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

Nguồn: Tham chiếu và trích dẫn từ Ch. 13, 14 và 21 Kinh tế quốc tế (Krugman, Obstfeld, và Melitz)

Gỡ dần bài toán tỷ giá, lãi suất và lạm phát

Phạm Đỗ Chí (vnn, 18/03/2011)

- ***Lãi suất VND = lãi suất USD + điều chỉnh kỳ vọng (%) của tỷ giá VND/USD***
  - Điều chỉnh tỷ giá 9,3% của NHNN (tỷ giá liên ngân hàng từ 18.932đ lên 20.693đ) hôm 11/2.
  - *Lãi suất huy động VND (14%) = lãi suất USD (4%-5%) + điều chỉnh tỷ giá đã xảy ra (9,3%)*

Những điều cơ bản về tỷ giá hối đoái

- Tỷ giá hối đoái (danh nghĩa) E=(?DC/1FC).
- Sự lên giá và sự giảm giá của một đồng tiền.
- Tỷ giá giao ngay (Spot Rates) và tỷ giá kỳ hạn (Forward Rates).

Thị trường ngoại hối (The Foreign Exchange Market)

Thành phần tham gia:

1. Các ngân hàng thương mại (chủ yếu).
2. Các định chế tài chính phi ngân hàng.
3. Các doanh nghiệp.
4. Ngân hàng trung ương.

Những yếu tố chủ yếu ảnh hưởng việc nắm giữ một tài sản

- Suất sinh lợi (**Rate of return**) và suất sinh lợi thực (**Real rate of return**: inflation-adjusted rate of return).
  - Giả sử: không xét lạm phát trong ngắn hạn
- Rủi ro (**Risk**).
- Thanh khoản (**Liquidity**).
  - Giả sử: rủi ro và thanh khoản là như nhau bất kể là loại tiền nào (hay tài sản nào)
- Như vậy, suất sinh lợi là yếu tố chủ yếu xét đến trong mô hình.

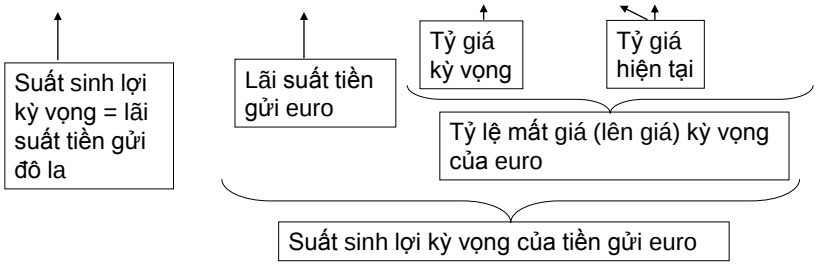
Suất sinh lợi

- Lãi suất của một đồng tiền (**interest rate**) là số tiền nhận được từ việc cho vay một đơn vị tiền tệ trong một năm.
- Suất sinh lợi (rate of return) của một khoản tiền gửi bằng nội tệ là lãi suất mà khoản tiền gửi ngân hàng đó nhận được.
- So sánh với suất sinh lợi của ngoại tệ, cần xem xét:
  - Lãi suất tiền gửi ngoại tệ.
  - Tỷ lệ lên giá hay mất giá kỳ vọng của ngoại tệ so với nội tệ.

Suất sinh lợi nội tệ và ngoại tệ

Chênh lệch suất sinh lợi giữa tiền gửi USD và Euro

- $R_{\$} - (R_{€} + (E^{e}_{\$/€} - E_{\$/€})/E_{\$/€}) =$
  $R_{\$} - R_{€} - (E^{e}_{\$/€} - E_{\$/€})/E_{\$/€}$



Thị trường ngoại hối và ngang bằng lãi suất

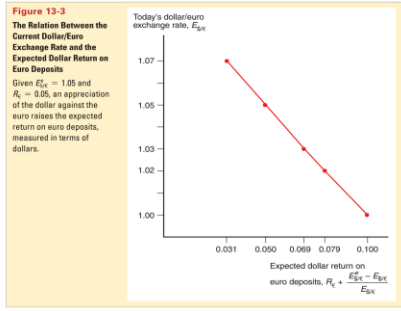
- Thị trường ngoại hối cân bằng khi tiền gửi của tất cả các loại tiền tệ chào suất sinh lợi kỳ vọng như nhau: *ngang bằng lãi suất* (**interest parity**).

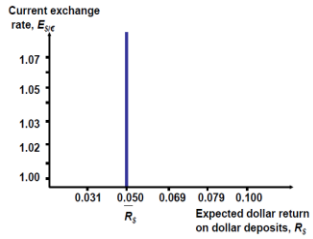
$$R_{\$} = R_{€} + (E^{e}_{\$/€} - E_{\$/€})/E_{\$/€}$$

- Chuyện gì xảy ra nếu:
  - $R_{\$} > R_{€} + (E^{e}_{\$/€} - E_{\$/€})/E_{\$/€}$.
  - Không nhà đầu tư nào muốn giữ tiền gửi euro, cầu và giá euro giảm.
  - Nhà đầu tư muốn giữ nhiều tiền gửi đô la, tăng cầu và giá đô la.
  - Đô la sẽ lên giá và euro giảm giá, tăng về bên phải cho đến khi cân bằng được tái lập.

Tỷ giá hiện tại thay đổi ảnh hưởng thế nào đến sinh lợi kỳ vọng của ngoại tệ?

Current exchange rate	Interest rate on euro deposits	Expected rate of dollar depreciation	Expected dollar return on euro deposits
$E_{\$/€}$	$R_€$	$(1.05 - E_{\$/€})/E_{\$/€}$	$R_€ + (1.05 - E_{\$/€})/E_{\$/€}$
1.07	0.05	-0.019	0.031
1.05	0.05	0.000	0.050
1.03	0.05	0.019	0.069
1.02	0.05	0.029	0.079
1.00	0.05	0.050	0.100





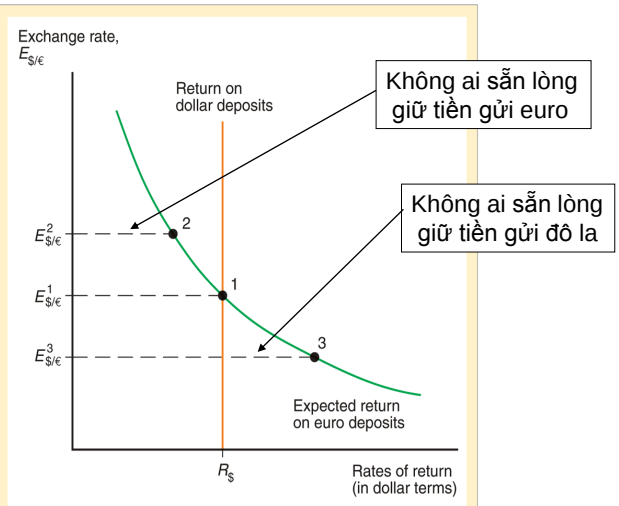
Giả sử cho trước
$E^e_{\$/€}$ = \$1.05 Per Euro
$R_€$ = 5% (0.05)

Xác định tỷ giá hối đoái cân bằng của mô hình

Figure 13-4

Determination of the Equilibrium Dollar/Euro Exchange Rate

Equilibrium in the foreign exchange market is at point 1, where the expected dollar returns on dollar and euro deposits are equal.



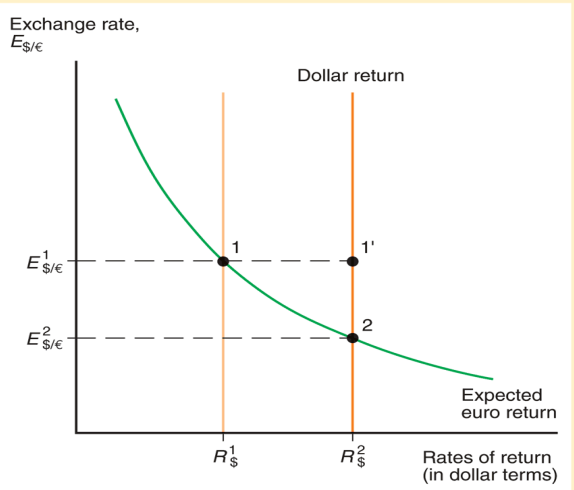
Tác động của một sự gia tăng lãi suất Đô la

Figure 13-5

Effect of a Rise in the Dollar Interest Rate

A rise in the interest rate offered by dollar deposits from $R_{\$}^1$ to $R_{\$}^2$ causes the dollar to appreciate from $E_{\$/€}^1$ (point 1) to $E_{\$/€}^2$ (point 2).

Giảm giá euro đồng nghĩa tăng giá đô la

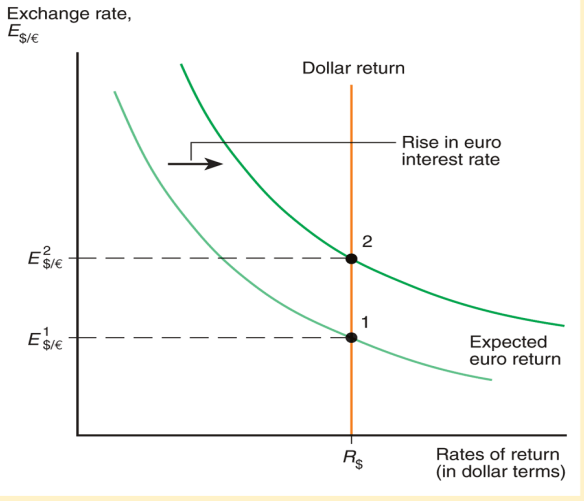


Tác động của một sự gia tăng lãi suất Euro

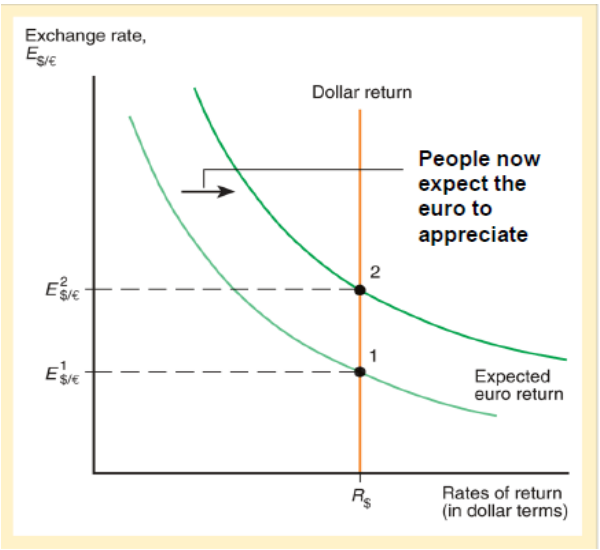
Figure 13-6

Effect of a Rise in the Euro Interest Rate

A rise in the interest rate paid by euro deposits causes the dollar to depreciate from $E_{\$/€}^1$ (point 1) to $E_{\$/€}^2$ (point 2). (This figure also describes the effect of a rise in the expected future \$/€ exchange rate.)



Tác động của một sự tăng giá kỳ vọng của Euro (# giảm giá kỳ vọng đô la)



Covered Interest Parity (CIP)

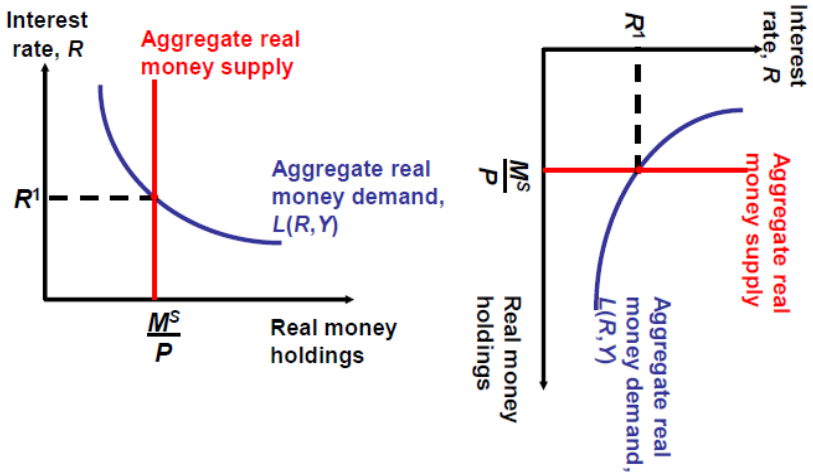
- CIP liên quan đến các mức lãi suất giữa các nước và tỷ lệ thay đổi giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay:

$$R_\$ = R_€ + (F_{\$/€} - E_{\$/€})/E_{\$/€}$$

$F_{\$/€}$ là tỷ giá kỳ hạn.

- Suất sinh lợi tiền gửi dollar và tiền gửi ngoại tệ "covered" tương tự như nhau.

Nhớ lại thị trường tiền tệ trong nước và thị trường ngoại hối



Kết hợp thị trường tiền tệ trong nước và thị trường ngoại hối

Kỳ vọng mất giá nội tệ thể hiện như thế nào trên tọa độ?

Những điều chỉnh diễn ra kéo theo liên quan đến tỷ giá và lãi suất sẽ như thế nào?

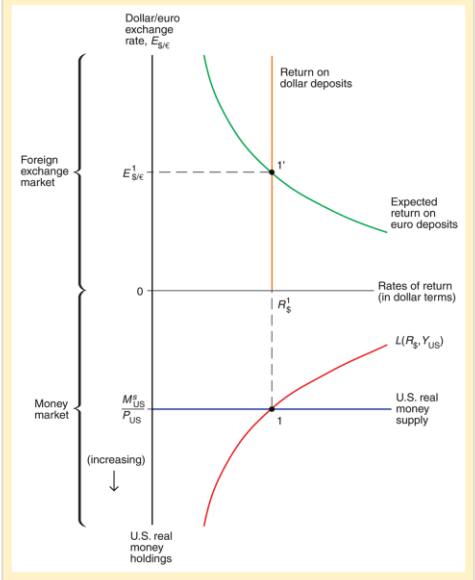
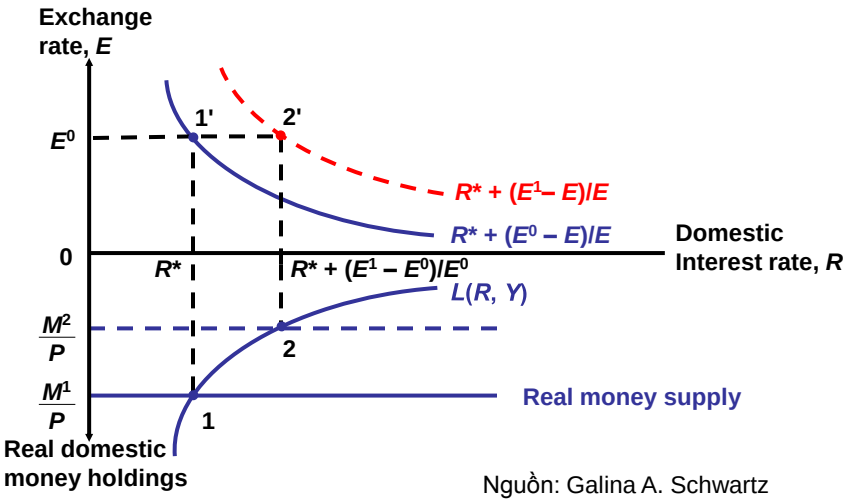


Figure 14-6

Simultaneous Equilibrium in the U.S. Money Market and the Foreign Exchange Market

Both asset markets are in equilibrium at the interest rate $R^1_\$$ and exchange rate $E^1_{\$/€}$; at these values money supply equals money demand (point 1) and the interest parity condition holds (point 1').

BOP – Khủng hoảng và vốn tháo chạy (Capital flight)



Nguồn: Galina A. Schwartz

Tại sao thị trường kỳ vọng có phá giá?

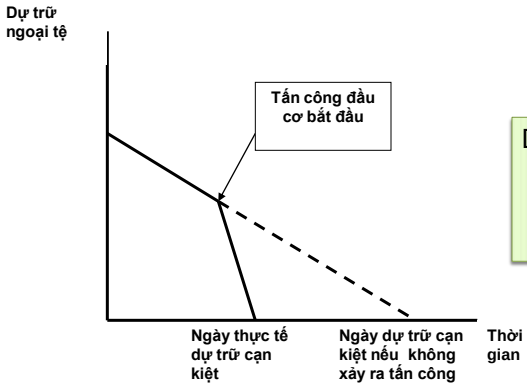
- Nội tệ bị định giá cao ($\pi > \pi^*$) [$\varepsilon <$ giá trị cân bằng dài hạn]
- Ngang bằng sức mua bị bóp méo
- CA<0 lớn, kéo dài [nợ, đòi hỏi TB>0 trong tương lai]
- Điều kiện trong nước đòi hỏi i thấp [suy thoái kỳ vọng, khó khăn tài chính (ngân hàng yếu kém)]
- Thiếu thiện chí và khả năng bảo vệ tỉ giá cố định [dự trữ ngoại tệ]

Tỷ giá cố định: mục tiêu tấn công?

- Kỳ vọng nội tệ mất giá => từ bỏ đồng tiền đó
- Nhiều người phản ứng cùng lúc: cạn dự trữ ngoại tệ
  - Buộc phá giá
- Phá giá có nghĩa là có lý để cố gắng từ bỏ nội tệ
- Nếu không mất lòng tin, đồng tiền có thể ổn định
- Trục trặc: khoản đầu cơ khổng lồ (hot money) trên các thị trường tài chính quốc tế

Lô-gic tấn công đầu cơ

- *Cạn kiệt dự trữ ngoại tệ nhìn thấy trước:*



Dự trữ ngoại tệ Thái cạn kiệt nhanh hơn là tiến trình lẽ ra nó sẽ diễn ra nếu không có tấn công đầu cơ

Tác động vĩ mô của tấn công tiền tệ

- Giảm giá nội tệ bất ngờ phá vỡ hệ thống tài chính:
  - *Rút vốn ồ ạt (Bank Runs):*
    - Kéo theo sụp đổ ngân hàng tốt.
    - Hệ thống bảo hiểm tiền gửi và NHTU đóng vai trò cứu cánh .
    - Vấn đề nghiêm trọng khi tiền gửi dạng ngoại tệ.
  - *Hiệu ứng Bảng cân đối tài sản (Balance-Sheet Effect):*
    - Nội tệ giảm giá => giảm của cải, tăng nợ ngoại tệ.
    - Nguy cơ phá sản và xáo trộn tài chính.

Chính phủ thường phản ứng thế nào?

- Tuyên bố trấn an
  - [nền tảng vững mạnh, cam kết bảo vệ e cố định].
- Tăng i [thấp hơn cần thiết] bù mức phá giá kỳ vọng.
  - => vốn chảy ra (trái phiếu nước ngoài hấp dẫn hơn).
  - NHTU bán ra ngoại tệ => giảm FR.
- Cuối cùng:
  - chấp nhận i rất cao, hay
  - thực hiện theo kỳ vọng: phá giá.

Chính phủ phản ứng thế nào?

- *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.

Sự mở rộng chuyển dịch thông tin và mức độ di chuyển vốn tài chính

- Nếu các loại tài sản thay thế hoàn toàn cho nhau, chúng ta kỳ vọng ngang bằng lãi suất được thỏa xét góc độ trung bình:

$$R_t - R^*_t = (E^e_{t+1} - E_t)/E_t$$

- Khác biệt lãi suất cũng chính bằng thay đổi kỳ vọng theo dự báo thị trường của tỷ giá hối đoái.
  - Nếu thay tỷ giá kỳ vọng bằng tỷ giá tương lai thực tế xảy ra, chúng ta có thể kiểm định dự đoán thị trường về sự thay đổi của tỷ giá hối đoái chính xác như thế nào.

Sự mở rộng chuyển dịch thông tin và mức độ di chuyển vốn tài chính

- Nếu tài sản không thay thế hoàn toàn

$$R_t - R^*_t = (E^e_{t+1} - E_t)/E_t + \rho_t$$

  - Khác biệt lãi suất sẽ bằng với thay đổi tỷ giá và phí bù rủi ro.
  - Thay đổi của phí bù rủi ro có thể tác động đến thay đổi tỷ giá thay vì do khác biệt lãi suất tạo ra.

Điều kiện ngang bằng lãi suất danh nghĩa – Bài học

- Nếu kỳ vọng nội tệ mất giá, thì i cần cao hơn
- P cố định, những gì đúng với i và i* cũng đúng với r và r*
- Nếu kỳ vọng VND mất giá, cầu lãi suất VND sẽ là: $r = r^* + \theta$
- Ngoài ra, còn rủi ro quốc gia (chiến tranh, quốc hữu hoá, vỡ nợ nước ngoài…)

Một số câu hỏi

1. Điều kiện ngang bằng lãi suất (danh nghĩa) là gì?
2. Điều kiện này có ý nghĩa gì đối với quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa của các nước khác nhau và những dự đoán (kỳ vọng) về tỷ giá hối đoái danh nghĩa tương lai?
3. Điều gì ắt phải 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?
4. Có hệ lụy gì không khi lãi suất thay đổi?
5. Chính phủ thường phản ứng thế nào?

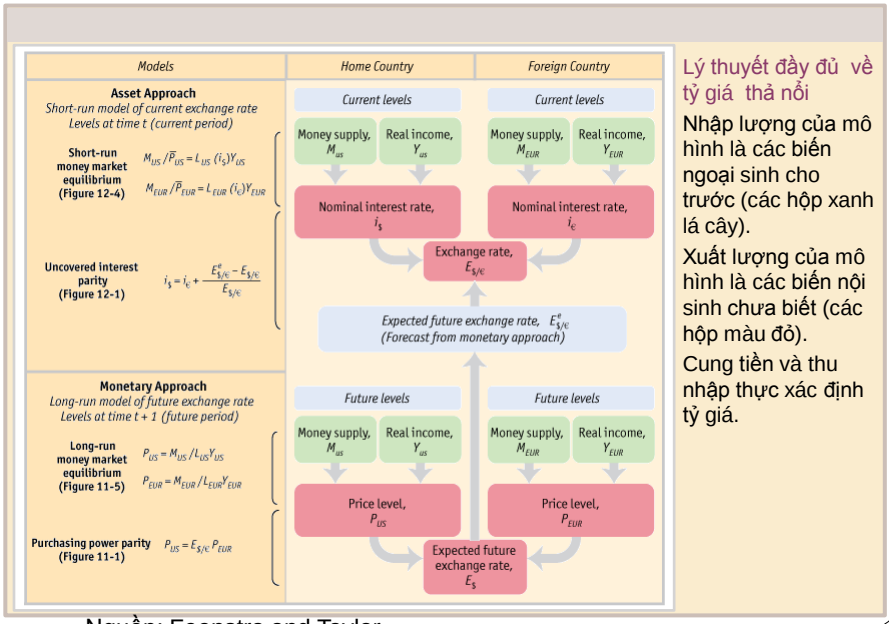
Gỡ dần bài toán tỷ giá, lãi suất và lạm phát

Phạm Đỗ Chí (vnn, 18/03/2011)

- ***Lãi suất VND = lãi suất USD + điều chỉnh kỳ vọng (%) của tỷ giá VND/USD***
  - Điều chỉnh tỷ giá 9,3% của NHNN (tỷ giá liên ngân hàng từ 18.932đ lên 20.693đ) hôm 11/2.
  - *Lãi suất huy động VND (14%) = lãi suất USD (4%-5%) + điều chỉnh tỷ giá đã xảy ra (9,3%)*
- Lãi suất VND phụ thuộc lãi suất USD và kỳ vọng lạm phát
  - lạm phát cao hơn có nghĩa VND sẽ mất giá so USD; lạm phát gần 12% ở Việt Nam năm 2010 đã cao hơn lạm phát ở Mỹ khoảng 10% và điều chỉnh tỷ giá 9,3% là mức khác nhau về lạm phát.

Hãy xem sơ đồ sau đây để thấy rõ lập luận này

Hợp nhất tiếp cận tiền tệ và tài sản



Lý thuyết đầy đủ về tỷ giá thả nổi

Nhập lượng của mô hình là các biến ngoại sinh cho trước (các hộp xanh lá cây).

Xuất lượng của mô hình là các biến nội sinh chưa biết (các hộp màu đỏ).

Cung tiền và thu nhập thực xác định tỷ giá.

Nguồn: Feenstra and Taylor

"Khi nguy cơ suy thoái lan rộng" Bùi Ngọc Hải, tr. 41, "Mỹ cắt giảm lãi suất", TBKTSG (01/10/98)

Điều gì sẽ xảy ra khi FED cắt giảm lãi suất - lần cắt giảm đầu tiên kể từ 31-01-1996?.

1. ***Trước hết, làm giảm giá trị đô la, tạo thuận lợi cho các nhà xuất khẩu Mỹ.***
2. ***Thứ hai, đây là tác động lớn hơn, sẽ làm giảm bớt gánh nặng nợ nần cho các nước châu Á và châu Mỹ La tinh đang vay nợ bằng đô la.***
3. ***Thứ ba, làm giảm kích thích đối với dòng vốn từ các nước, trong đó có Hàn Quốc và Nhật, đổ vào thị trường trái phiếu Mỹ để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn và chắc chắn hơn, và đây là bước quan trọng tiến tới phục hồi lòng tin và chống suy thoái ở Nhật và các nền kinh tế đang nổi lên ở châu Á và Mỹ La tinh.***
4. ***Thứ tư, làm sống động trở lại thị trường chứng khoán đang chao đảo, khi người ta cảm thấy đầu tư vào cổ phiếu hấp dẫn hơn đầu tư vào trái phiếu kho bạc hoặc tiền gởi vào ngân hàng.***
5. ***Một hiệu quả nữa là khuyến khích các công ty vay tiền để đầu tư mở rộng sản xuất, khuyến khích người Mỹ dùng thẻ tín dụng để chi tiêu, và như vậy sẽ khuyến khích kinh tế Mỹ tăng trưởng..."***

Đúng/Sai (1)?

Theo điều kiện ngang bằng lãi suất danh nghĩa, xét 2 nước Anh và Mỹ, nếu lãi suất hiện tại của nước Anh là 7% năm và lãi suất Mỹ là 5% năm, tỷ lệ mất giá kỳ vọng của Bảng Anh năm tới là 2%.

Đúng/Sai (2)?

- Kỳ vọng phá giá một đồng tiền trong tương lai gây nên một cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán BOP, thể hiện qua sự gia tăng nhanh chóng của lượng dự trữ ngoại tệ (FR) và kéo theo giảm lãi suất nước nhà ngày càng thấp hơn mức lãi suất thế giới.

Đúng/Sai (2)?

- Kỳ vọng phá giá một đồng tiền trong tương lai gây nên một cuộc khủng hoảng cán cân thanh toán BOP, thể hiện qua sự gia tăng nhanh chóng của lượng dự trữ ngoại tệ (FR) và kéo theo giảm lãi suất nước nhà ngày càng thấp hơn mức lãi suất thế giới.
- The expectation of a FUTURE DEVALUATION cause a BOP crisis marked by a sharp fall in foreign reserves (FR) and a rise in the home interest rate above the world interest rate

Trắc nghiệm

Nếu lãi suất Hoa Kỳ cao hơn lãi suất ở Nhật, điều kiện ngang bằng lãi suất ngụ ý rằng:

A. Tỷ lệ lạm phát ở Nhật cao hơn
B. Tài sản tài chính ở Nhật là những khoản đầu tư kém sinh lợi
C. Người ta dự đoán đồng yên giảm giá so với đồng đô la
D. Người ta dự đoán đồng yên lên giá so với đồng đô la

Giải thích cơ chế

- *Lãi suất ngang bằng (chi phí 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.*