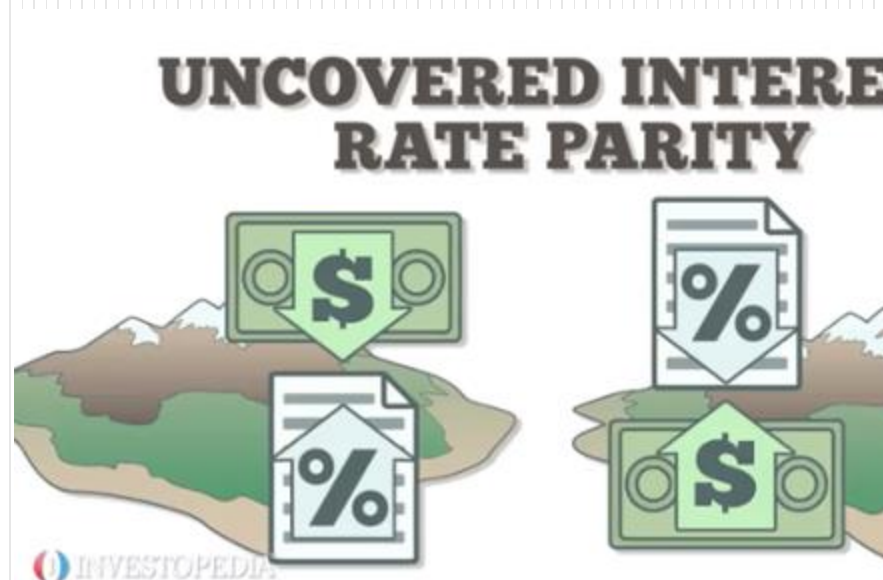


# Dòng vốn và ngang bằng lãi suất

Châu Văn Thành



# Nội dung thảo luận

- Dòng vốn và khủng hoảng
- Ngang bằng lãi suất là gì?
- Dòng vốn và ngang bằng lãi suất: Liệu Việt Nam có đối diện với “sàn lãi suất”?

# Tín hiệu tác động của dòng vốn

1. Tỷ giá và thị trường ngoại hối.
2. Tài sản tài chính.
3. Thị trường bất động sản.
4. Tăng trưởng tín dụng.
5. Khu vực doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính.
6. ...

Các tín hiệu này biến động mạnh trước sự đảo chiều của dòng vốn ra/vào (hay vào/ra)

# Dòng vốn vào/ra 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

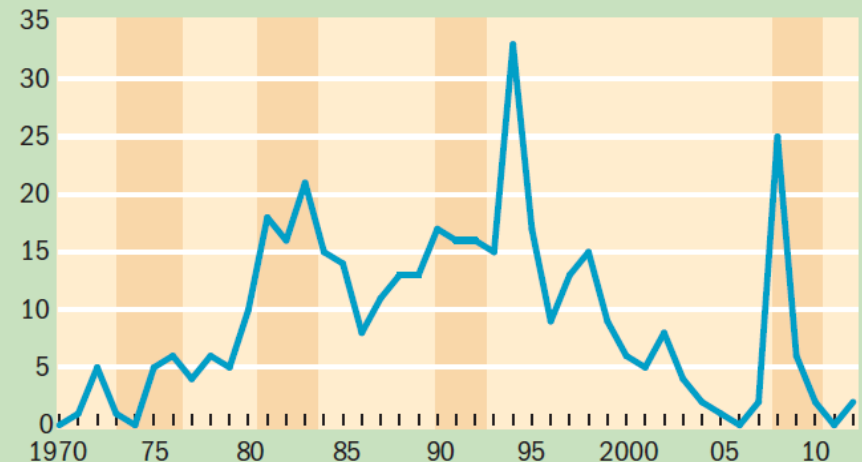
## Recurrent financial crises

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.

# Xu hướng thông thường đang thay đổi (*Jeffrey Frankel 2011*)

- Thông thường: quốc gia đi vay khi kinh tế suy giảm, và rồi trả nợ hay nắm giữ tài sản nước ngoài nhiều hơn khi kinh tế bùng phát
  - Xảy ra ở các chu kỳ (1975-81 và 1990-97)
  - Dòng vốn vào ( $KA > 0$ ) tài trợ  $CA < 0$
- 2003-08:  $KA > 0$  trong khi  $CA > 0$  kéo theo tăng FR
  - Các nước đang phát triển hướng đến hệ thống tài chính mở theo thị trường nhiều hơn
  - Vốn vào ở những thời kỳ bùng nổ (kéo theo tăng giá đất, BĐS, và giá TSTC)
  - Chính sách tiền tệ và tài khóa có tính thuận chu kỳ
    - Hệ thống tài chính tham gia (tăng cung tiền M)
    - Thuế phụ thuộc chu kỳ (T tăng khi bùng nổ, và chính phủ bị áp lực tăng G)

# Phản ứng chính sách khả dĩ có thể là gì?

1. Chính sách vĩ mô quản lý cầu nội địa;
2. Kiểm soát vốn làm chậm dòng vốn ngoại đổ vào/rút ra;
3. Chuyển dòng vốn vào những hướng đi ít gây thiệt hại;
4. Điều tiết hệ thống tài chính nội địa.

# Dòng vốn và ngang bằng lãi suất: Những yếu tố quyết định 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 do vậy suất sinh lợi danh nghĩa chính bằng suất sinh lợi thực.
- **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,  $i$** ) là số tiền nhận được từ việc cho vay một đơn vị tiền tệ trong một năm.
- Suất sinh lợi (**rate of return, ROR**) 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 (ROR\*)**, cần xem xét:
  - Lãi suất tiền gửi ngoại tệ ( **$i^*$** ).
  - Tỷ lệ lên giá hay mất giá kỳ vọng của ngoại tệ so với nội tệ.

Một ví dụ mô phỏng:

# Suất sinh lợi nội tệ (\$) và ngoại tệ (€)

## Chênh lệch suất sinh lợi tiền gửi USD và Euro

- $i_{\$} - (i_{\text{€}} + (E^e_{\$/\text{€}} - E_{\$/\text{€}})/E_{\$/\text{€}}) =$

$i_{\$}$

Suất sinh lợi kỳ vọng = lãi suất tiền gửi đô la

$- i_{\text{€}}$

Lãi suất tiền gửi euro

$- (E^e_{\$/\text{€}} - E_{\$/\text{€}})/E_{\$/\text{€}}$

Tỷ giá kỳ vọng

Tỷ giá hiện tại

Tỷ lệ mất giá (lên giá) kỳ vọng của euro

Suất sinh lợi kỳ vọng của tiền gửi euro

# 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)***.

$$i_{\$} = i_{\epsilon} + (E_{\$/\epsilon}^e - E_{\$/\epsilon})/E_{\$/\epsilon}$$

- Chuyện gì xảy ra nếu:
  - $i_{\$} > i_{\epsilon} + (E_{\$/\epsilon}^e - E_{\$/\epsilon})/E_{\$/\epsilon}$ .
  - 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.

# Ngang bằng lãi suất [Interest rate parity (IRP)]

- Tại sao  $i \neq i^*$ ?
  - 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...

# Di chuyển của các dòng vốn tài chính

Vốn di chuyển hoàn toàn tự do

- Nếu các loại tài sản thay thế hoàn toàn cho nhau, ngang bằng lãi suất được viết dưới dạng:

$$i_t - i_t^* = (E_{t+1}^e - E_t)/E_t$$

- Khác biệt lãi suất cũng chính bằng thay đổi kỳ vọng theo dự báo thị trường của tỷ giá hối đoái.
- Nếu tài sản không thay thế hoàn toàn: giả sử rủi ro xuất hiện ở nước nhà (phí bù rủi ro  $\rho_t$ )

$$i_t - i_t^* = (E_{t+1}^e - E_t)/E_t + \rho_t$$

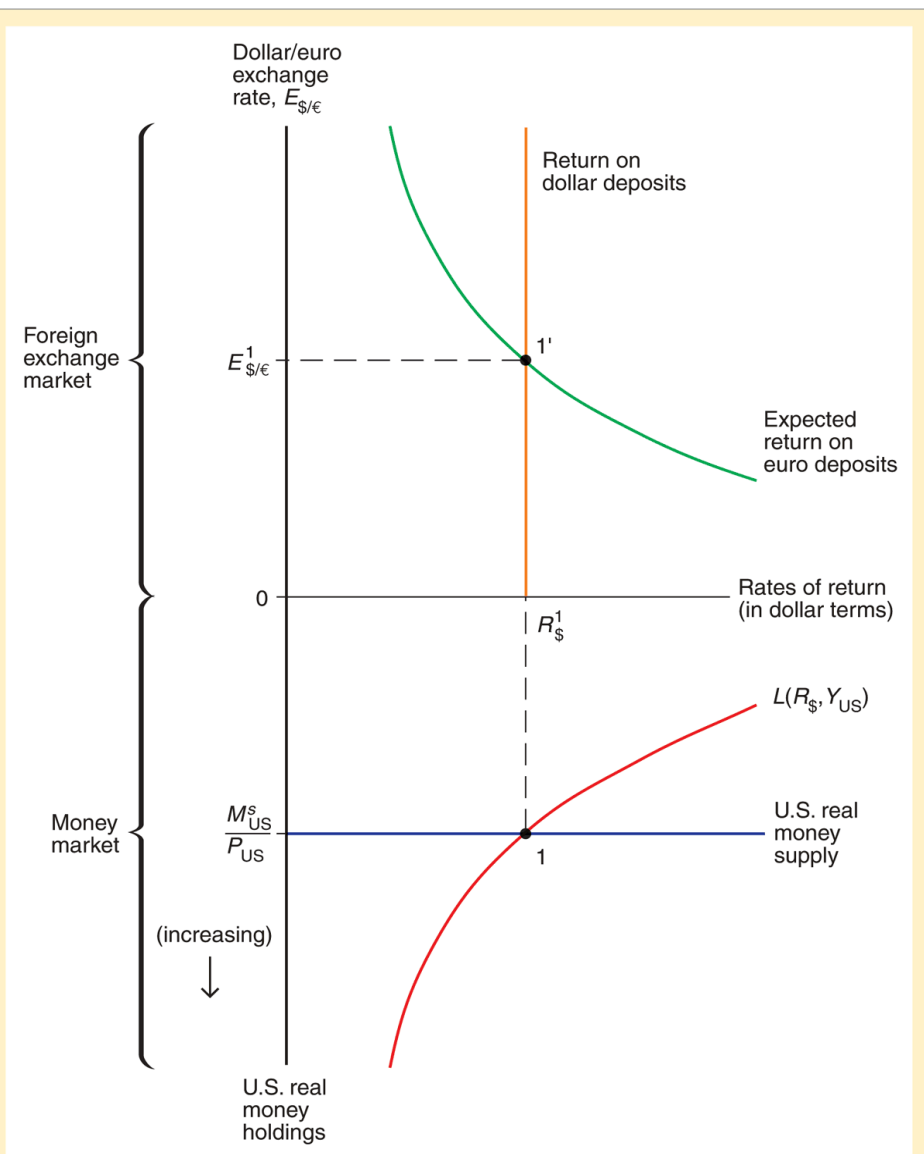
- Khác biệt lãi suất sẽ bằng với thay đổi tỷ giá và phí bù rủi ro.
- Rủi ro quốc gia (chiến tranh, quốc hữu hoá, vỡ nợ nước ngoài...)

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

Kỳ vọng mất giá nội tệ ( $\% \Delta E$ ) thể hiện như thế nào trên tọa độ?

Chuyện gì xảy ra nếu  $i^*$  (và  $\rho_t$ ) tăng (giảm)?

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

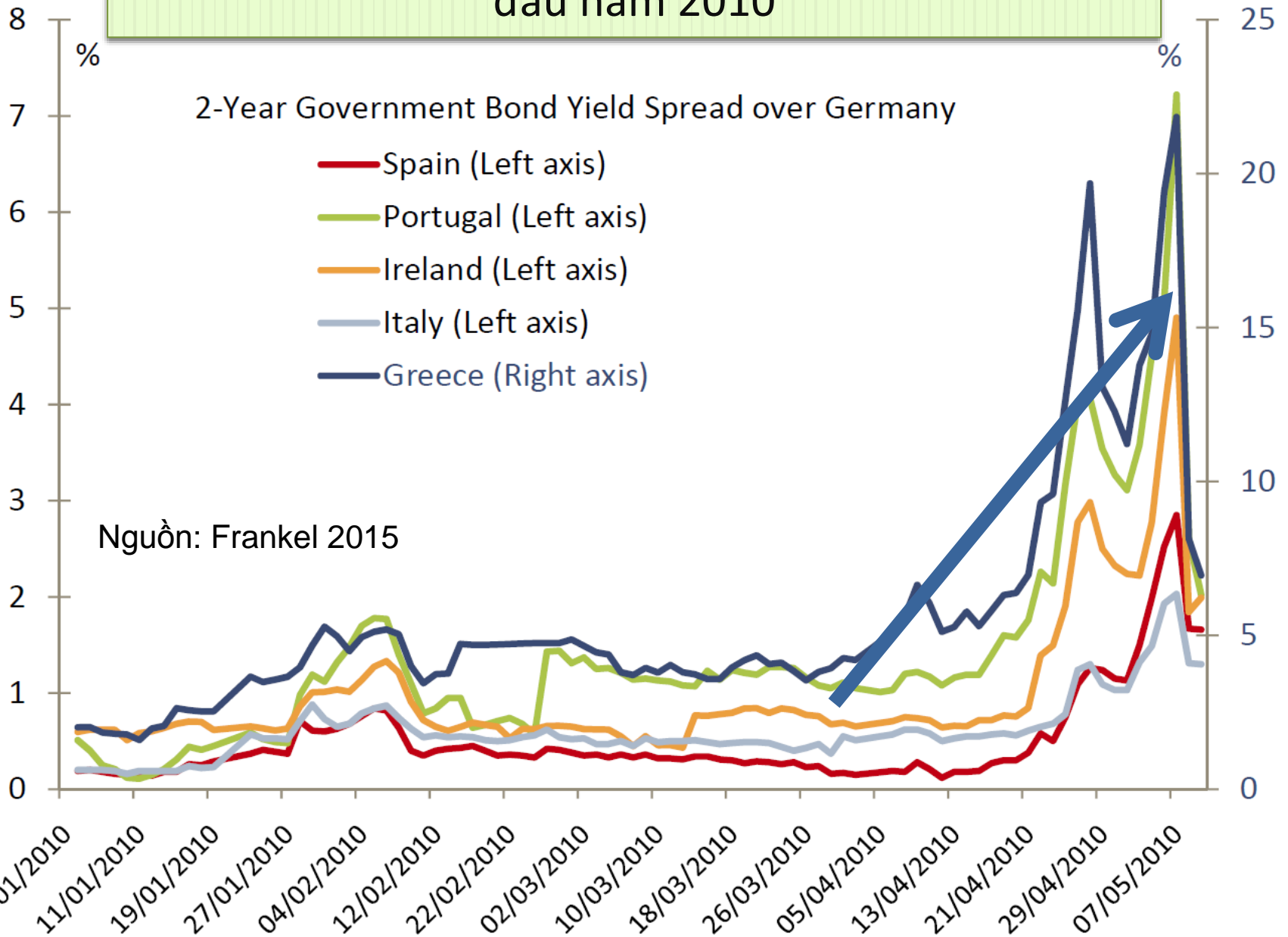


**Figure 14-6**

**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  $E_{\$/\epsilon}^1$ ; at these values money supply equals money demand (point 1) and the interest parity condition holds (point 1').

# Trái phiếu 5 quốc gia khối đồng tiền euro so với Đức đầu năm 2010



**BẢNG 1: ĐẶC ĐIỂM TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ 2005  
CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM**

<b>Ngày phát hành</b>	<b>27/10/2005</b>
<b>Khối lượng phát hành (triệu USD)</b>	750
<b>Thời hạn (năm)</b>	10
<b>Giá (% so với mệnh giá)</b>	98,223
<b>Lãi suất cố định (% /năm)</b>	6,875

**BẢNG 2: ĐẶC ĐIỂM TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ 2010  
CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM**

<b>Ngày phát hành</b>	<b>25/1/2010</b>
<b>Khối lượng phát hành</b>	1 tỷ USD
<b>Thời hạn (năm)</b>	10
<b>Giá (% so với mệnh giá)</b>	97,1223
<b>Lãi suất cố định (% /năm)</b>	6,75

**ĐẶC ĐIỂM TRÁI PHIẾU QUỐC TẾ 2014 CỦA CHÍNH PHỦ VIỆT NAM**

<b>Ngày phát hành</b>	<b>7/11/2014</b>
<b>Khối lượng phát hành</b>	1 tỷ USD
<b>Thời hạn (năm)</b>	10
<b>Lãi suất cố định (% /năm)</b>	4,8

Nguồn: Lê Thị vân Anh (2016)

### **Lần phát hành thứ ba**

Năm 2014, có khá nhiều điều kiện thuận lợi cho việc huy động trái phiếu quốc tế của Việt Nam. Cụ thể, các tổ chức xếp hạng tín dụng như Moody's, Standard&Poor và Fitch's đều nhận định thời gian gần đây nền kinh tế của Việt Nam đã có những cải thiện tích cực. Đặc biệt, việc Fitch's nâng hệ số tín nhiệm quốc gia của Việt Nam lên một bậc từ B+ lên BB- và Moody's nâng từ B2 lên B1 đã góp phần giúp tăng độ hấp dẫn của trái phiếu đối với giới đầu tư trên thị trường quốc tế. Đây cũng là giai đoạn lãi suất vay nợ trên thế giới có xu hướng giảm do các ngân hàng trung ương các nước áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ để kích thích phục hồi và tăng trưởng kinh tế. Do vậy, đây là thời điểm thuận lợi để Chính phủ phát hành trái phiếu quốc tế nhằm đảo nợ khi thời hạn thanh toán của 2 khoản vay trước đó đang tới gần và tái cấu trúc tỷ lệ nợ công hiện tại.

Trái phiếu quốc tế của Chính phủ Việt Nam đạt mức lãi suất cố định 4,8%/năm (mức dự kiến là 5,125%/năm). Đây là mức lãi suất thấp nhất so với hai đợt phát hành trước đó (lãi suất trái phiếu phát hành là 6,875%/năm năm 2005 và 6,755%/năm năm 2010).

cập. Trong đó, yếu tố quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến phát hành trái phiếu quốc tế của Chính phủ là xếp hạng hệ số tín nhiệm quốc gia bởi lãi suất cố định của trái phiếu quốc tế một quốc gia thường được tính bằng lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ cùng thời hạn cộng với một biên độ. Hệ số tín nhiệm quốc gia sẽ quyết định biên độ này nhiều hay ít, trong khi hệ số tín nhiệm của Việt Nam vẫn còn đang ở mức thấp. Để từng bước cải thiện và nâng cao hệ

*Nguồn: Bộ*



# 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]
- ...

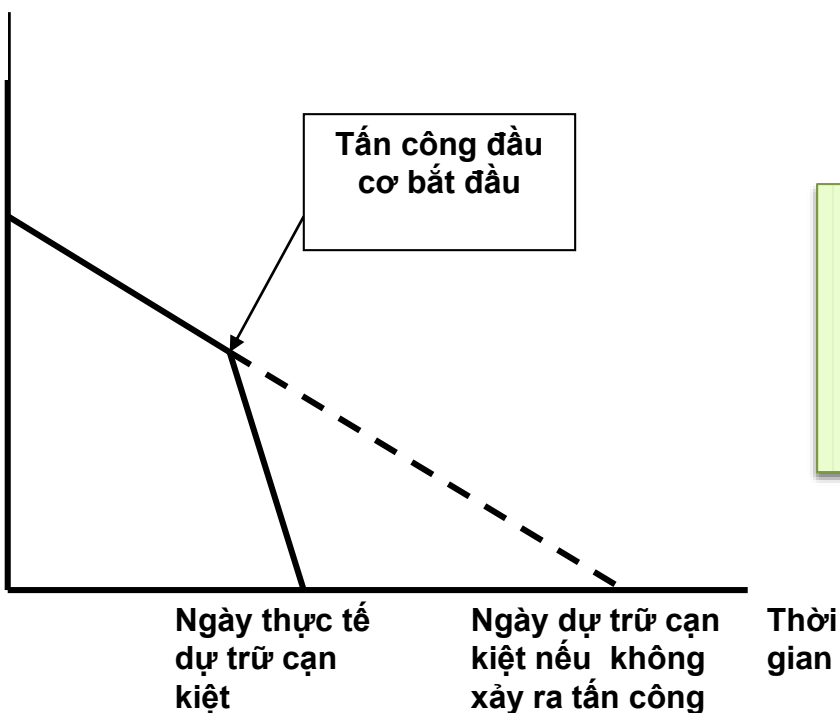
# Tỷ giá cố định: mục tiêu tấn công?

- 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



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:*
  - Trước cú sốc cầu: chính sách tiền tệ và tài khoá mở rộng (suy thoái), thắt chặt (lạm phát).
  - Trường hợp tấn công tiền tệ, nội tệ mất giá, vốn tháo chạy, giải pháp là gì?
    - Tăng  $i$  (nhưng suy thoái do đầu tư giảm).
    - Phá giá (nhưng hiệu ứng bằng 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

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.



## Giải thích cơ chế của lập luận sau đây

*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.*

**Chính sách tiền tệ theo hướng nào cũng gặp khó!**

Tổng ba mục này trước khủng hoảng 2007-08 # 8-10%, sau 9-2008, lên 20%, vì cả phí bù rủi ro và tỷ lệ mất giá kỳ vọng đều cao hơn. Chi phí vay mượn này đóng vai trò như một mức sàn đối với lãi suất bằng nội tệ, mà ta có thể gọi là lãi suất 'ngang bằng'. Tình trạng cạnh tranh không hoàn hảo trong khu vực ngân hàng và quy định dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi có thể cùng phát huy tác dụng làm tăng lãi suất cho vay lên trên mức sàn này và gây sức ép đối với lãi suất tiền gửi.

Phí bù rủi ro đối với các nước đang phát triển có xu hướng tăng suốt thời kỳ khủng hoảng, khan hiếm ngoại hối khiến nội tệ mất giá. Hậu quả là mức sàn đối với lãi suất trong nước có xu hướng tăng lên vào những lúc nền kinh tế bước vào suy thoái, làm tình hình càng tệ hơn. Đổi lại, khi tài trợ nước ngoài dồi dào, phí bù rủi ro có xu hướng giảm và sự mất giá nội tệ gây sức ép vừa phải hay được thay thế bằng sự lên giá. Vì thế, lãi suất 'ngang bằng' có xu hướng giảm khi nền kinh tế mở rộng nhanh chóng.

Nguồn: Ocampo và đồng sự (2009)

# Việt Nam – có đối diện với mức sàn lãi suất?

- Kinh tế học đã chứng minh rằng lãi suất thực thấp và ổn định có thể hỗ trợ việc đầu tư vào năng lực sản xuất và tăng trưởng. Tuy nhiên, đối với các thị trường vốn mở cửa, trong đó có Việt Nam, chính sách tiền tệ phải đối mặt với thách thức to lớn đó là “*lãi suất trong nước ở mức sàn*”. Giải thích tại sao hiện tượng này có thể xảy ra? [Gợi ý: căn cứ vào điều kiện ngang bằng lãi suất có bao gồm rủi ro quốc gia].
- Liệu Việt Nam có thể giảm nhanh mặt bằng lãi suất? (Khi mà Fed đang trên lộ trình tăng lãi suất, giá dầu có xu hướng tăng trở lại...)