

Dòng vốn và ngang bằng lãi suất

Châu Văn Thành

$$i = i^* + \frac{e^{ex} - e}{e}$$

Initially, decrease in MS causes $i(us)$ to decrease, but eventually, $i(us)$ returns to long run level

this will change immediately to reflect $\% \Delta MS$ (up by $x\%$)

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 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

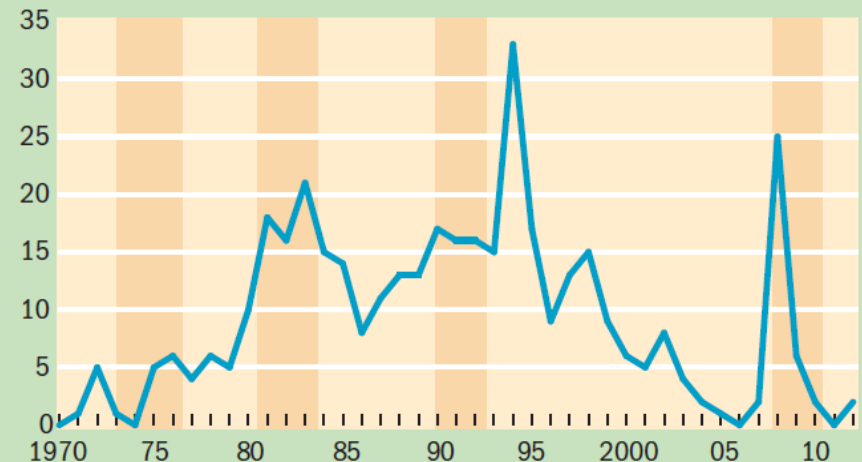
Recurrent financial crises

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)



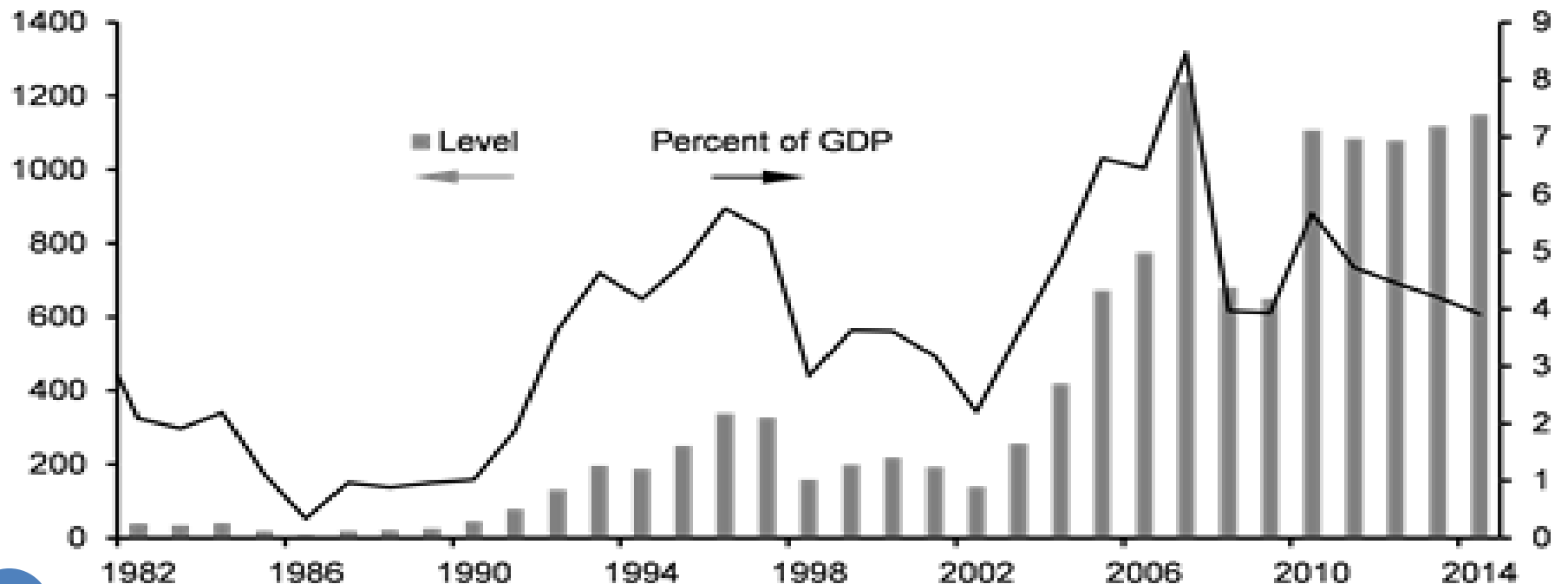
Source: Laeven and Valencia (2013).

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

Ba chu kỳ dòng vốn cùng các đợt khủng hoảng các nước mới nổi

- 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)

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.

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

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

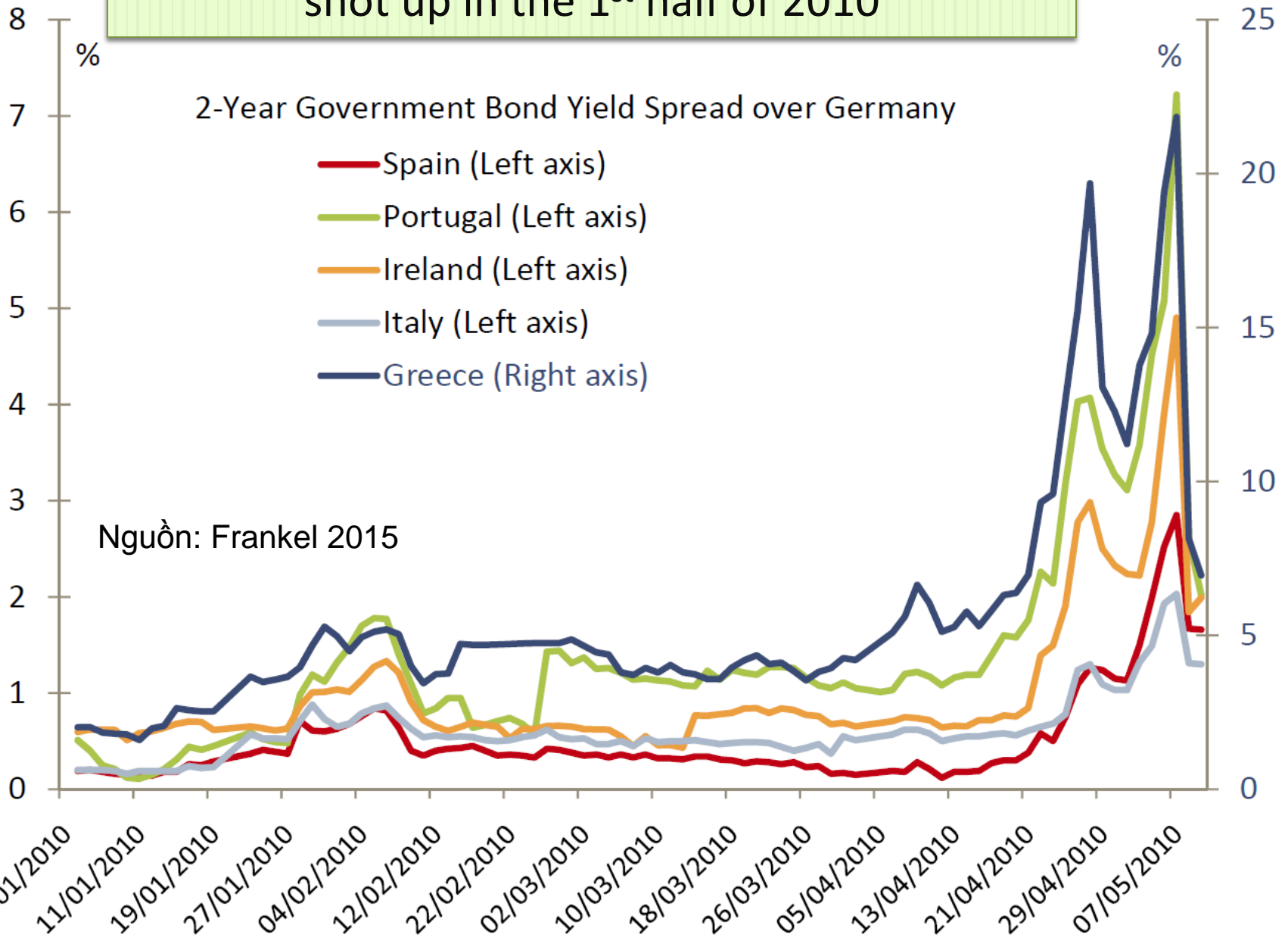
$$i_t - i_t^* = (E_{t+1}^e - E_t)/E_t$$

- 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

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

- 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...)

Sovereign spreads for 5 euro countries shot up in the 1st half of 2010



Tại sao thị trường kỳ vọng có phá giá?

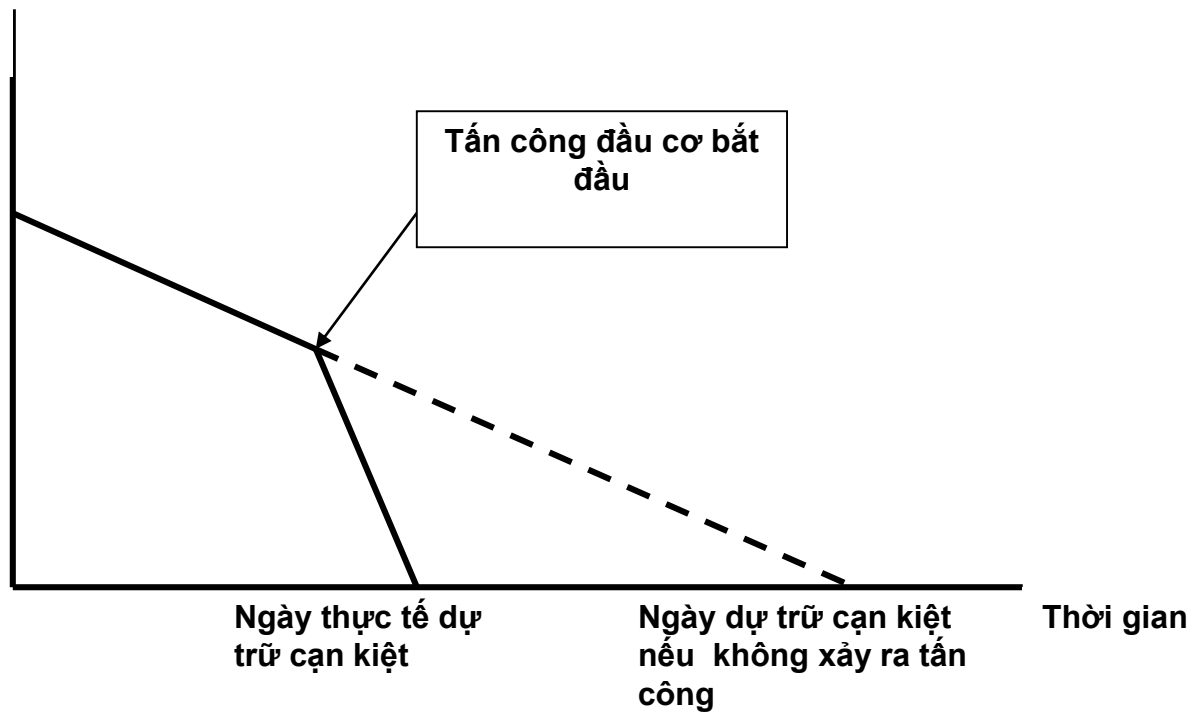
- Nội tệ bị định giá cao ($\pi > \pi^*$) [$\varepsilon <$ giá trị cân bằng dài hạn]
- Ngang bằng sức mua bị bóp méo
- CA < 0 lớn, kéo dài [nợ, đòi hỏi TB > 0 trong tương lai]
- Điều kiện trong nước đòi hỏi i thấp [suy thoái kỳ vọng, khó khăn tài chính (ngân hàng yếu kém)]
- Thiếu thiện chí và khả năng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

Dự trữ ngoại tệ



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.

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.

“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 gửi 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.

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 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.