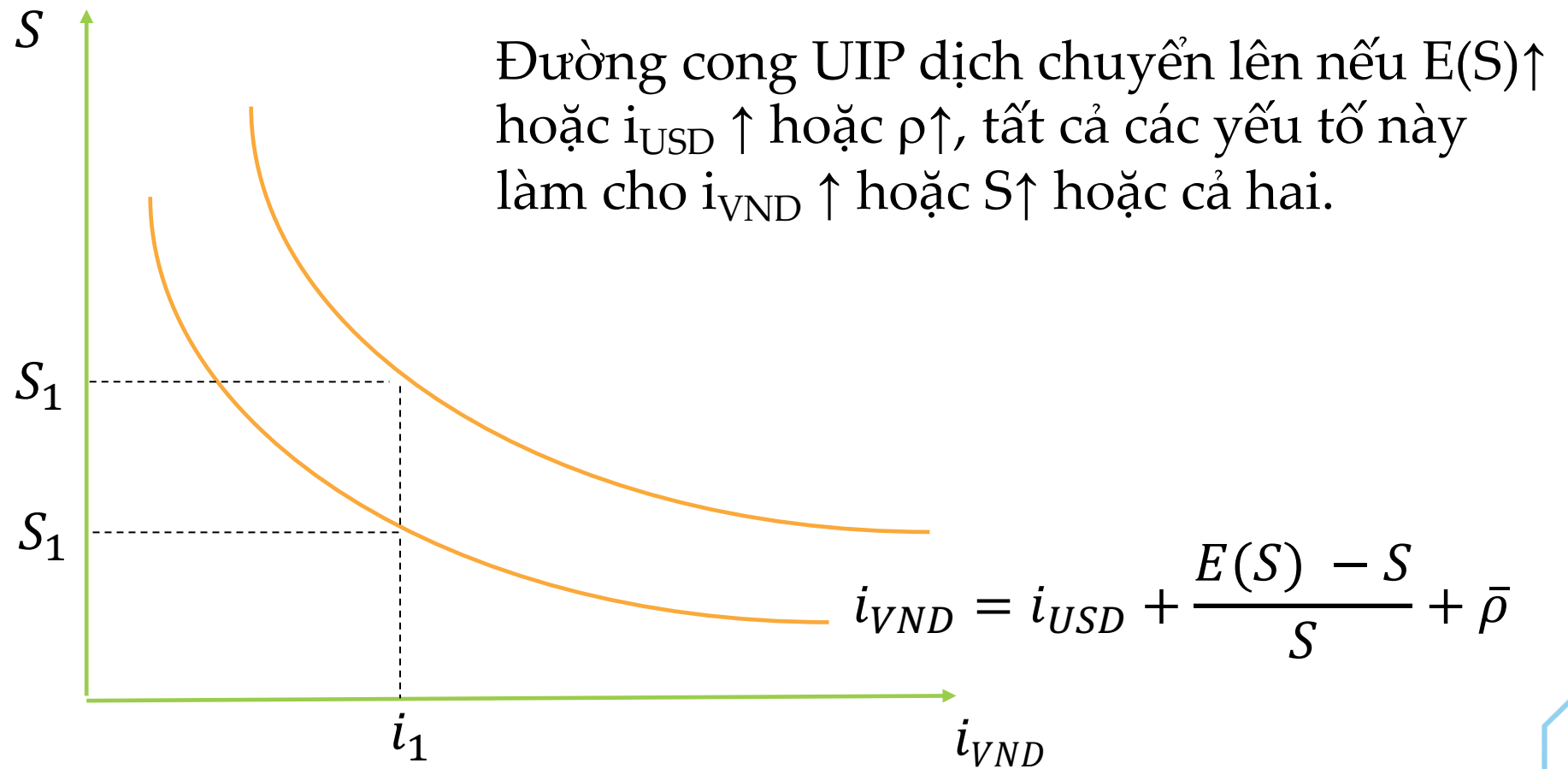


PHƯƠNG PHÁP THỊ TRƯỜNG TÀI SẢN

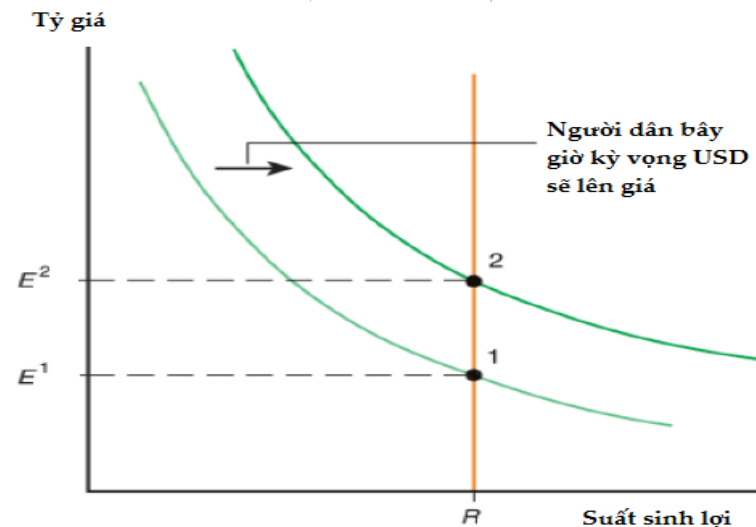
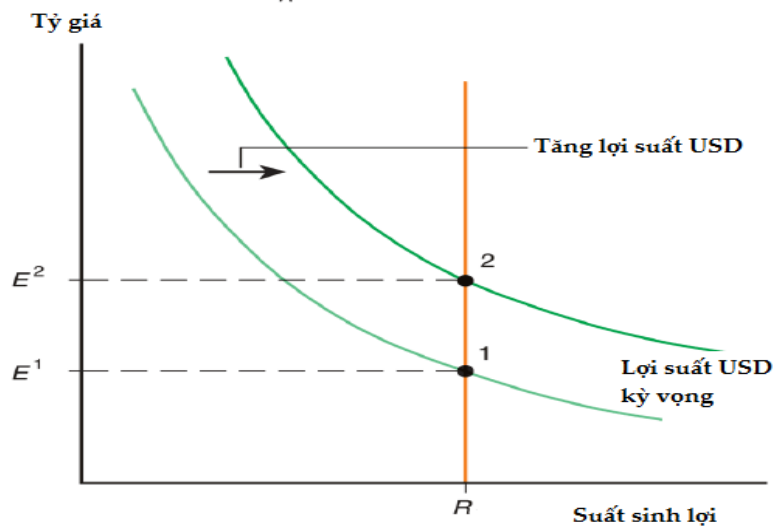
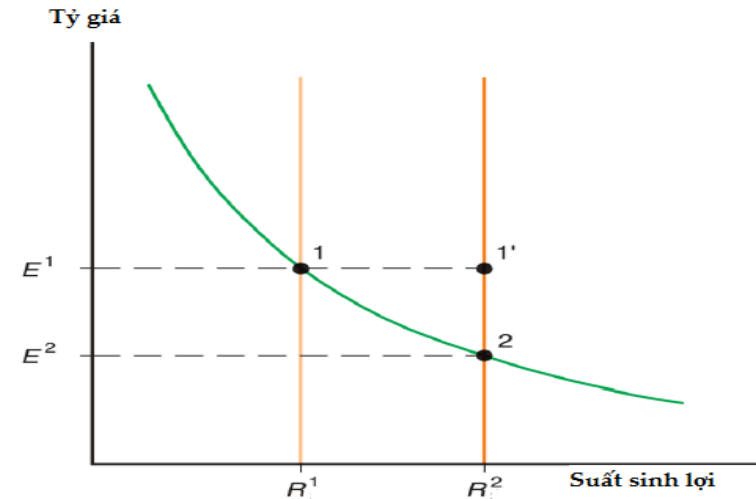
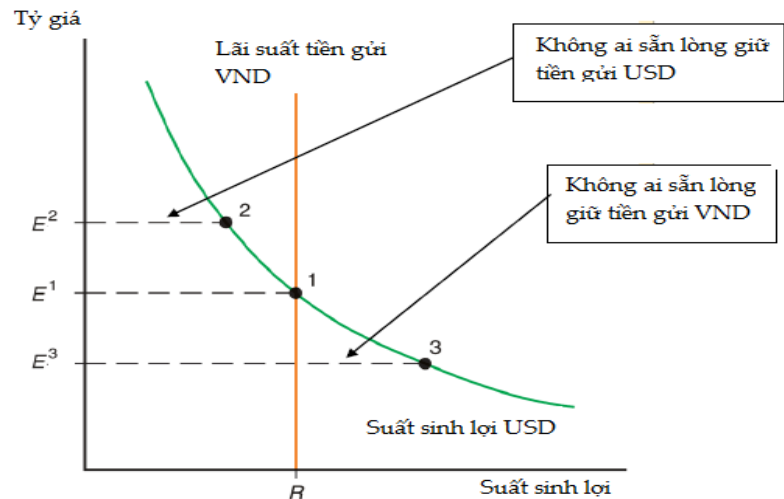


Tại sao khi $i_{VND} \uparrow$ thì $S \downarrow$ để thỏa mãn UIP?

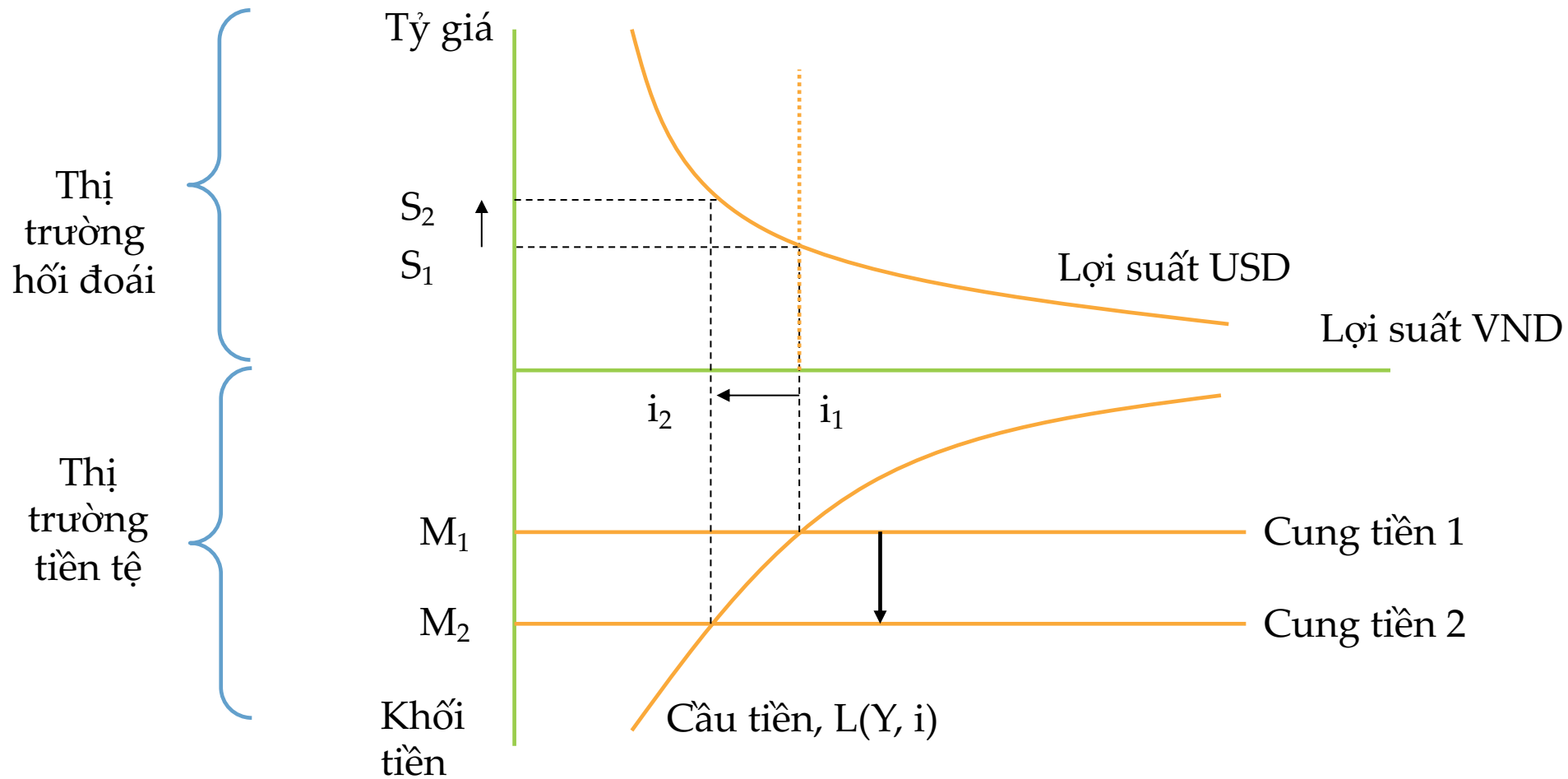
PHƯƠNG PHÁP THỊ TRƯỜNG TÀI SẢN



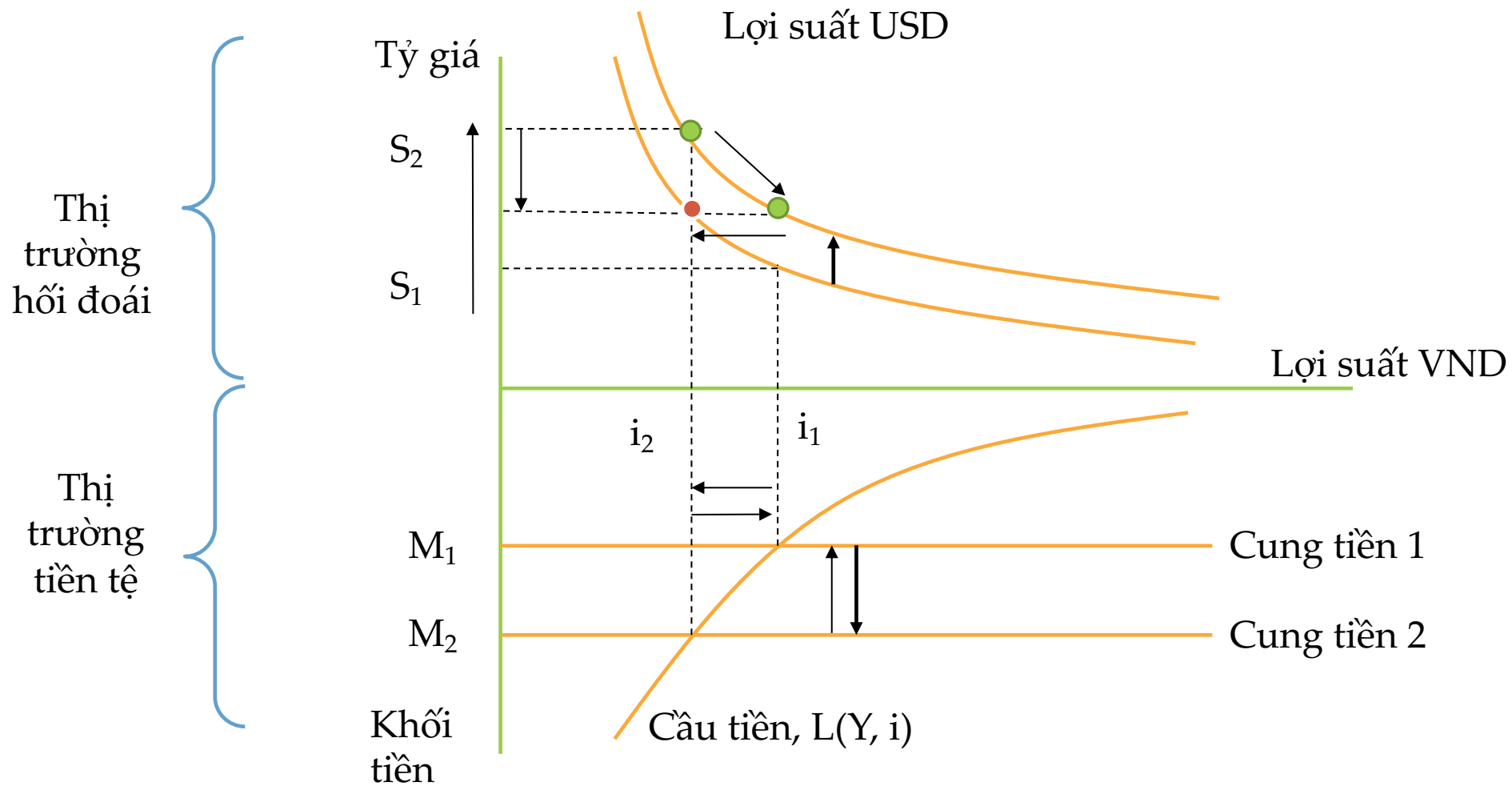
XÁC ĐỊNH TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI CÂN BẰNG



TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

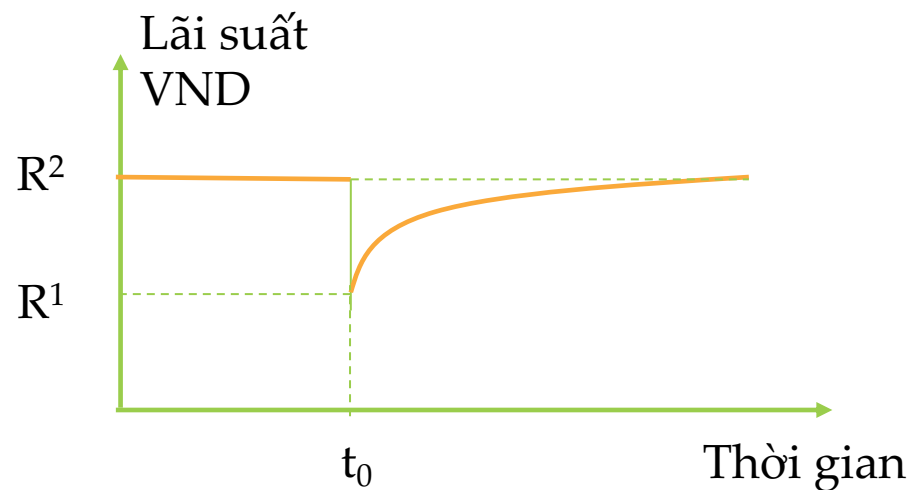
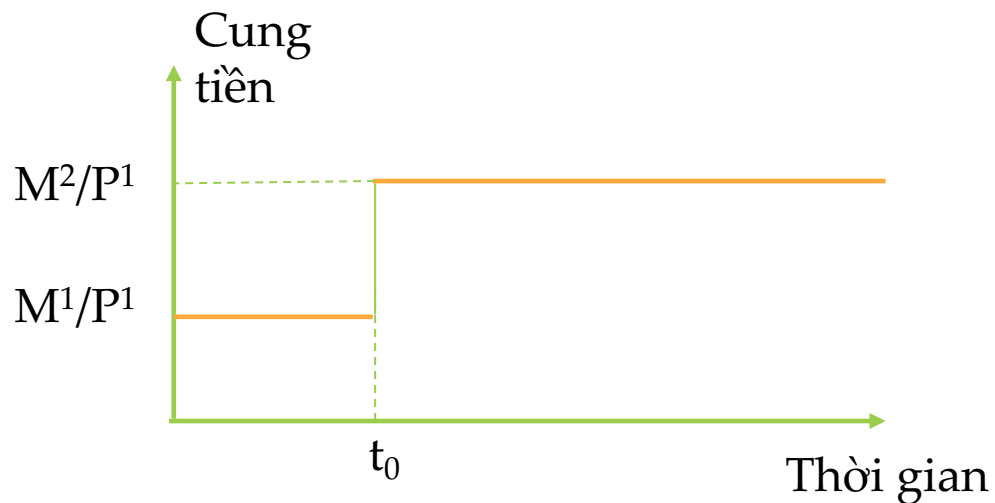


KỲ VỌNG TỶ GIÁ VÀ TIỀN TỆ: HIỆU ỨNG NHẢY VỌT “OVERSHOOTING”

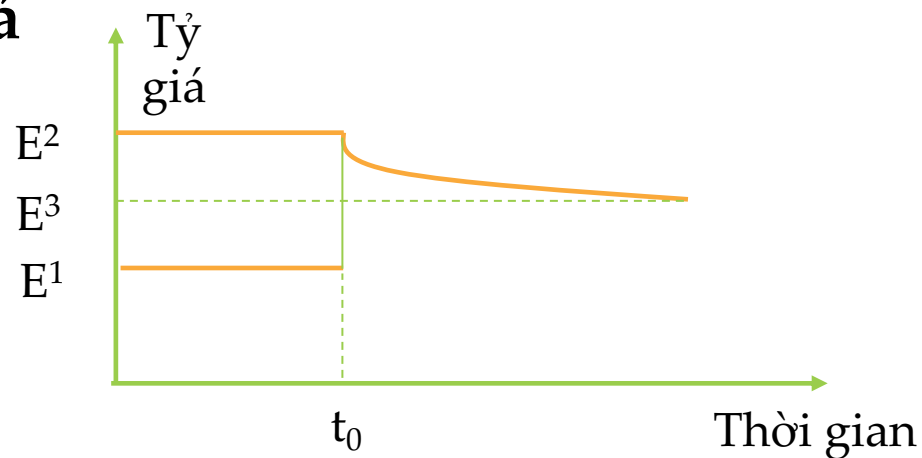
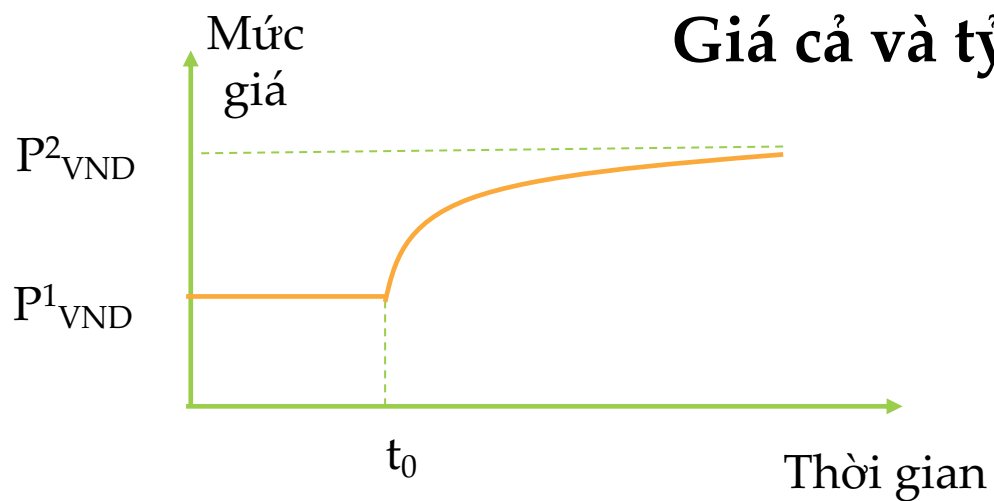


SỰ THÍCH ỨNG DÀI HẠN: MÔ HÌNH DORNBUSCH

Cung tiền và lãi suất



Giá cả và tỷ giá



LÃI SUẤT, SỰ KỶ VỌNG, VÀ ĐIỂM CÂN BẰNG

- Tác động của sự thay đổi lãi suất lên tỷ giá hiện tại
 - Một sự gia tăng lãi suất trả cho tiền gửi của một đồng tiền nào đó làm cho đồng tiền đó lên giá so với đồng tiền kia.
 - Một sự gia tăng lãi suất trả cho đồng nội tệ sẽ làm cho đồng nội tệ lên giá so với đồng đô la
 - Một sự gia tăng lãi suất trả cho đồng đô la sẽ làm cho đồng đô la lên giá so với đồng nội tệ.
- Tác động của sự thay đổi kỳ vọng lên tỷ giá hiện tại
 - Một sự gia tăng về tỷ giá tương lai kỳ vọng sẽ làm tăng tỷ giá hiện tại.
 - Một sự sụt giảm về tỷ giá tương lai kỳ vọng sẽ làm giảm tỷ giá hiện tại.

KIỂM NGHIỆM IRP

☞ Sai lệch so với IRP là do:

- ✓ Chi phí giao dịch
- ✓ Rào cản dòng vốn quốc tế
- ✓ Rủi ro chính trị
- ✓ Nhà đầu tư muốn mở rộng biên lợi nhuận nhằm giảm rủi ro

☞ Các bằng chứng thực nghiệm hỗ trợ:

- ✓ Các giao dịch thị trường tiền tệ euro
- ✓ Sai lệch so với IRP chủ yếu là do kiểm soát vốn, thuế và các rào cản chuyển giao vốn khác và chi phí giao dịch

PPP VS. IRP

- PPP: $\% \Delta E = \pi_{VND}^e - \pi_{USD}^e$

- IRP: $\% \Delta E = i_{VND} - i_{USD}$

- Vậy: $i_{VND} - i_{USD} = \pi_{VND}^e - \pi_{USD}^e \quad (*)$

ĐIỀU KIỆN NGANG BẰNG LÃI SUẤT (IRP)

- Ngang bằng lãi suất có bảo hiểm (CIP)

$$i_{VND} - i_{USD} = \frac{F - S}{S}$$

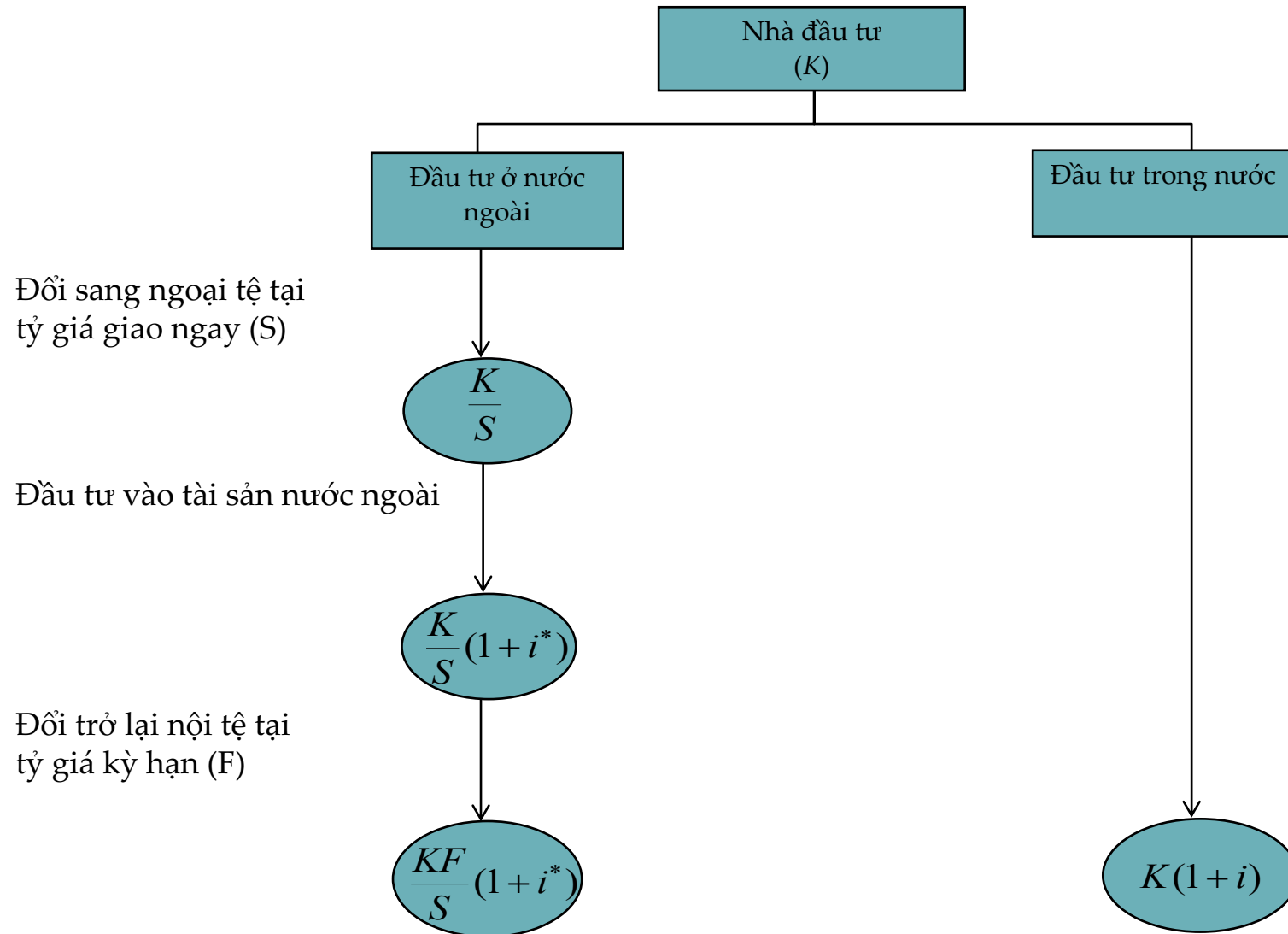
- Ngang bằng lãi suất không bảo hiểm (UIP)

$$i_{VND} - i_{USD} = \frac{E(S_{t+1}) - S_t}{S_t}$$

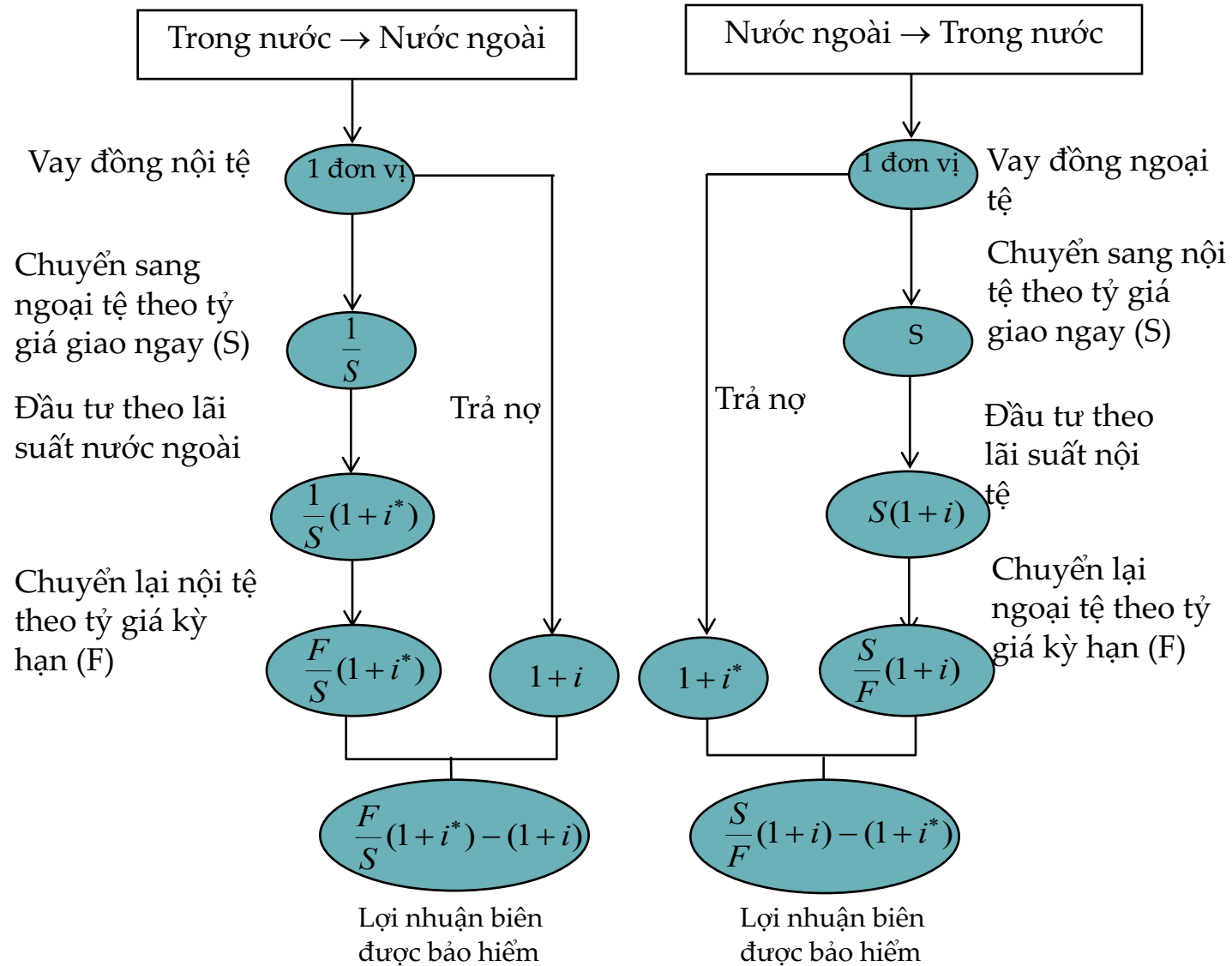
Ý NGHĨA CỦA CIP

- Giả thuyết CIP mô tả mối quan hệ giữa tỷ giá giao ngay, tỷ giá kỳ hạn với lãi suất.
- CIP là kết quả của sự vận dụng LOP vào thị trường tài chính.
CIP được xem là một thước đo về tính linh động của dòng vốn
- CIP ngụ ý sự phân bổ nguồn lực tối ưu trong nền kinh tế
- CIP có ý nghĩa trong các quyết định đầu tư và tài trợ

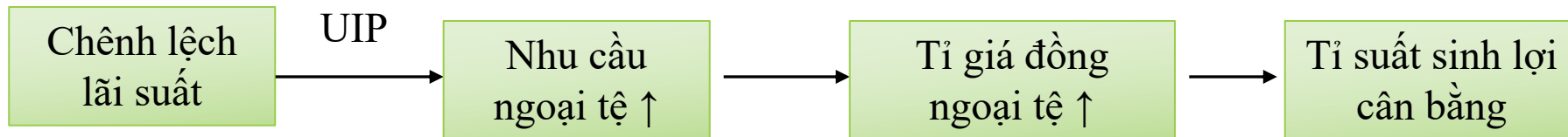
SUẤT SINH LỢI ĐẦU TƯ



KINH DOANH CHÊNH LỆCH LÃI SUẤT ĐƯỢC BẢO HIỂM (CIA)



HIỆU ỨNG FISHER QUỐC TẾ (IFE)



- **Nền tảng cơ bản:**

- Sai lệch lãi suất thực sẽ làm dịch chuyển dòng vốn quốc tế

- ☞ **Các giả định:**

- ✓ Thị trường hàng hóa và thị trường tài chính đều cạnh tranh hoàn hảo
- ✓ Tất cả các quốc gia đều tiêu dùng cùng một rổ hàng hóa
- ✓ Rủi ro của các chứng khoán trong nước và nước ngoài là như nhau
- ✓ Lưu chuyển vốn quốc tế là hoàn hảo

HIỆU ỨNG FISHER QUỐC TẾ (IFE)

- Hiệu ứng Fisher (FE):

$$r = i - \pi^e$$

- Từ (*), ta có:

$$i_{VND} - \pi_{VND}^e = i_{USD} - \pi_{USD}^e$$

$$r_{VND} = r_{USD}$$

- Ý nghĩa?

Trong điều kiện thị trường hiệu quả, đồng tiền của quốc gia có lãi suất danh nghĩa cao hơn (thấp hơn) sẽ phải giảm giá (lên giá) bằng đúng chênh lệch lãi suất danh nghĩa giữa hai đồng tiền nhằm duy trì trạng thái cân bằng của lãi suất thực.

Dòng vốn sẽ dịch chuyển khi có sự chênh lệch lãi suất thực giữa hai đồng tiền.

KIỂM NGHIỆM IFE

- Giá trị phụ thuộc chủ yếu vào khả năng trao đổi linh hoạt của các chứng khoán trong nước và nước ngoài:
 - Lưu chuyển vốn quốc tế hoàn hảo
 - Quan điểm của nhà đầu tư trong nước và nước ngoài về rủi ro là như nhau
- Các kiểm nghiệm thực tế hỗ trợ quan điểm cho rằng các nước có lạm phát cao và lãi suất danh nghĩa cao thường cũng là những nước mà ở đó đồng tiền có khuynh hướng mất giá
- Ít hỗ trợ cho mối quan hệ giữa sự khác biệt về lãi suất danh nghĩa với sự dịch chuyển kỳ vọng của tỷ giá giao ngay

NHỮNG ĐIỂM KHÁC

	IRP	PPP	IFE
Trường hợp áp dụng	Xác định tỉ giá kỳ hạn tại một thời điểm nhất định	Giải thích sự thay đổi của tỉ giá hối đoái trong một thời kì	Giải thích sự thay đổi của tỉ giá hối đoái trong một thời kì
Khả năng duy trì	Nhìn chung, IRP thường duy trì. IRP có khả năng duy trì tốt hơn PPP	PPP có hiệu quả trong dài hạn nhưng kém trong ngắn hạn. PPP vẫn có thể duy trì khi IFE không đúng	IFE có hiệu quả trong dài hạn nhưng kém trong ngắn hạn. Do xuất phát từ PPP nên IFE chỉ đúng khi PPP đúng
Lý do lý thuyết không duy trì liên tục	Chi phí tiềm ẩn phát sinh khi đầu tư ra nước ngoài	Do không có hàng hoá thay thế hàng nhập khẩu.	Do chênh lệch lãi suất không do chênh lệch lạm phát tạo ra.
Ứng dụng	Dùng để phát hiện các cơ hội CIA.	Dự báo tỉ giá hối đoái tương lai Dùng để so sánh mức sống của người dân ở những nước khác nhau.	Dùng trong dự báo tỉ giá hối đoái.