


CHƯƠNG 6

CÁC QUAN HỆ CÂN BẰNG QUỐC TẾ

9/6/2011

1




MỤC TIÊU

- Các lý thuyết cân bằng trên thị trường tài chính quốc tế;
- Dự đoán các biến động của tỷ giá bằng các quan hệ cân bằng;
- Mối tương tác giữa các quan hệ cân bằng

9/6/2011

2




NỘI DUNG

- Quy luật 1 giá (LOP)
- Học thuyết ngang bằng sức mua (PPP)
- Học thuyết ngang bằng lãi suất (IRP)
- Hiệu ứng Fisher và hiệu ứng Fisher quốc tế;
- Mối quan hệ giữa lạm phát, lãi suất và tỷ giá.

9/6/2011

3




QUI LUẬT MỘT GIÁ

LAW OF ONE PRICE

LOP

9/6/2011

4




QUI LUẬT MỘT GIÁ

- Các giả định
- Nội dung LOP
- Ý nghĩa

9/6/2011

5




CÁC GIẢ ĐỊNH

- Nhiều người mua người bán, không chủ thể cá lẻ nào khống chế được thị trường
- Chi phí giao dịch (kể cả chi phí vận chuyển) không đáng kể
- Không có kiểm soát (hàng rào) của chính phủ
- Thông tin phải công khai, minh bạch

9/6/2011

6




NỘI DUNG CỦA LOP

- Các mặt hàng giống hệt nhau ở các quốc gia khác nhau phải bằng nhau nếu đo lường bằng một đồng tiền chung.

9/6/2011

7




KINH DOANH CHÊNH LỆCH GIÁ

- Arbitrage là hoạt động kinh doanh hưởng lợi từ sự chênh lệch giá của một hàng hóa/tài sản giữa các thị trường
- Cơ hội arbitrage phát sinh khi LOP không tồn tại.
- Nguyên tắc: “mua giá thấp, bán giá cao”

9/6/2011

8



Ý NGHĨA

- Arbitrage giúp tạo lập Trạng Thái Cân Bằng và duy trì LOP

9/6/2011

9

MỐI QUAN HỆ

Trong chế độ tỷ giá cố định

- Quá trình khôi phục LOP chủ yếu dựa trên điều chỉnh giá cả hàng hóa, nghĩa là P và P^*
- Quá trình diễn ra chậm chạp, do giá cả hàng hóa có độ ổn định cao (giá "cứng")

9/6/2011

10

MỐI QUAN HỆ

Trong chế độ tỷ giá thả nổi

- Quá trình khôi phục LOP chủ yếu dựa trên điều chỉnh tỷ giá hối đoái (S)
- Quá trình diễn ra nhanh chóng nhờ tính hữu hiệu cao của thị trường hối đoái

9/6/2011

11

HỌC THUYẾT NGANG BẰNG SỨC MUA- PPP

- PPP tuyệt đối
- PPP tương đối
- PPP kỳ vọng

9/6/2011

12

PPP TUYỆT ĐỐI

- Giả định:
 - Thị trường hoàn hảo
 - Tồn tại LOP

9/6/2011

13

PPP TUYỆT ĐỐI

Mức giá chung của hàng hóa tại các thị trường quốc gia khác nhau phải tương đương nhau trong môi trường thị trường hàng hóa quốc tế là hoàn hảo.

9/6/2011

14

PPP TUYỆT ĐỐI

- $P = S_{ppp} \cdot P^*$
- $S_{ppp} = P/P^*$
- Trong đó:
 - P : mức giá chung hàng hóa ở trong nước
 - P^* : mức giá chung hàng hóa ở nước ngoài
 - S_{ppp} : tỷ giá ngang bằng sức mua giữa nội tệ và ngoại tệ.

9/6/2011

15

PPP TUYỆT ĐỐI

Mức giá chung

$$P = w_1 P_A + w_2 P_B + w_3 P_C + w_4 P_D + w_5 P_E + w_6 P_F + \dots$$

- A, B, C, ... là rổ hàng dùng để tính mức giá chung
- w_1, w_2, w_3, \dots là tỷ trọng của mỗi mặt hàng

9/6/2011

16

PPP TUYỆT ĐỐI

Cơ cấu rổ hàng so sánh phải
"thuần nhất"

Tất cả hàng hóa A, B, ... đều có
giao dịch thương mại quốc tế

9/6/2011

17

PPP TUYỆT ĐỐI

- Arbitrage khôi phục PPP
- Khi PPP tuyệt đối bị phá vỡ → cơ hội arbitrage
- Hoạt động arbitrage → tự động khôi phục PPP tuyệt đối

9/6/2011

18



KIỂM ĐỊNH PPP

- Nghiên cứu thực nghiệm:
- PPP có khuynh hướng duy trì trong dài hạn
- Độ biến động của tỷ giá cao hơn nhiều so với mức giá chung
- PPP của nhóm hàng tham gia thương mại quốc tế có khuynh hướng duy trì tốt hơn so với nhóm hàng chỉ trao đổi trong nước
- PPP tồn tại rõ nét ở những quốc gia có tỷ lệ lạm phát cao

9/6/2011 20

KẾT LUẬN

- PPP có hiệu lực, đặc biệt trong dự báo khuynh hướng
- PPP gợi ý định hướng cho chính sách can thiệp
- PPP giúp xác định sức cạnh tranh xuất khẩu của quốc gia
- PPP giúp xác định quy mô kinh tế thực của quốc gia
- PPP khó sử dụng trong dự báo tỷ giá ngắn hạn

9/6/2011 21

KẾT LUẬN

- Giá cả hàng hóa có tính "cứng" trong ngắn hạn
- Tỷ giá có tính linh hoạt và biến động cao trong ngắn hạn lẫn dài hạn

9/6/2011

22

PPP TƯƠNG ĐỐI

- Khắc phục nhược điểm của PPP tuyệt đối: tính cứng nhắc
- Phát biểu PPP tương đối: Tương quan lạm phát giữa 2 quốc gia trong một thời kỳ ngang bằng với tốc độ thay đổi tỷ giá trong thời kỳ ấy.
- PPP tương đối vẫn có thể duy trì ngay cả khi không tồn tại PPP tuyệt đối.

9/6/2011

23

CÔNG THỨC

- Với ΔP và ΔP^* là tỷ lệ lạm phát trong nước và nước ngoài

$$\Delta S = \frac{\Delta P - \Delta P^*}{1 + \Delta P^*}$$

nếu ước lượng gần đúng, ta có quan hệ

$$\Delta S \approx \Delta P - \Delta P^*$$

9/6/2011

24

VÍ DỤ

- Nếu tỷ lệ lạm phát tại Việt Nam trong năm 2009 là 12%, còn tại Mỹ là 5%, thì tỷ giá VND/USD sẽ thay đổi như thế nào ?
- Ước lượng chính xác?
- Ước lượng gần đúng?
- Như vậy, tỷ giá VND/USD sẽ tăng (+) ở mức 6.67%/năm hoặc xấp xỉ 7%/năm.

9/6/2011

25

PPP KỲ VỌNG

- Với sự tồn tại mẫu PPP tương đối, ta có thể dự báo sự thay đổi tỷ giá trong tương lai dựa trên tỷ lệ lạm phát kỳ vọng của các quốc gia.

$$\Delta S^e = \frac{\Delta P^e - \Delta P^{*e}}{1 + \Delta P^{*e}}$$

$$\Delta S^e \approx \Delta P^e - \Delta P^{*e}$$

9/6/2011

26

Ý NGHĨA

Mức độ thay đổi dự kiến (kỳ vọng) của tỷ giá trong một thời kỳ phản ánh mức chênh lệch tỷ lệ lạm phát dự kiến (kỳ vọng) giữa hai quốc gia trong kỳ phân tích

Đồng tiền có tỷ lệ lạm phát dự kiến cao hơn được kỳ vọng sẽ giảm giá trong tương lai, và ngược lại

9/6/2011

27

SO SÁNH CÁC MẪU PPP

- PPP tuyệt đối
- PPP tương đối
- PPP kỳ vọng

9/6/2011

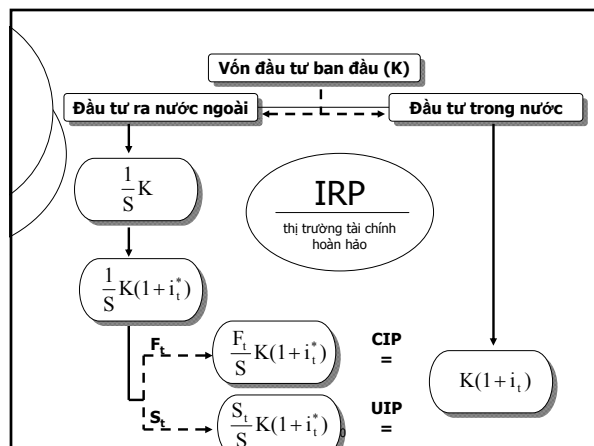
28

NGANG BẰNG LÃI SUẤT-IRP

- IRP biểu thị mối quan hệ giữa Giá cả thị trường tài chính (i) và Giá cả thị trường hối đoái (e)
- IRP gồm 2 mẫu :
 - Mẫu có bảo hiểm (CIP)
 - Mẫu không có bảo hiểm (UIP)
- "Bảo hiểm" = bảo hiểm rủi ro tỷ giá

9/6/2011

29



NGANG BẰNG LÃI SUẤT CÓ BẢO HIỂM- CIP

Trong môi trường thị trường tài chính hoàn hảo và ở trạng thái cân bằng, chứng khoán cùng kỳ hạn và cùng độ rủi ro tại các thị trường quốc gia khác nhau phải có mức chênh lệch lãi suất ngang bằng với điểm kỳ hạn tương ứng của tỷ giá

9/6/2011

31

CÔNG THỨC

$$(1+i_t) = \frac{F_t}{S} (1+i_t^*)$$

$$\frac{F_t - S}{S} = \frac{i_t - i_t^*}{1+i_t^*}$$

$$\frac{F_t - S}{S} = f_t \approx i_t - i_t^*$$

9/6/2011

32

VÍ DỤ

Lãi suất tiền gửi 1 năm tại Đức 6%,
tại Việt Nam 12%

Tỷ giá giao ngay VND 24,000 / EUR

$F_{1\text{năm}}(\text{VND/EUR})$ nên là bao nhiêu để
bảo đảm duy trì CIP?

Xác định điểm kỳ hạn $f_{1\text{năm}}(\text{VND/EUR})$?

Có thể xác định $F_{3\text{tháng}}$?

9/6/2011

33

HỆ QUẢ

- Cơ sở xác định tỷ giá kỳ hạn
- Lưu ý:
 - Kỳ hạn của F_t , i_t , và i_t^* phải như nhau
 - Nếu kỳ hạn khác nhau, phải quy đổi
- Khi CIP tồn tại, nếu lãi suất hiện hành trong nước tăng lên so với lãi suất hiện hành nước ngoài, F_t phải tăng lên để bù đắp mức chênh lệch lãi suất hiện hành, nghĩa là ngoại tệ phải lên giá so với nội tệ.

9/6/2011

34

Ý NGHĨA

- ❖ *Mức độ tồn tại trong thực tế* của CIP là thước đo mức độ tự do lưu chuyển vốn giữa các thị trường tài chính, qua đó cho thấy mức độ hội nhập tài chính quốc tế, mức độ hoàn hảo của thị trường tài chính quốc tế.
- ❖ CIP ngụ ý nhà đầu tư tài chính, trong môi trường thị trường tài chính hoàn hảo và ở trạng thái cân bằng, sẽ bàng quan trong việc lựa chọn giữa đầu tư chứng khoán trong nước với đầu tư chứng khoán tương đương ở nước ngoài.

9/6/2011

35

CIA Covered Interest Arbitrage

- ❖ Nếu CIP không duy trì, sẽ xuất hiện cơ hội arbitrage lãi suất có bảo hiểm (CIA). Hoạt động CIA tạo áp lực để tái lập trạng thái cân bằng, trong đó tồn tại CIP.

9/6/2011

36

VÍ DỤ

- ❖ Lãi suất 1 năm tại Mỹ $i_{US} = 5\%$
- ❖ Lãi suất 1 năm tại Anh $i_{UK} = 8\%$
- ❖ Tỷ giá giao ngay hiện hành $S = \text{USD}1.5/\text{GBP}$
- ❖ Tỷ giá kỳ hạn 1 năm hiện hành $F_{1\text{ năm}} = \text{USD}1.5/\text{GBP}$
- ❖ Có cơ hội CIA hay không ? Nếu có, thực hiện CIA như thế nào ?

9/6/2011

37

KIỂM ĐỊNH

- Điều gì cản trở CIA hoạt động để duy trì CIP?

9/6/2011

38

NGUYÊN NHÂN LÀM SAI LỆCH CIP

- ❖ Chi phí giao dịch
- ❖ Chi phí tập hợp và xử lý thông tin
- ❖ Can thiệp chính phủ và luật lệ kiểm soát
- ❖ Trở ngại tài chính và sự không hoàn hảo của thị trường vốn
- ❖ Tính không thuần nhất của các tài sản

9/6/2011

39




NGUYÊN NHÂN SAI LỆCH

- Chi phí giao dịch
 - Giao dịch tiền tệ và Giao dịch tài chính
 - Độ minh bạch của thông tin và khả năng tiếp cận thông tin
- Rào cản và can thiệp của chính phủ
 - Kiểm soát ngoại hối
 - Kiểm soát vốn
 - Chính sách tài chính, chính sách tiền tệ, ...
- Tính hoàn hảo của thị trường tài chính
 - Quy mô thị trường và tính cạnh tranh trên thị trường
- Tính thuần nhất về rủi ro của tài sản tài chính giữa các nước
 - Tính thanh khoản
 - Rủi ro quốc gia

9/6/2011

40




NGANG BẰNG LÃI SUẤT KHÔNG BẢO HIỂM - UIP

- UIP rất khác CIP:
 - Rủi ro tỷ giá
 - Hoạt động đầu cơ
- Trong môi trường thị trường tài chính hoàn hảo và ở trạng thái cân bằng, UIP tồn tại khi nhà đầu tư trung lập rủi ro không bảo hiểm rủi ro tỷ giá

9/6/2011

41



TRUNG LẬP RỦI RO

- Trung lập rủi ro là nhà đầu tư không quan tâm (bàng quan) rủi ro tỷ giá, do đó không tiến hành bảo hiểm rủi ro này

9/6/2011

42

UIP

○ Giả định:

- Giả định cơ bản: thị trường tài chính hoàn hảo
- Giả định bổ sung: nhà đầu tư trung lập với rủi ro

○ Phát biểu:

Trong môi trường thị trường tài chính hoàn hảo và ở trạng thái cân bằng, mức chênh lệch lãi suất giữa các chứng khoán tương đương tại các quốc gia sẽ ngang bằng với tốc độ thay đổi tỷ giá giao ngay trong cùng kỳ hạn.

9/6/2011

43

CÔNG THỨC

$$(1+i_t) = \frac{S_t^e}{S} (1+i_t^*) \Leftrightarrow \frac{S_t^e - S}{S} = \frac{i_t - i_t^*}{1+i_t^*} \approx i_t - i_t^*$$

$$\Delta S^e \approx i_t - i_t^*$$

9/6/2011

44

VÍ DỤ

Nhà đầu tư Mỹ nhận thấy:

- Lợi suất đầu tư trung bình tại Mỹ: 10%/năm
- Lợi suất đầu tư trung bình tại Việt Nam: 15%/năm
- Tỷ giá hiện hành VND16,100 / USD

Liệu có nên đầu tư dài hạn vào Việt Nam không?

Hay là nên đầu tư ngắn hạn 1 năm thôi? Hay là ... chẳng đáng quan tâm đầu tư ?

9/6/2011

45

Ý NGHĨA

- UIP có thể xem là mẫu kỳ vọng của IRP, có ý nghĩa quan trọng trong việc dự báo tỷ giá.
- Nếu UIP tồn tại, đồng tiền có lãi suất cao được kỳ vọng sẽ giảm giá trong tương lai, và ngược lại

9/6/2011

46

ARBITRAGE LÃI SUẤT KHÔNG BẢO HIỂM-UIA

- ❖ Sử dụng tỷ giá giao ngay thực tế trong tương lai thay vì bảo hiểm rủi ro tỷ giá bằng giao dịch Forward
- ❖ Nếu UIP không tồn tại, cơ hội UIA xuất hiện
- ❖ UIA góp phần khôi phục UIP

9/6/2011

47

THUYẾT KỲ VỌNG KHÔNG THIÊN LỆCH UNBIASED EXPECTATIONS HYPOTHESIS UEH

- Giả định:
 UIP tồn tại
 Thị trường hối đoái hoạt động hữu hiệu

9/6/2011

48

PHÁT BIỂU

- Điểm giao tăng hoặc chiết khấu của tỷ giá kỳ hạn (F_t) sẽ ngang bằng mức thay đổi kỳ vọng của tỷ giá giao ngay trong kỳ.

9/6/2011

49

PHÁT BIỂU

- Nếu mức chênh lệch bình quân giữa F_t và S_t^e qua thời gian là thấp, F_t được xem là chỉ số dự báo không thiên vị của S_t^e .
- Thực tế, phần bù rủi ro và sai số trong kỳ vọng có thể khiến đẳng thức $F_t = S_t^e$ không xảy ra.

9/6/2011

50

Ý NGHĨA

UEH ngụ ý rằng tỷ giá giao ngay thực tế trong tương lai (S_t) sẽ xoay quanh mức tỷ giá kỳ hạn xác định hôm nay (F_t).

Nếu giả định thị trường hối đoái hữu hiệu là đúng, nhà đầu tư tài chính sẽ không thể hưởng lợi từ việc dự báo tỷ giá, bởi vì luôn tồn tại sai số dự báo giữa tỷ giá giao ngay thực tế trong tương lai với kỳ vọng tích hợp vào tỷ giá kỳ hạn hôm nay.

Nếu giả định thị trường hối đoái hữu hiệu không đúng, việc dự báo tỷ giá tất nhiên là có ý nghĩa.

9/6/2011

51

HIỆU ỨNG FISHER

- Lãi suất danh nghĩa ở mỗi quốc gia là lãi suất thực đã điều chỉnh tỷ lệ lạm phát.

$$(1+i) = (1+r)(1+\Delta P)$$
$$i = r + \Delta P \quad \Leftrightarrow \quad r = i - \Delta P$$

9/6/2011

52

MẪU KỲ VỌNG CỦA HIỆU ỨNG FISHER

- Lãi suất danh nghĩa ở mỗi quốc gia bao hàm lãi suất thực kỳ vọng cộng với phần bù lạm phát dự kiến

$$i = r^e + \Delta P^e$$
$$r^e = i - \Delta P^e$$

9/6/2011

53

HIỆU ỨNG FISHER QUỐC TẾ IFE

- IFE : mức chênh lệch lãi suất phản ánh mức chênh lệch tỷ lệ lạm phát kỳ vọng giữa hai quốc gia.
- IFE : lãi suất thực giữa các quốc gia có khuynh hướng tiến đến trạng thái ngang bằng nhau.

9/6/2011

54

IFE

- IFE kết hợp giữa UIP và PPP

$$\Delta S^e = i - i^*$$

$$\Delta S^e = \Delta P^e - \Delta P^{*e}$$

$$i - i^* = \Delta P^e - \Delta P^{*e} \Leftrightarrow i - \Delta P^e = i^* - \Delta P^{*e}$$

$$r^e = r^{*e}$$

9/6/2011

55

HỆ QUẢ

Hoạt động arbitrage trên các thị trường khác nhau góp phần duy trì trạng thái ngang bằng lãi suất thực giữa các quốc gia.

3 điều kiện PPP, UIP, và IFE bổ sung và liên kết chặt chẽ với nhau.

9/6/2011

56

MỐI LIÊN HỆ GIỮA TỶ GIÁ, LÃI SUẤT VÀ LẠM PHÁT

- (A) Mối quan hệ Ngang bằng Sức mua (PPP)
Dự báo sự thay đổi tỷ giá dựa trên chênh lệch tỷ lệ lạm phát kỳ vọng
- (B) Hiệu ứng Fisher (FE)
Lãi suất danh nghĩa tại một quốc gia ngang bằng với lãi suất thực (r) cộng với phần bù lạm phát kỳ vọng (π)
- (C) Hiệu ứng Fisher Quốc tế (IFE)
Mức thay đổi tỷ giá ngang bằng với mức chênh lệch lãi suất giữa các quốc gia

9/6/2011

57

MỐI LIÊN HỆ GIỮA TỶ GIÁ, LÃI SUẤT & LẠM PHÁT

(D) Mối quan hệ Ngang bằng Lãi suất (IRP)

Mức chênh lệch lãi suất giữa các quốc gia ngang bằng với điểm kỳ hạn của tỷ giá kỳ hạn

(E) Tỷ giá Kỳ hạn Không thiên lệch (UFR)

Tỷ giá kỳ hạn là chỉ số dự báo không thiên lệch về tỷ giá giao ngay trong tương lai
