Bài giảng 20
Ngang bằng lãi suất và các vấn đề của nền kinh tế mở

Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright

Học kỳ Thu 2014-2015

Đỗ Thiên Anh Tuấn

Nội dung trình bày

- Quan hệ giữa tỷ giá và lãi suất
- Lý thuyết ngang bằng lãi suất IRP
- Các phản ứng chính sách

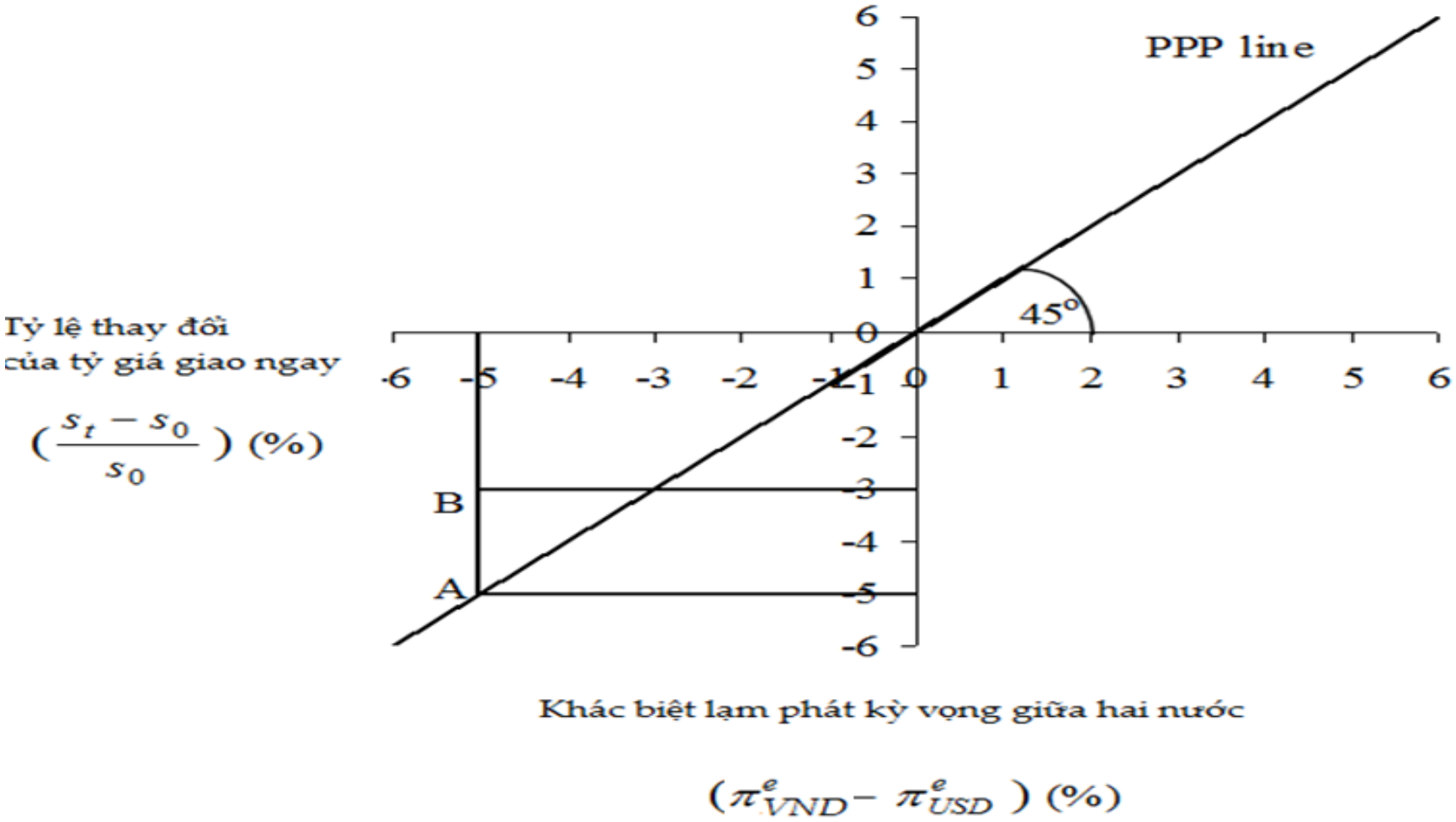
Nhắc lại các vấn đề cơ bản

- Tỷ giá hối đoái danh nghĩa (E)
- Tỷ giá hối đoái thực (ε)
- Tỷ giá danh nghĩa hiệu dụng (NEER)
- Tỷ giá thực hiện dụng (REER)
- Luật một giá (LOP)
- Ngang giá sức mua (PPP)
- ***Ngang bằng lãi suất (IRP)***
- ***Hiệu ứng Fisher (FE)***
- ***Hiệu ứng Fisher quốc tế (IFE)***

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

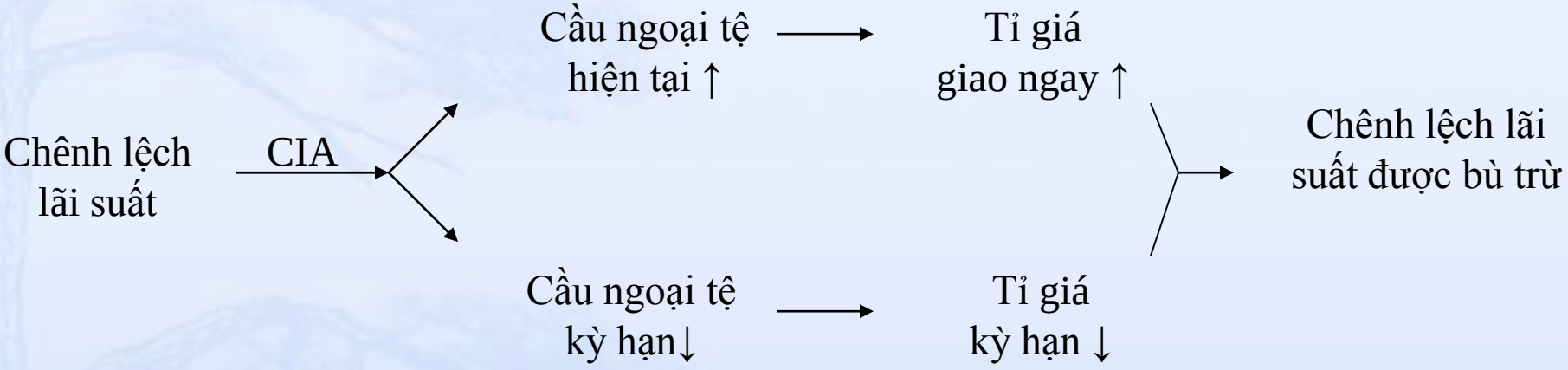
Đường PPP


PPP line
45°
Tỷ lệ thay đổi
của tỷ giá giao ngay
$\left(\frac{s_t - s_0}{s_0}\right)$ (%)
B
A
6
5
4
3
2
1
0
-1
-2
-3
-4
-5
-6
-6
-5
-4
-3
-2
-1
0
1
2
3
4
5
6
Khác biệt lạm phát kỳ vọng giữa hai nước
$(\pi^e_{VND} - \pi^e_{USD})$ (%)

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 (rổ 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

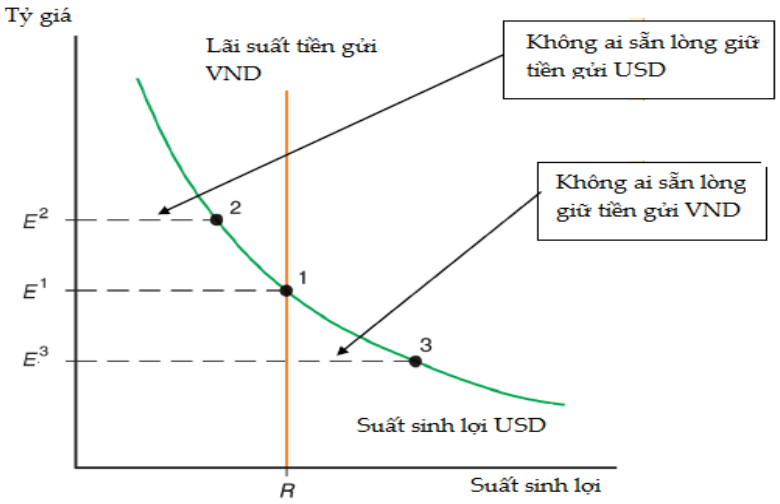
Điều kiện ngang bằng lãi suất (IRP)

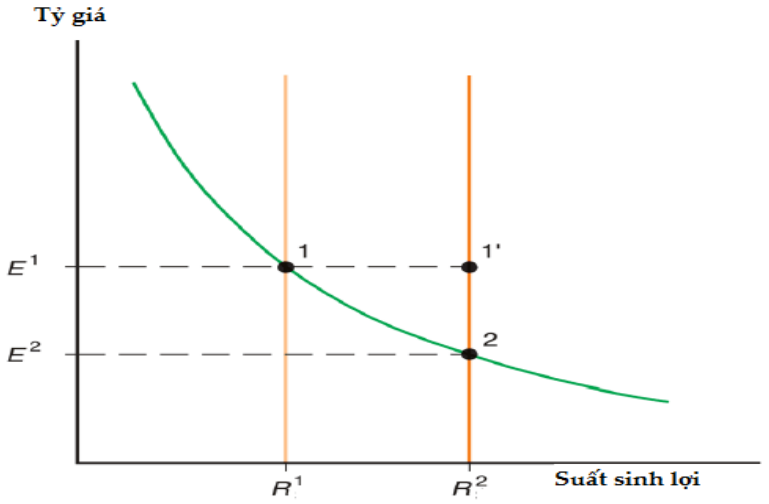


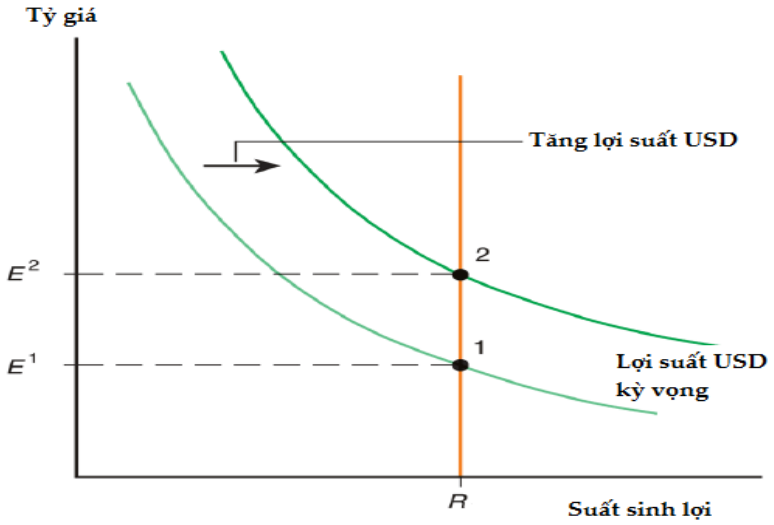
Lý thuyết ngang bằng lãi suất (IRP)

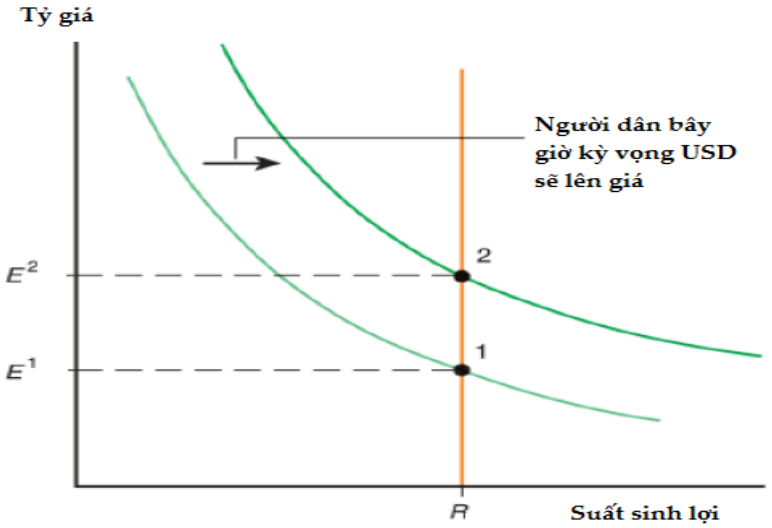
- Nền tảng cơ bản:
  - Dòng vốn dịch chuyển giữa hai quốc gia là do sự chênh lệch lãi suất giữa hai nước đó
  - Quy mô chênh lệch là yếu tố cực kỳ quan trọng dẫn đến quy mô chênh lệch giữa tỷ giá giao ngay với tỷ giá kỳ hạn giữa hai đồng tiền
  - Phần bù kỳ hạn có mối liên hệ chặt chẽ với sự chênh lệch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

Xác định tỷ giá hối đoái cân bằng









Lãi suất, sự kỳ 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 lên 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 sv. IRP

- PPP: $\%\Delta E = \pi^e_{VND} - \pi^e_{USD}$
- IRP: $\%\Delta E = i_{VND} - i_{USD}$
- Vậy: (*)

$$i_{VND} - i_{USD} = \pi^e_{VND} - \pi^e_{USD}$$

Điều kiện ngang bằng lãi suất (IRP)

- Ngang bằng lãi suất có bảo hiểm (CIP)

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

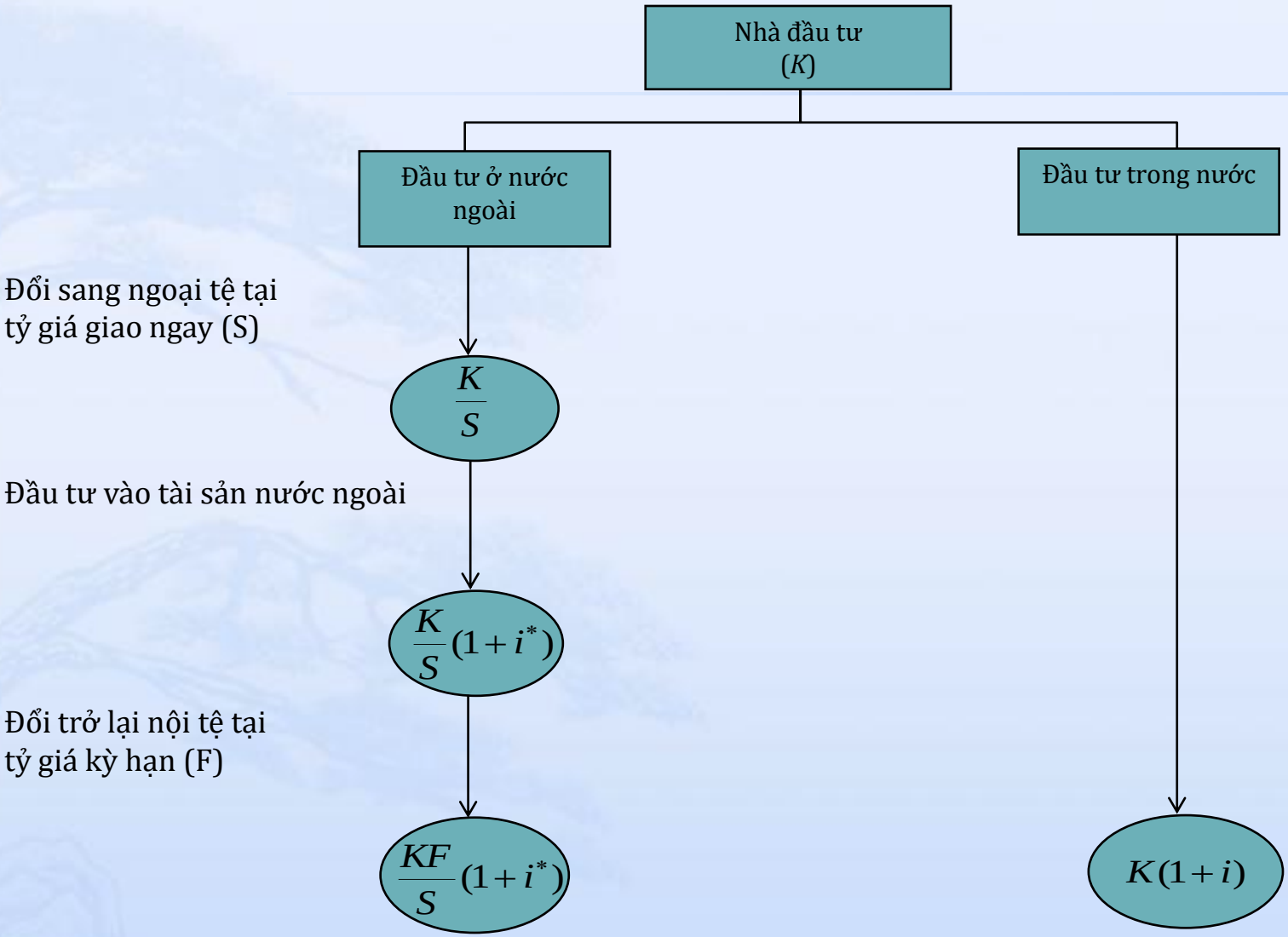
- Ngang bằng lãi suất không bảo hiểm (UIP)

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

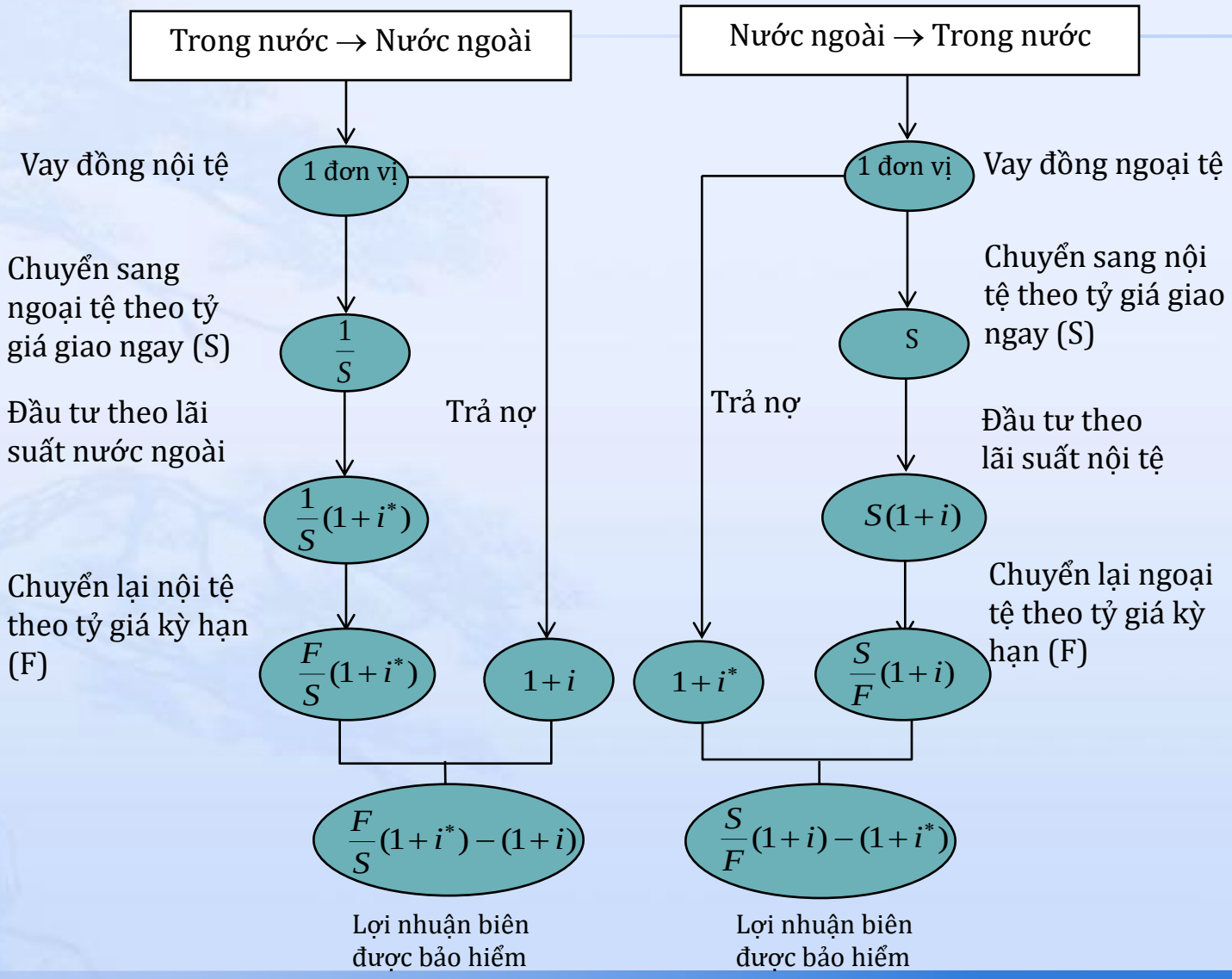
Ý nghĩa của CIP

- 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

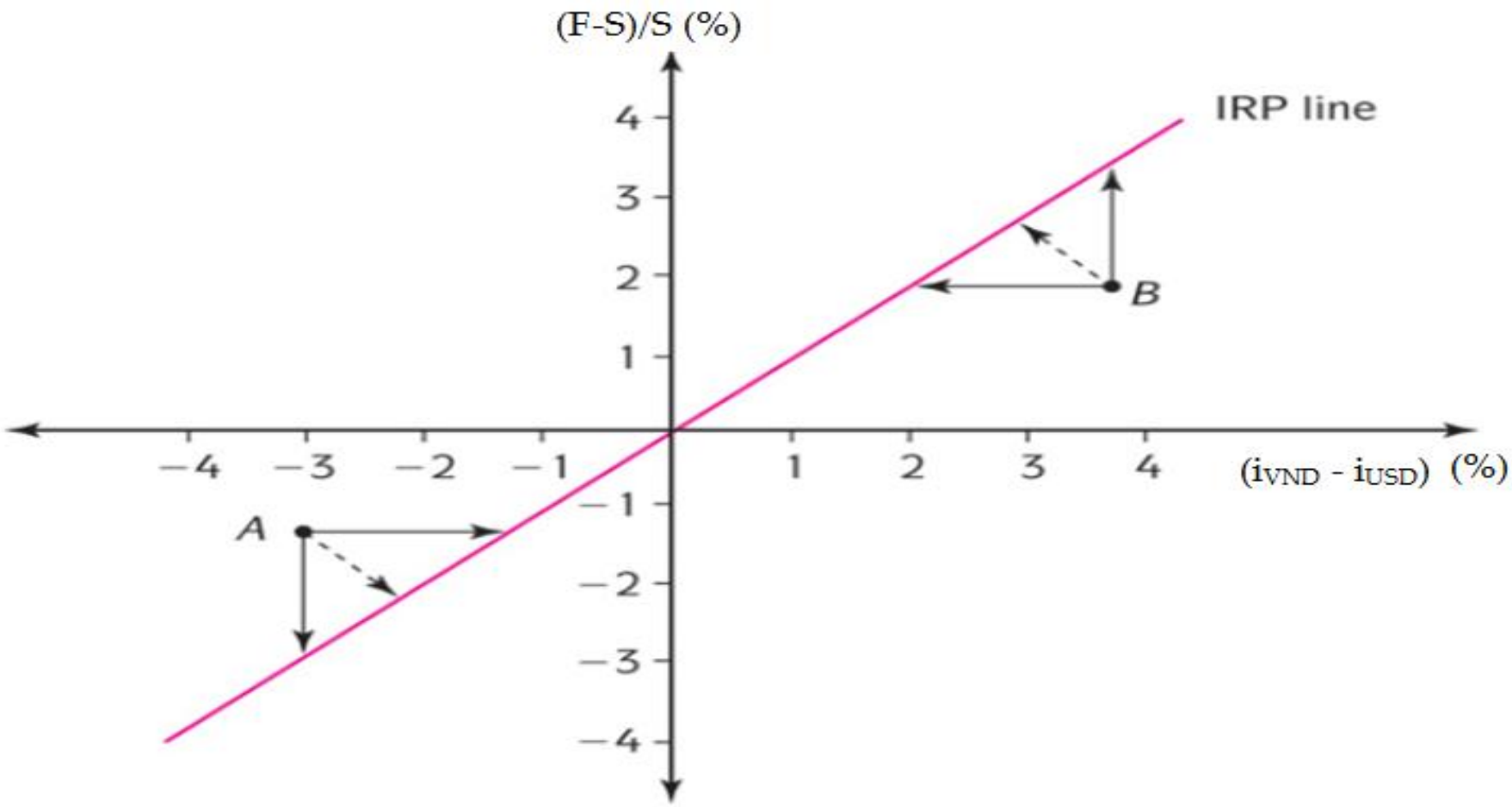
Suất sinh lợi đầu tư



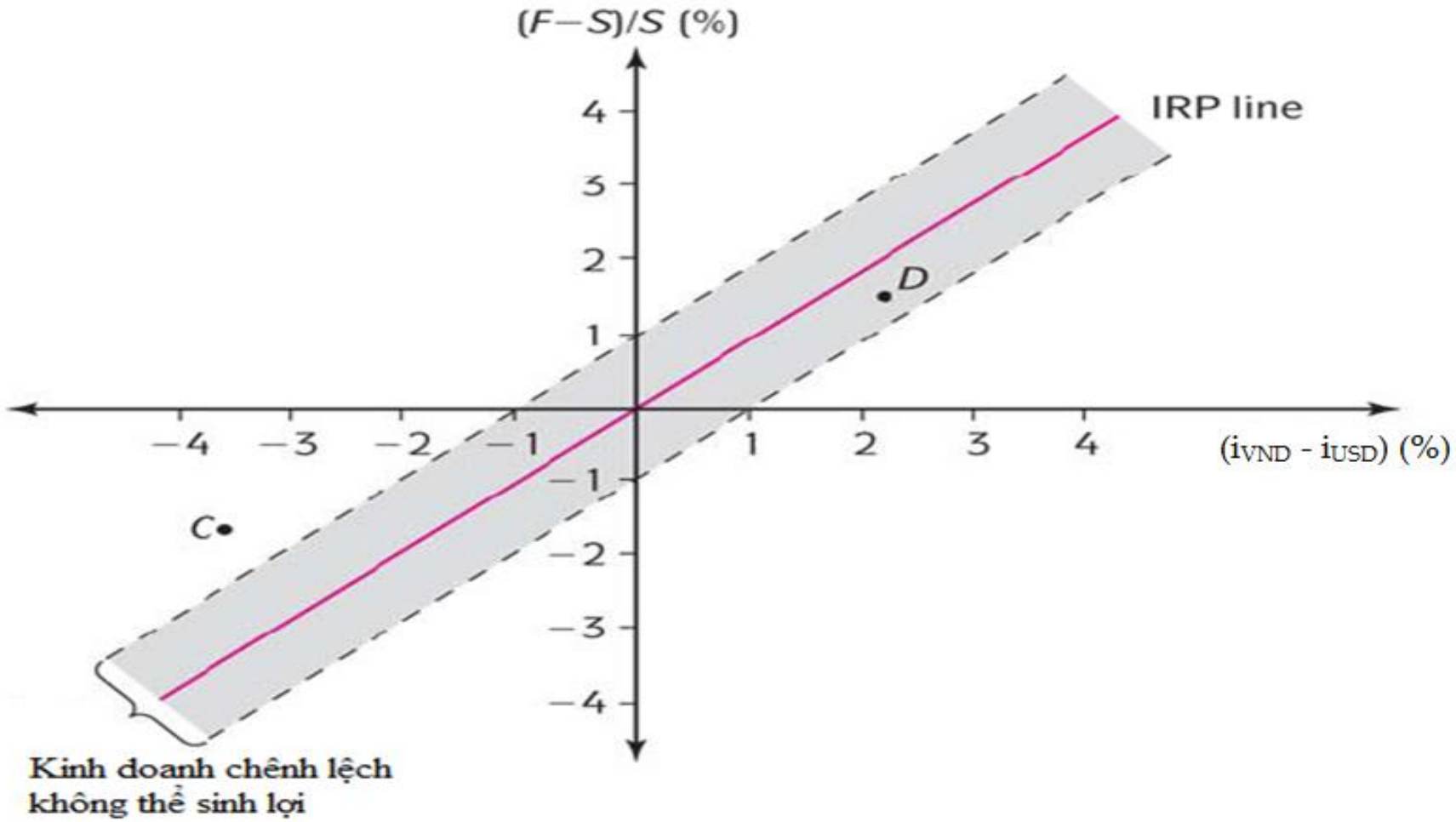
Kinh doanh chênh lệch lãi suất được bảo hiểm (CIA)



Đường IRP và kinh doanh chênh lệch lãi suất có bảo hiểm (CIA)



Lý do tồn tại độ lệch so với IRP?



Hiệu ứng Fisher quốc tế (IFE)

Chênh lệch lãi suất → (UIP) Nhu cầu ngoại tệ ↑ → Tỉ giá đồng ngoại tệ ↑ → Tỉ suất sinh lợi cân bằng

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:

$$i_{VND} - \pi^e_{VND} = i_{USD} - \pi^e_{USD}$$

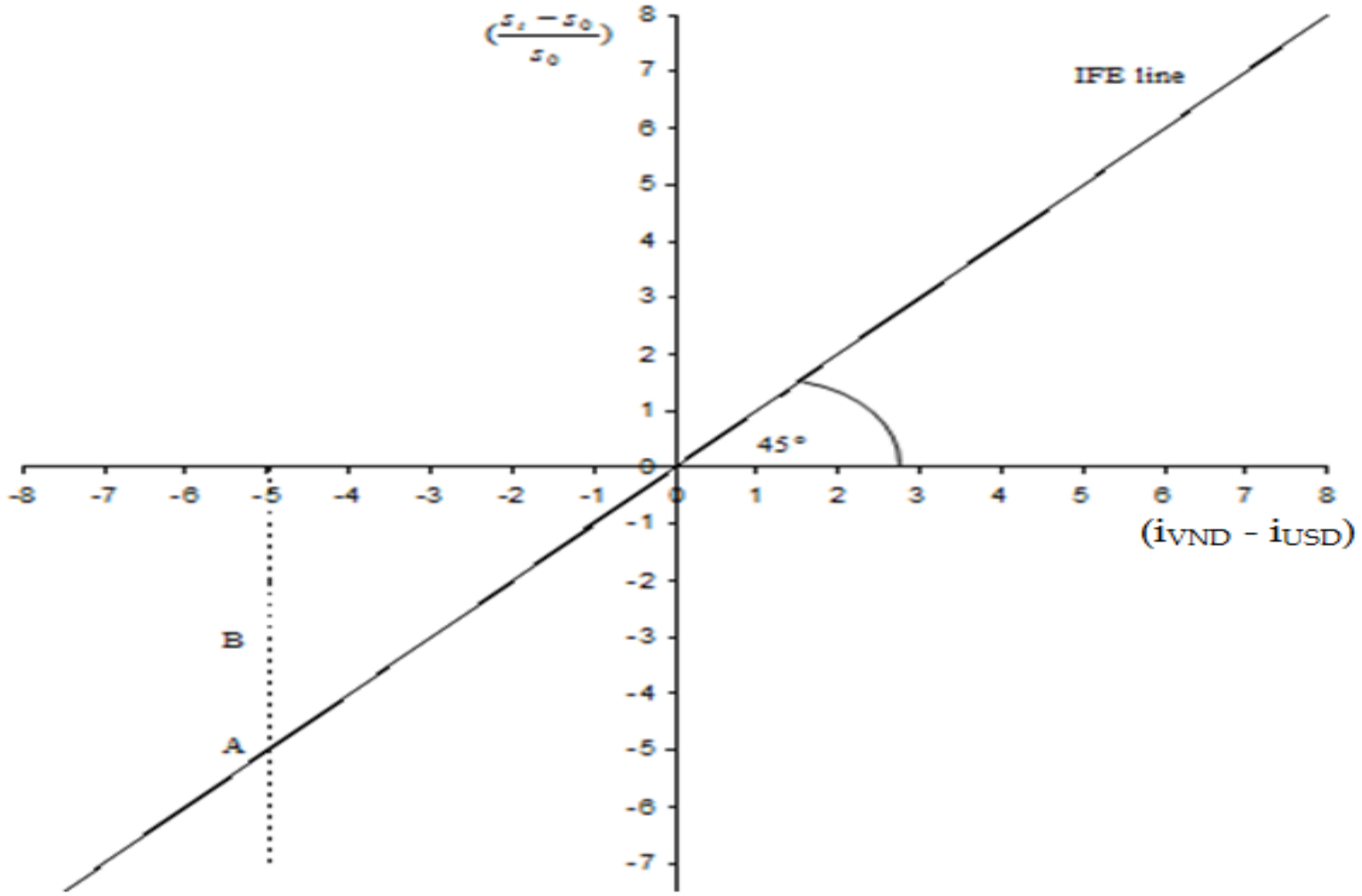
$$r_{VND} = r_{USD}$$

- 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.

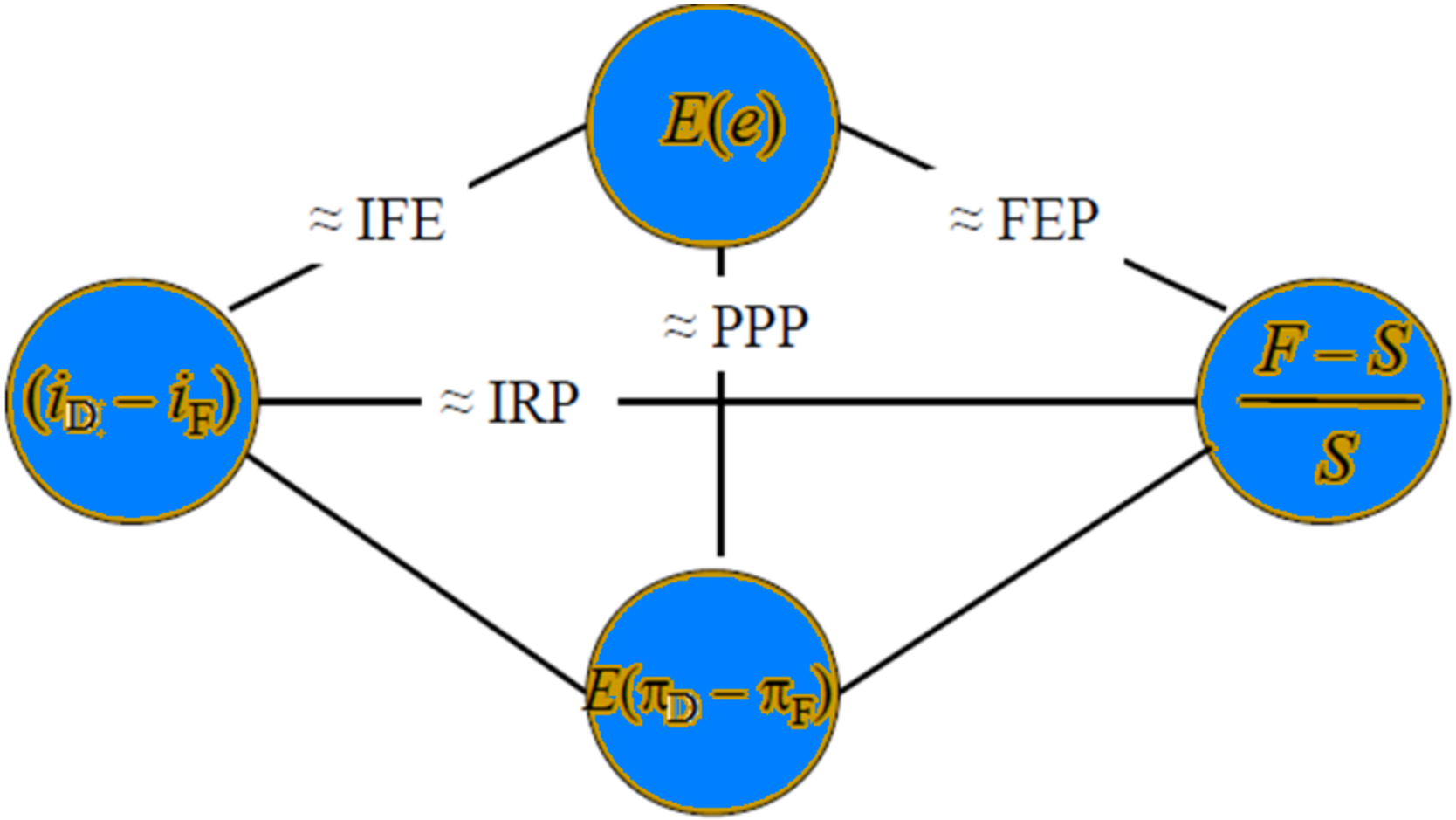
Đường IFE



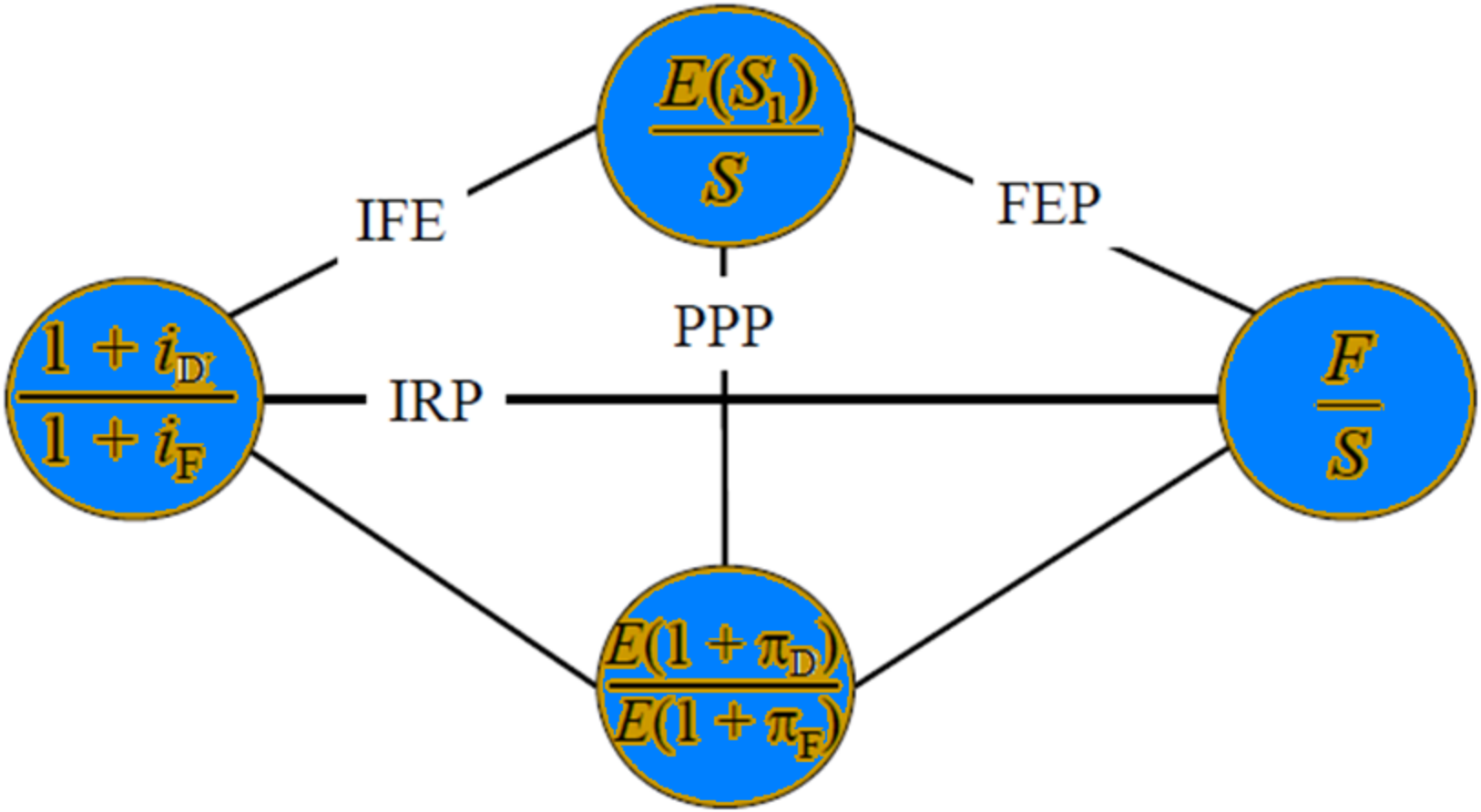
Kiểm nghiệm IFE

- 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

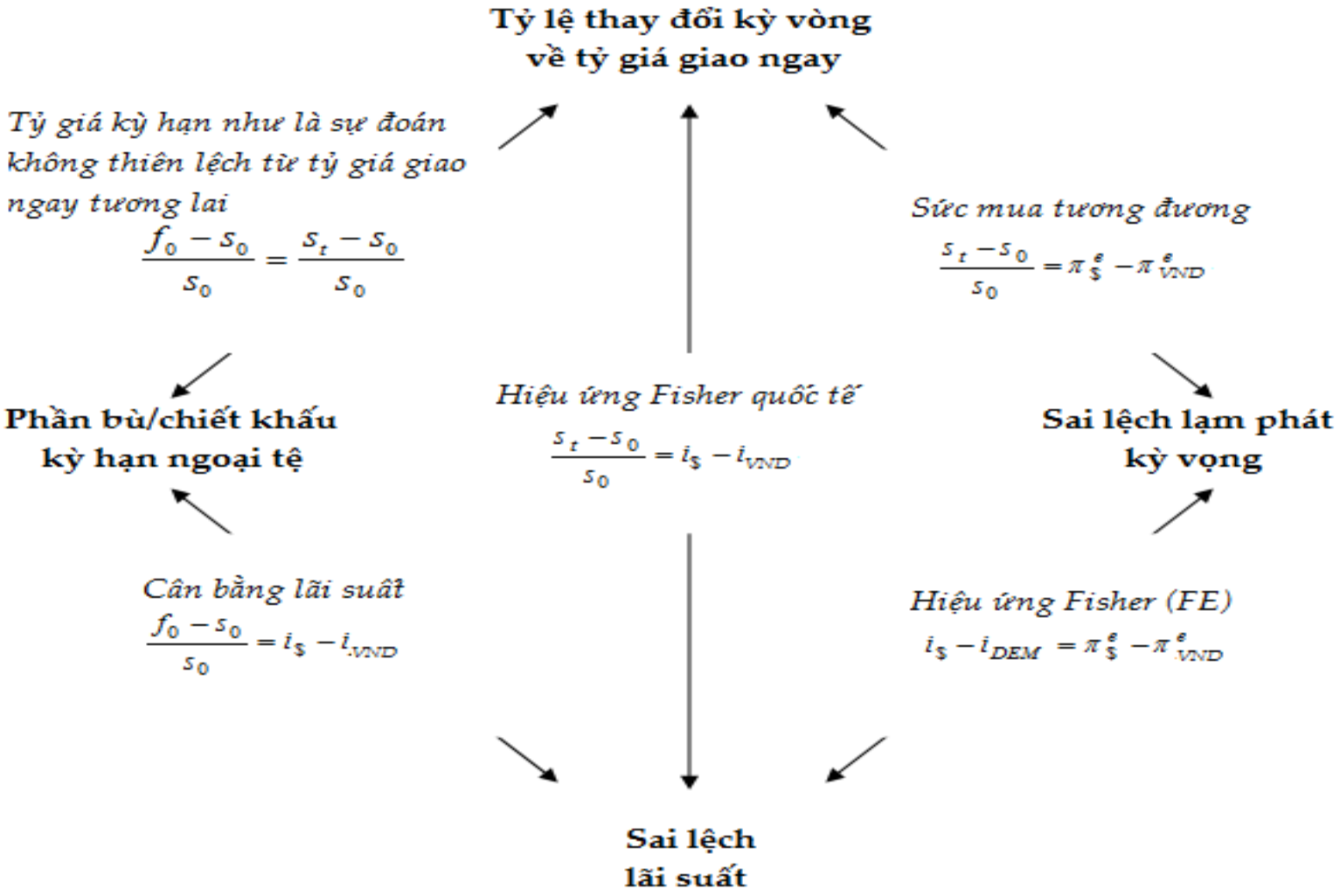
Mối quan hệ giữa IRP, PPP, IFE



Mối quan hệ giữa IRP, PPP, IFE



Mối quan hệ giữa PPP, IRP, FE, và IFE



So sánh IRP, PPP, IFE

	IRP	PPP	IFE
Biến số chính	Phần bù (hoặc chiết khấu) p	Tỉ lệ thay đổi giá trị đồng ngoại tệ (e_f)	Tỉ lệ thay đổi giá trị đồng ngoại tệ (e_f)
Mối quan hệ	Lãi suất – tỉ giá kì hạn	Lạm phát - tỉ giá giao ngay	Lãi suất - tỉ giá giao ngay
Công thức	$P = \frac{1 + i_d}{1 + i_f} \approx i_d - i_f$	$e_f = \frac{1 + \pi_d}{1 + \pi_f} \approx \pi_d - \pi_f$	$e_f = \frac{1 + i_d}{1 + i_f} \approx i_d - i_f$
Nguyên nhân	Arbitrage giữa tỉ giá kỳ hạn và tỉ giá giao ngay	Arbitrage diễn ra trong hàng hoá - dịch vụ	Arbitrage trong các khế ước thương mại theo 2 loại đồng tiền

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

Những điểm khác

	IRP	PPP	IFE
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.

PPP

The Economist

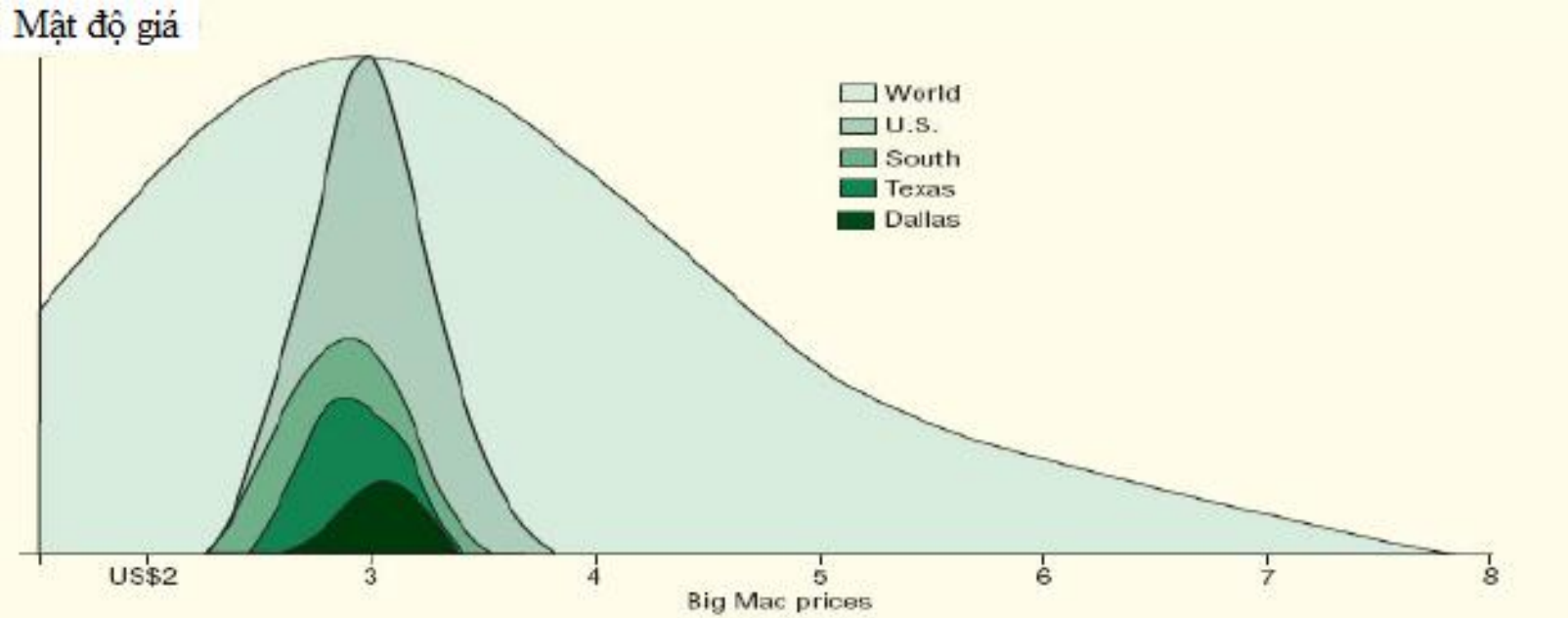
The Hamburger Standard (based on Dec 16, 2004 BigMac Prices)

Country	BigMac Price		Actual Exchange Rate 1 USD =	Over(+) / Under(-) Valuation against the dollar, %	Purchasing Power Price
	in Local Currency	in US dollars			
United States	$3.00	3.00	1.00	-	-
Argentina	Peso 4.75	1.5209	3.1231	-49.4092	1.58
Australia	A$3.20	2.4013	1.3326	-19.7058	1.07
Brazil	Real5.45	2.4334	2.2397	-18.7391	1.82
Britain	£1.99	3.4857	1.7516‡	15.6069	0.66
Canada	C$3.20	2.7612	1.1589	-7.6711	1.07
China	Yuan10.50	1.2985	8.086	-56.7153	3.50
Euro area	€2.80	3.3058	0.847	9.7993	0.93
Hong Kong	HK$12.00	1.5474	7.7548	-48.419	4.00
Hungary	Forint 523	2.4018	217.75	-20.0918	174.33
Indonesia	Rupiah14,545	1.5025	9680.54	-49.9201	4,848.33
Japan	¥260	2.1579	120.49	-28.0438	86.70
Malaysia	M$5.10	1.3516	3.7734	-54.9478	1.70
Mexico	Peso24.0	2.2725	10.5609	-24.2489	8.00
New Zealand	NZ$4.50	3.1606	1.4238	5.3519	1.50
Poland	Zloty6.40	1.9538	3.2757	-34.9757	2.13
Russia	Rouble41.50	1.4375	28.87	-52.0956	13.83
Singapore	s$3.60	2.1364	1.6835	-28.7199	1.20
South Africa	Rand14.05	2.2092	6.3599	-26.4139	4.68
South Korea	Won2,500	2.392	1045.15	-20.2985	833
Sweden	Skr30.0	3.7597	7.9793	25.3243	10
Switzerland	SFr6.23	4.7824	1.3027	59.6684	2.08
Taiwan	NT$75.25	2.2428	33.5525	-25.2515	25.08
Thailand	Baht60.0	1.4537	41.2728	-51.5419	20.00

‡ Dollars per pound

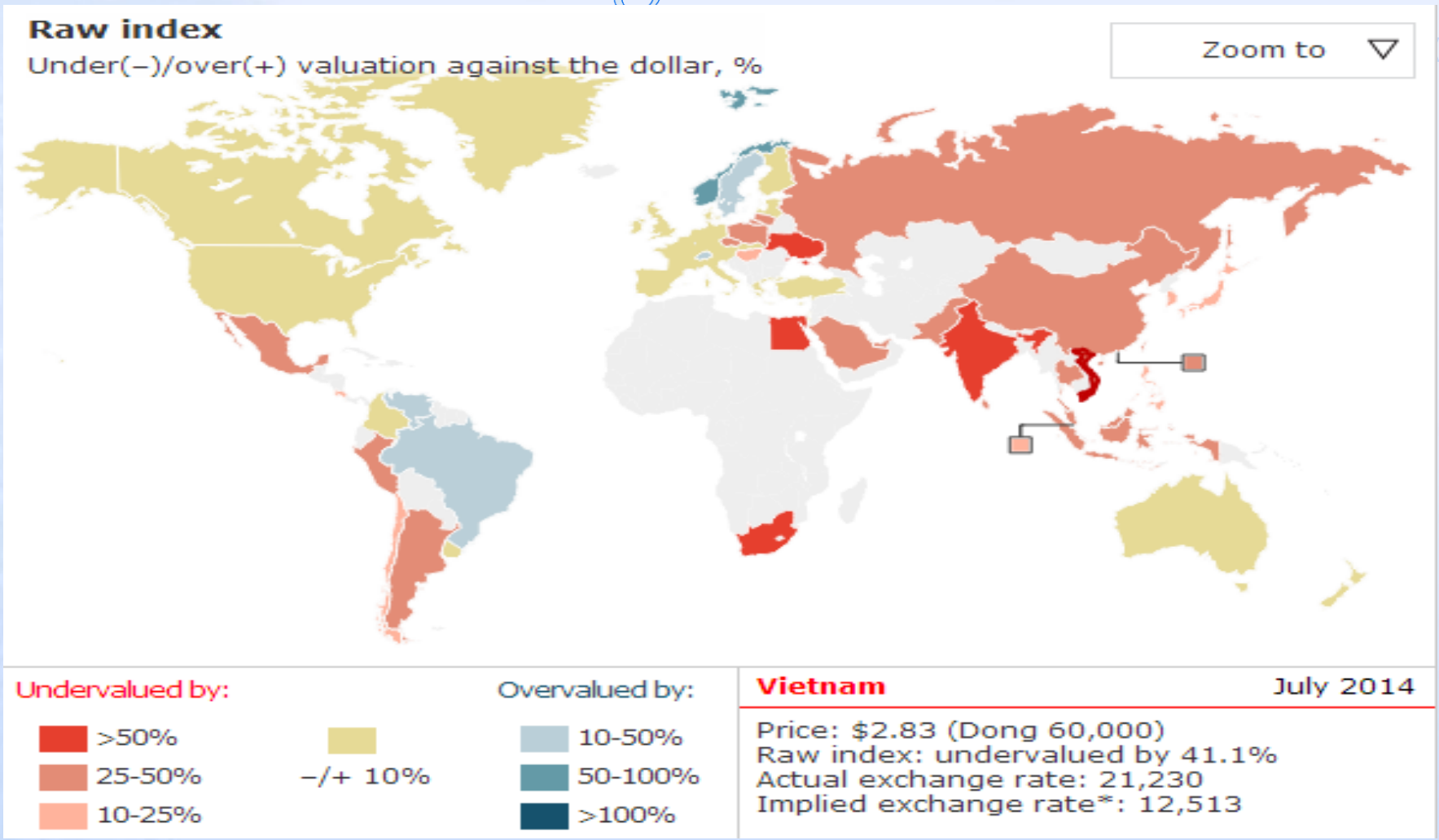
Source: The Economist, Oanda.com

Chênh lệch giá Big Mac được thu hẹp theo phạm vi



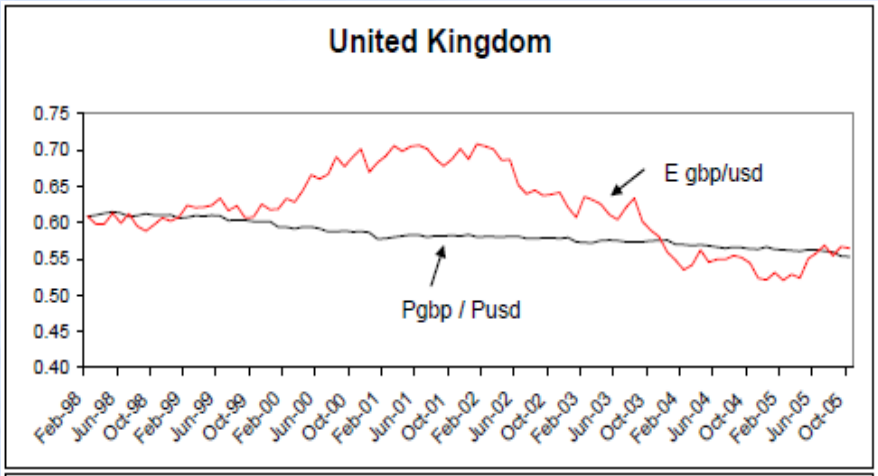
Region	Average	Standard deviation	Standard deviation relative to U.S.
World	US$3.48	1.43	4.66
U.S.	2.99	.31	1.00
Northeast	3.22	.30	.98
South	2.77	.28	.92
West	3.07	.25	.82
Midwest	2.90	.23	.75
Texas	2.74	.21	.69
Dallas	2.96	.19	.62

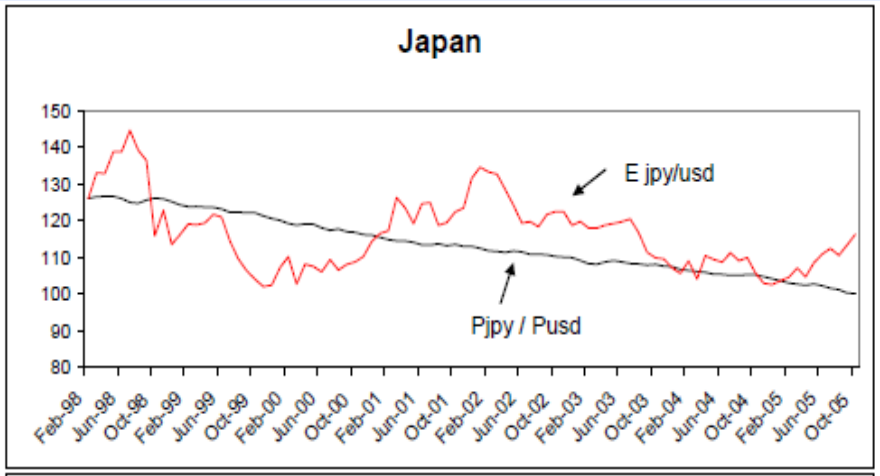
The Big Mac index

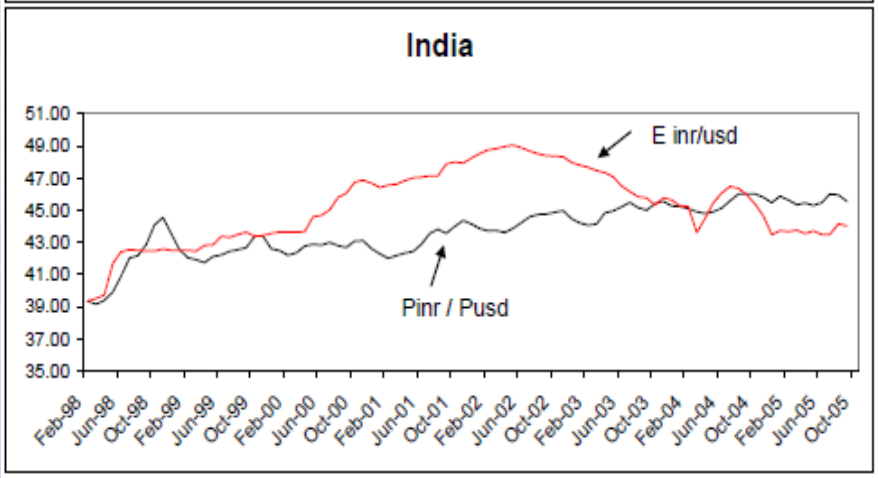


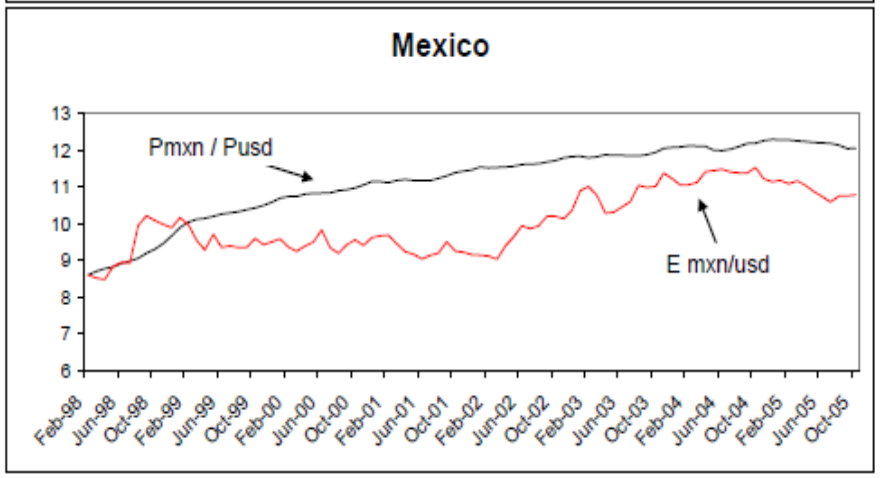
http://www.economist.com/content/big-mac-index

PPP tương đối



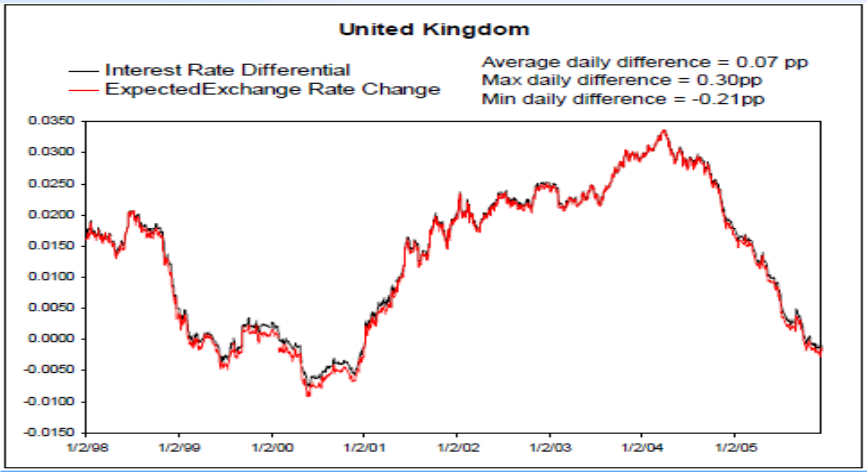


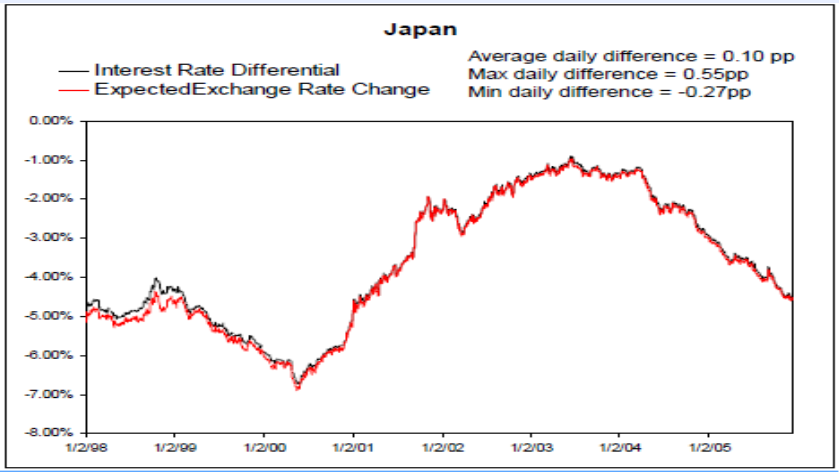


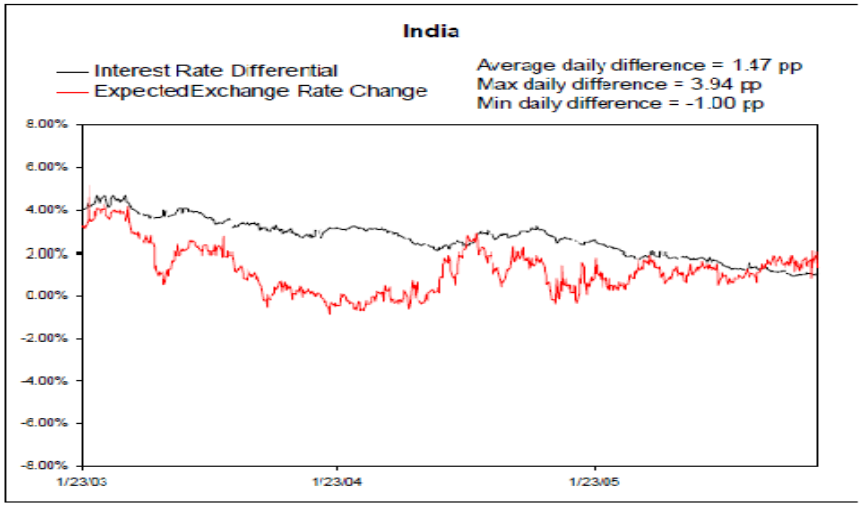


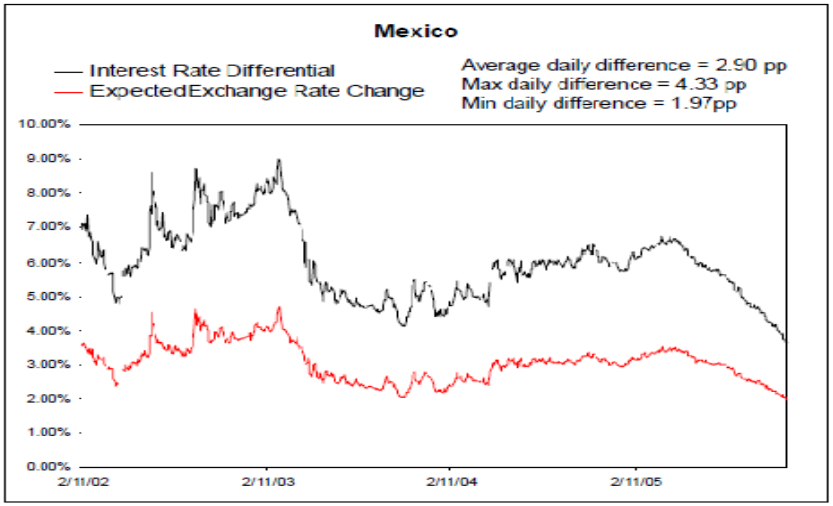
Nguồn: Bloomberg

CIP



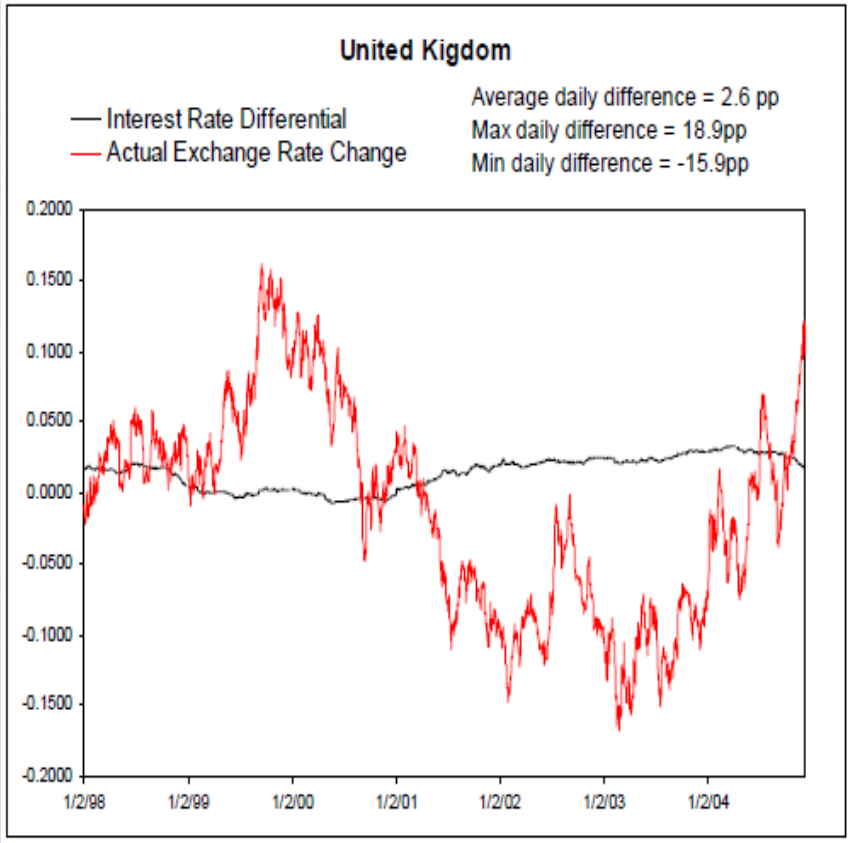


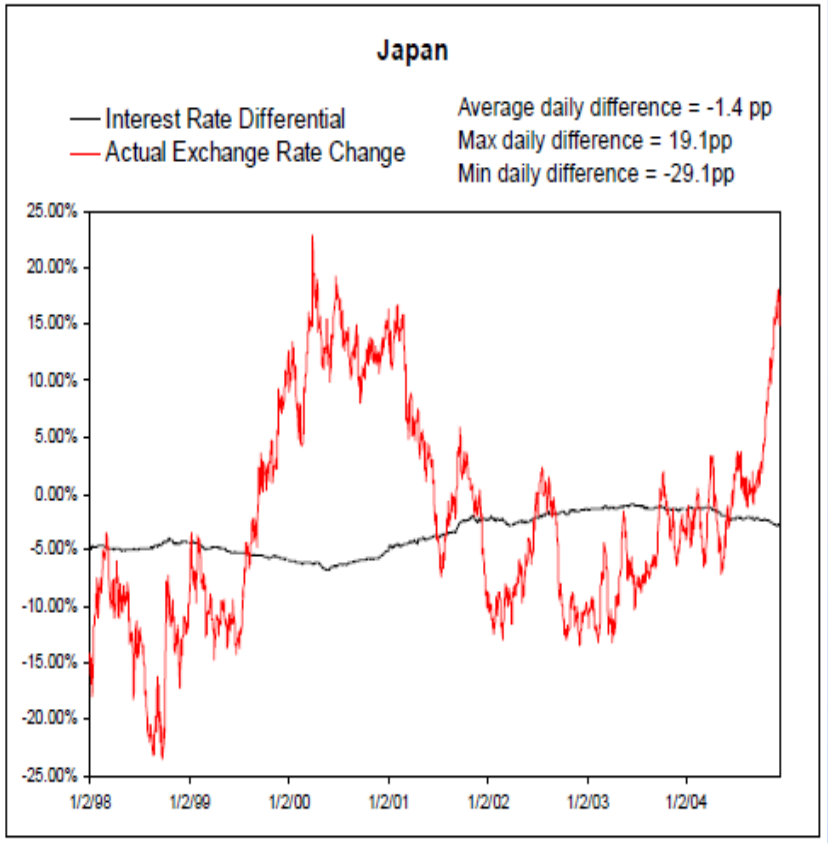




Nguồn: Bloomberg

UIP (ngắn hạn 1 năm)





Nguồn: Bloomberg

Lãi suất tiết kiệm VND sv. USD

Year	CPI-based inflation	VND nominal depreciation rate	VND savings interest rate	Real VND saving rate	Return on VND in terms of USD	USD savings interest rate	Different rates
	0	1	2	(3)=(2)-(0)	(4)=(2) -(1)	5	(6)=(4)-(5)
1992	17.5	-8.13	34.10	16.60	42.23	4.05	38.18
1993	5.2	2.62	20.40	15.20	17.78	3.20	14.58
1994	14.5	1.92	16.80	2.30	14.88	3.50	11.38
1995	12.7	-0.33	16.80	4.10	17.13	4.50	12.63
1996	4.5	0.33	9.60	5.10	9.27	4.80	4.47
1997	3.6	11.57	9.60	6.00	-1.97	5.00	-6.97
1998	9.2	12.70	9.60	0.40	-3.10	5.00	-8.10
1999	0.1	0.89	5.25	5.15	4.36	4.70	-0.34
2000	-0.6	3.54	4.45	5.05	0.91	4.43	-3.52
2001	0.8	3.90	5.95	5.15	2.05	3.00	-0.95
2002	4.0	2.11	7.20	3.20	5.09	2.50	2.59
2003	3.0	2.20	7.40	4.40	5.20	2.50	2.70
2004	9.4	0.40	7.70	-1.70	7.30	2.60	4.70
2005	8.4	0.90	8.40	0.00	7.50	4.20	3.30
2006	6.7	0.87	8.80	2.10	7.93	4.70	3.23
2007	12.6	-0.20	9.10	-3.50	9.30	5.00	4.30
2008	20.0	6.30	15.0	-5.00	8.70	4.00	4.70
2009	6.5	10.70	8.0	1.50	-2.70	2.50	-5.20

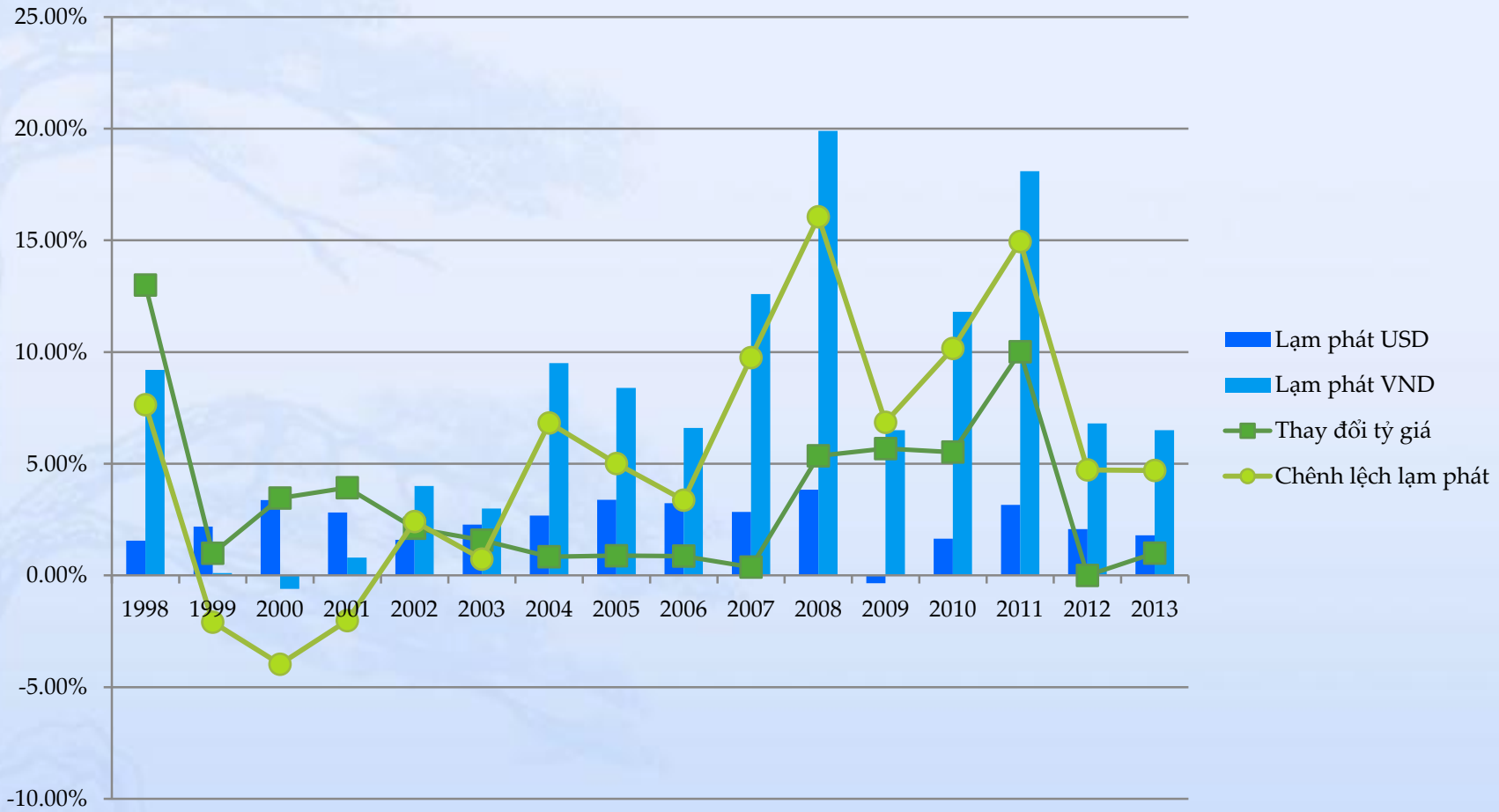
Nguồn: Võ Trí Thành 2010

Chênh lệch lợi suất VND sv. USD



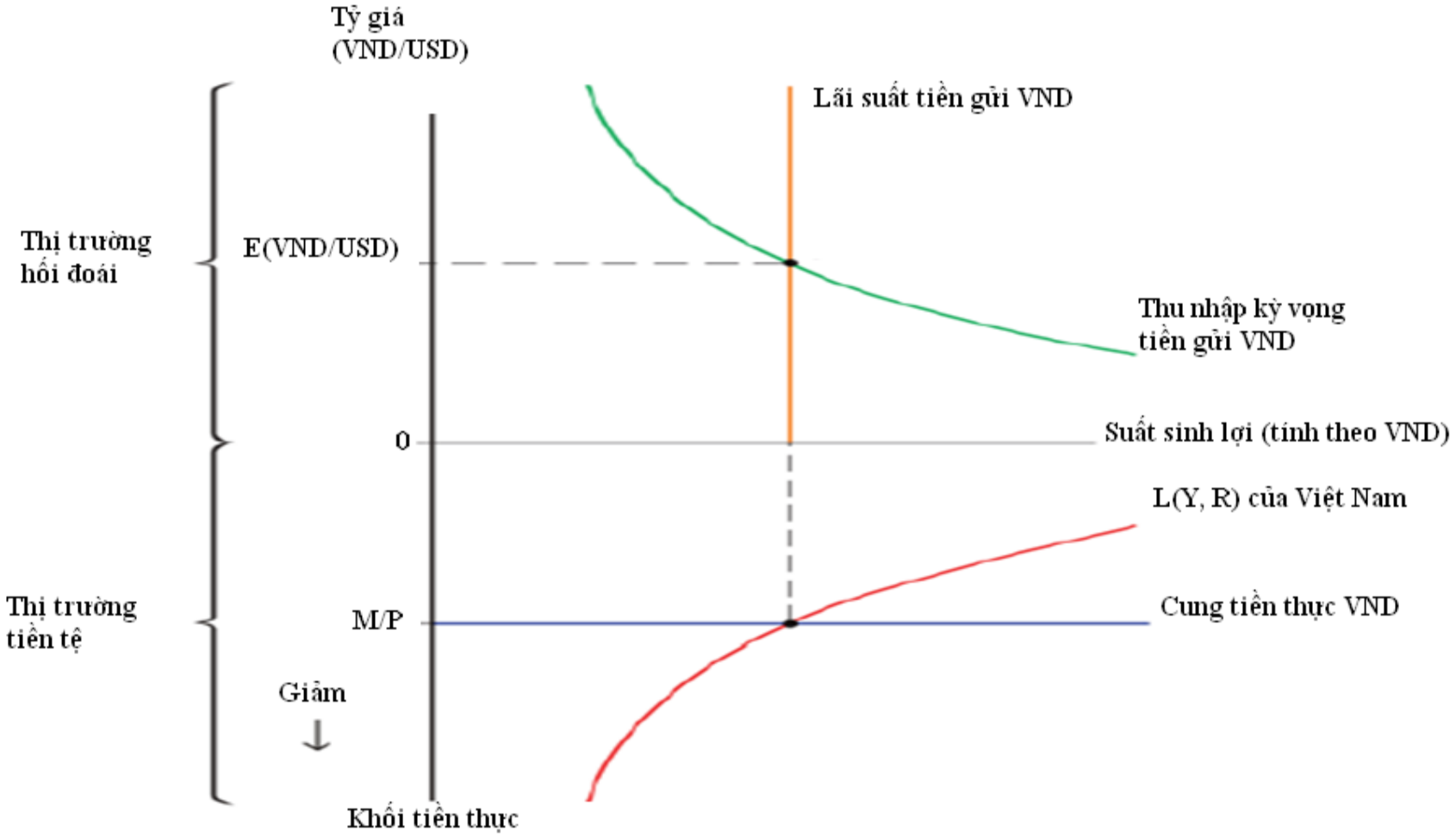
Nguồn: Tính từ số liệu của IFS, IMF

Chênh lệch lạm phát và tỷ giá VND/USD

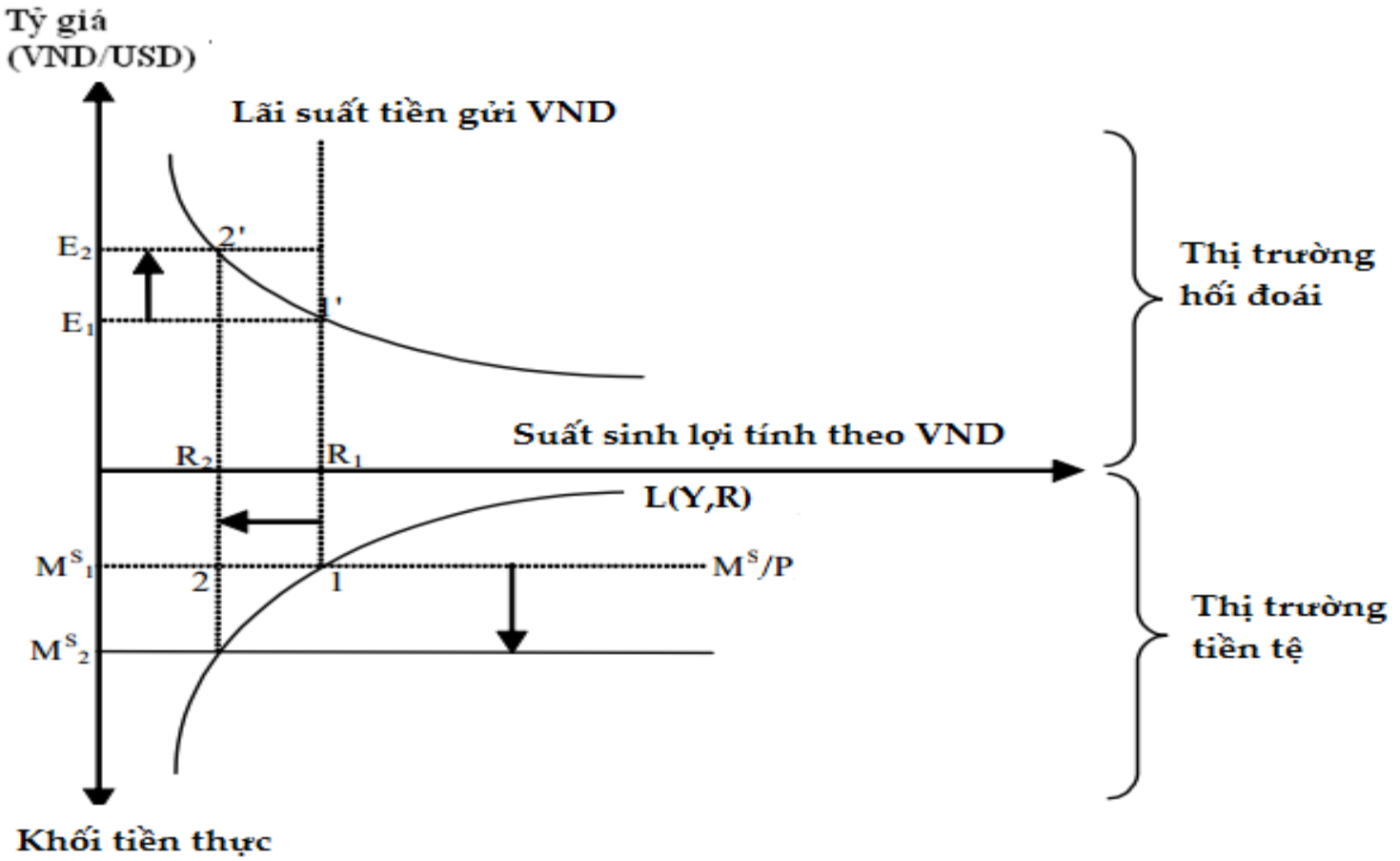


Nguồn: Tính từ số liệu của IFS, IMF

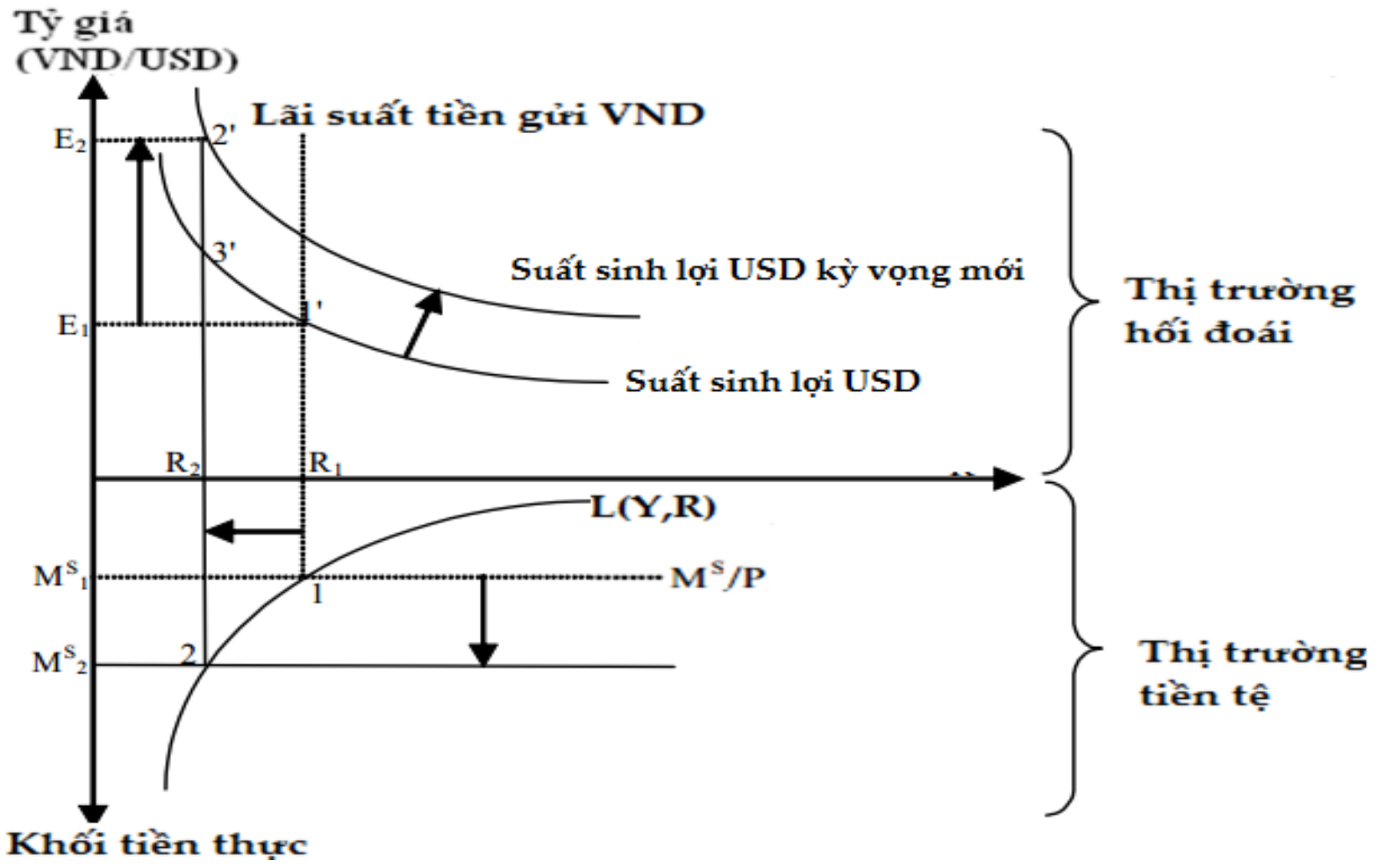
Những can thiệp chính sách gì?



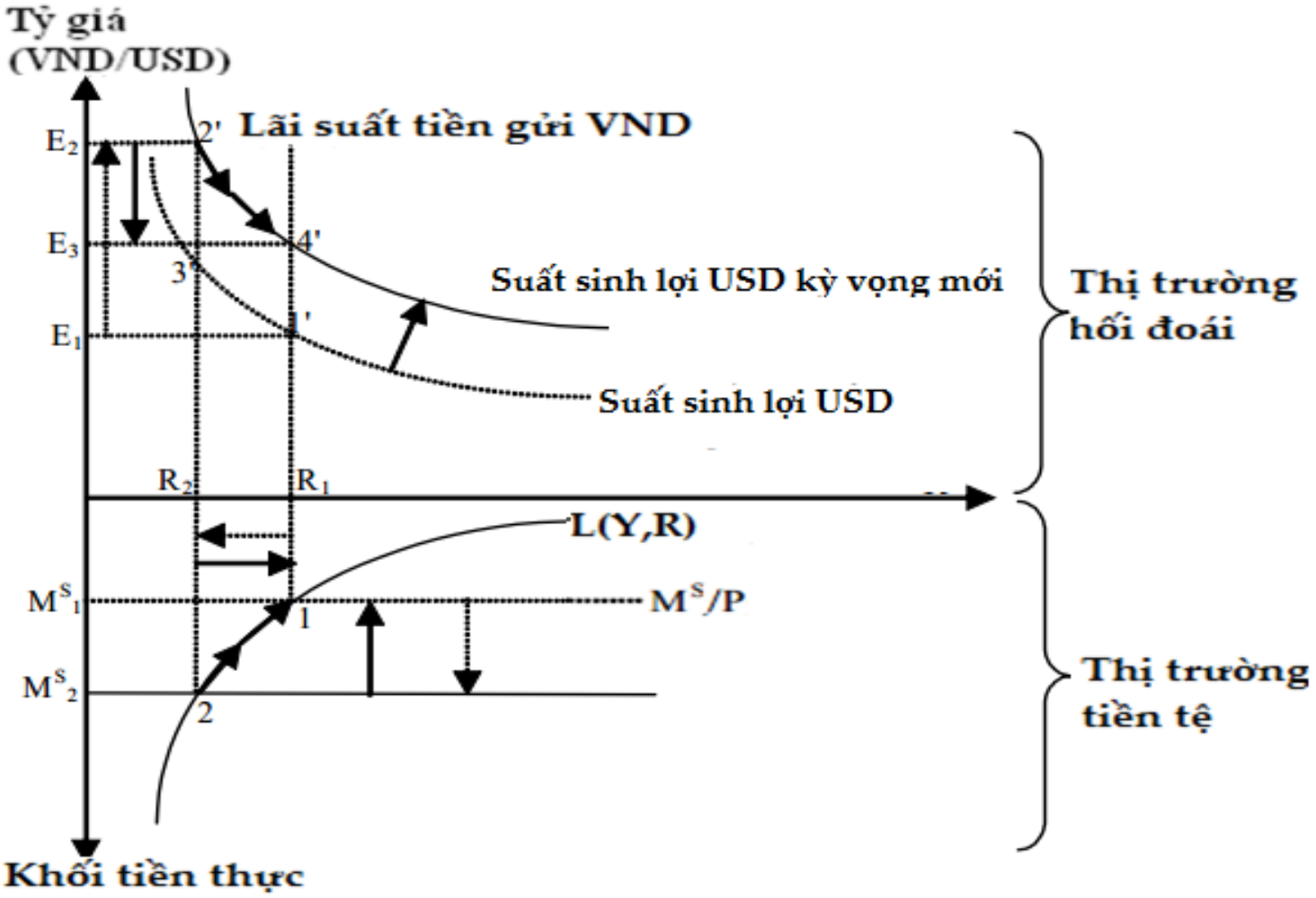
Tiền và tỷ giá: tăng cung nội tệ



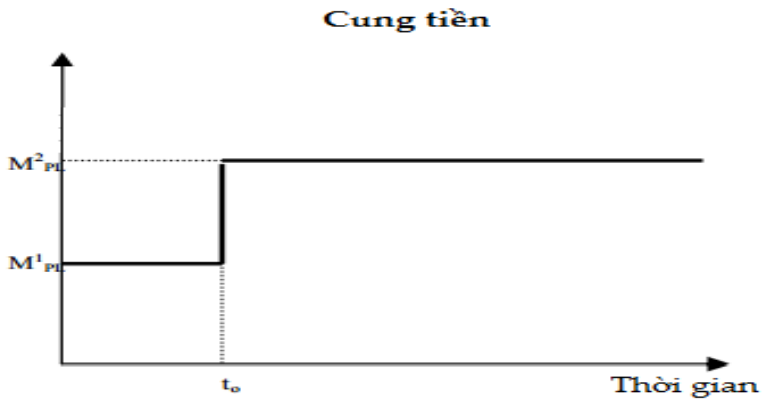
Kỳ vọng tỷ giá và tiền tệ: hiệu ứng quá lố

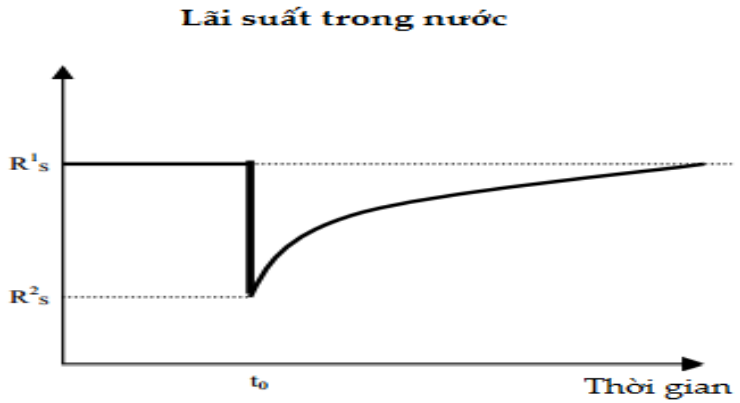


Kỳ vọng tỷ giá và tiền tệ: Sự thích ứng dài hạn

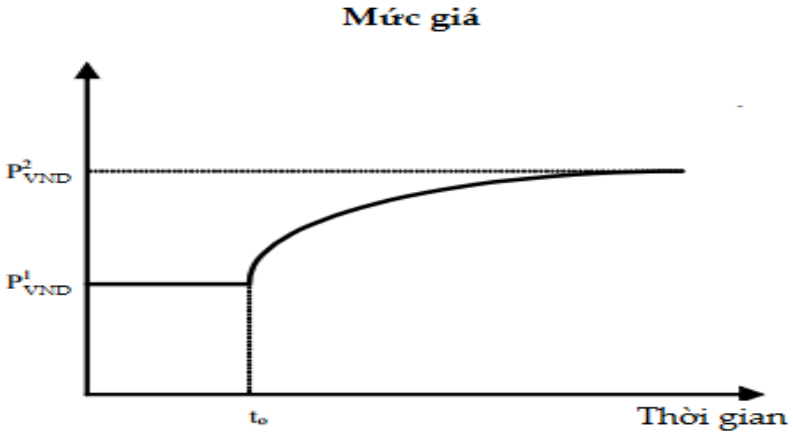


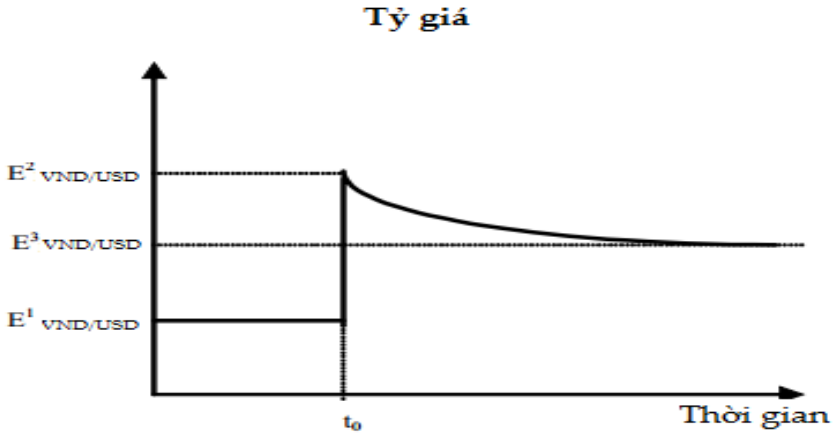
Sự thích ứng dài hạn: cung tiền và lãi suất





Sự thích ứng dài hạn: giá cả và tỷ giá





Tại sao thị trường kỳ vọng có phá giá?

- Tại sao thị trường kỳ vọng có phá giá?
  - Nội tệ bị định giá cao
  - PPP bị bóp méo
  - Thâm hụt CA lớn, kéo dài
  - Suy thoái kinh tế hay khó khăn tài chính đòi hỏi lãi suất i thấp
  - Thiếu thiện chí và khả năng bảo vệ tỷ giá cố định
- Tỷ giá cố định: mục tiêu tấn công tiền tệ?
  - Kỳ vọng nội tệ mất giá
  - Nhiều người phản ứng cùng lúc
  - Phá giá có nghĩa là có lý để cố gắng từ bỏ nội tệ
  - Nếu không mất niềm tin, đồng tiền có thể ổn định
  - Trục trặc: khoản đầu cơ khổng lồ trên các thị trường tài chính quốc tế

Phản ứng chính sách

- *Phản ứng tài khoá và tiền tệ:*
  - Sốc cầu: chính sách tiền tệ và tài khoá mở rộng (suy thoái), thắt chặt (lạm phát).
  - Tấn công tiền tệ, nội tệ mất giá, vốn tháo chạy: giải pháp?
    - Tăng i (nhưng suy thoái do đầu tư giảm).
    - Phá giá (nhưng hiệu ứng bảng cân đối tài sản).
    - Tăng T, giảm G (nhưng suy thoái).
    - Duy trì tăng trưởng bằng kích cầu có thể bị nghi ngờ khả năng thanh toán nợ chính phủ

    => trầm trọng thêm khả năng bị tấn công đầu cơ.
- *IMF và giải pháp cứu trợ:* nhiều tranh cãi.
- *Kiểm soát vốn:* Ảnh hưởng niềm tin nhà đầu tư, động cơ khuyến khích bị bóp méo và tình trạng quan liêu.

Câu hỏi ôn tập

- Điều kiện ngang bằng lãi suất (danh nghĩa) là gì?
- Điều kiện này có ý nghĩa gì đối với các quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa của các nước khác nhau và những dự đoán về tỷ giá hối đoái danh nghĩa trong tương lai?
- Điều gì sẽ xảy ra với lãi suất trong nước nếu chính phủ muốn duy trì tỷ giá hối đoái cố định nhưng thị trường dự đoán có sự mất giá nội tệ?

Câu hỏi ôn tập

- Tại sao thị trường kỳ vọng có sự phá giá?
- Tại sao tỷ giá cố định thường là mục tiêu của tấn công tiền tệ?
- Hậu quả của tấn công tiền tệ là gì?
- Phản ứng của chính phủ như thế nào?
- Vấn đề tỷ giá của Việt Nam?
- NHNN có thực hiện được cam kết "biến động tỷ giá không quá 3% trong năm 2013"?