

4. Các nhân tố ảnh hưởng tới lãi suất

- Các nhân tố quyết định sự lựa chọn danh mục đầu tư
- Nhóm các nhân tố tác động tới cung, cầu trái phiếu – Mô hình thị trường trái phiếu (Bond market model)
- Nhóm nhân tố ảnh hưởng tới cung, cầu vốn – Mô hình khuôn mẫu tiền vay hay Quỹ cho vay khả dụng (Loanable Funds Model)

4.1. Các yếu tố quyết định sự lựa chọn danh mục đầu tư

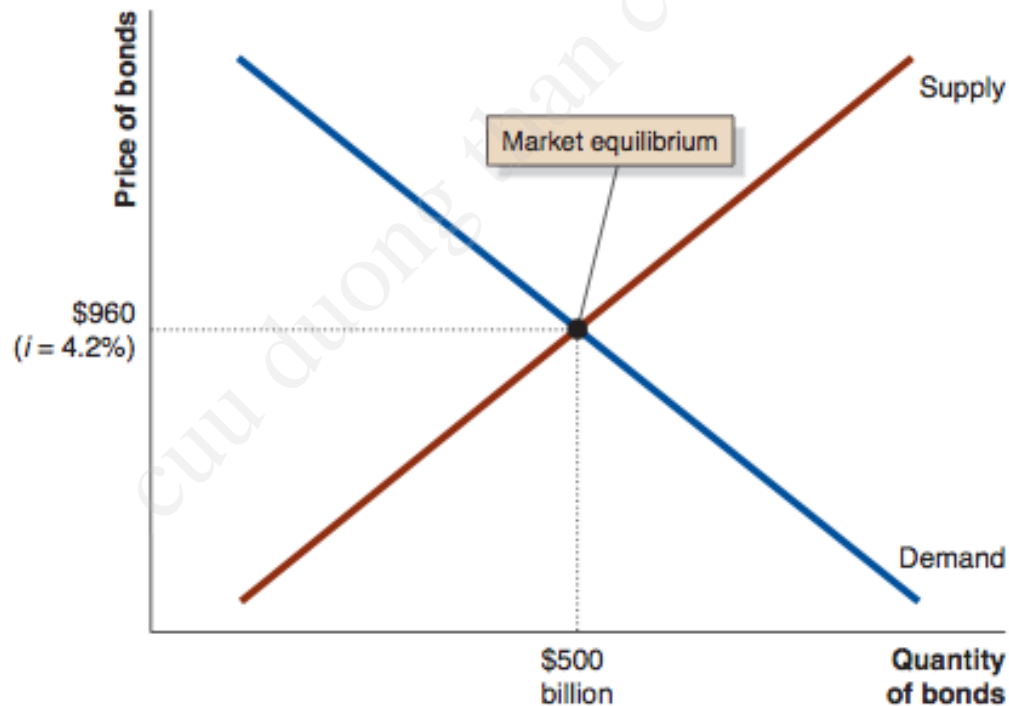
1. Của cải của nhà đầu tư (wealth)
2. Tỷ suất lợi tức dự tính từ khoản đầu tư (Expected rate of return)
3. Mức độ rủi ro của khoản đầu tư (Risk)
4. Tính thanh khoản của khoản đầu tư (Liquidity)
5. Chi phí thông tin của khoản đầu tư (Cost of acquiring information)

Các yếu tố quyết định sự lựa chọn danh mục đầu tư

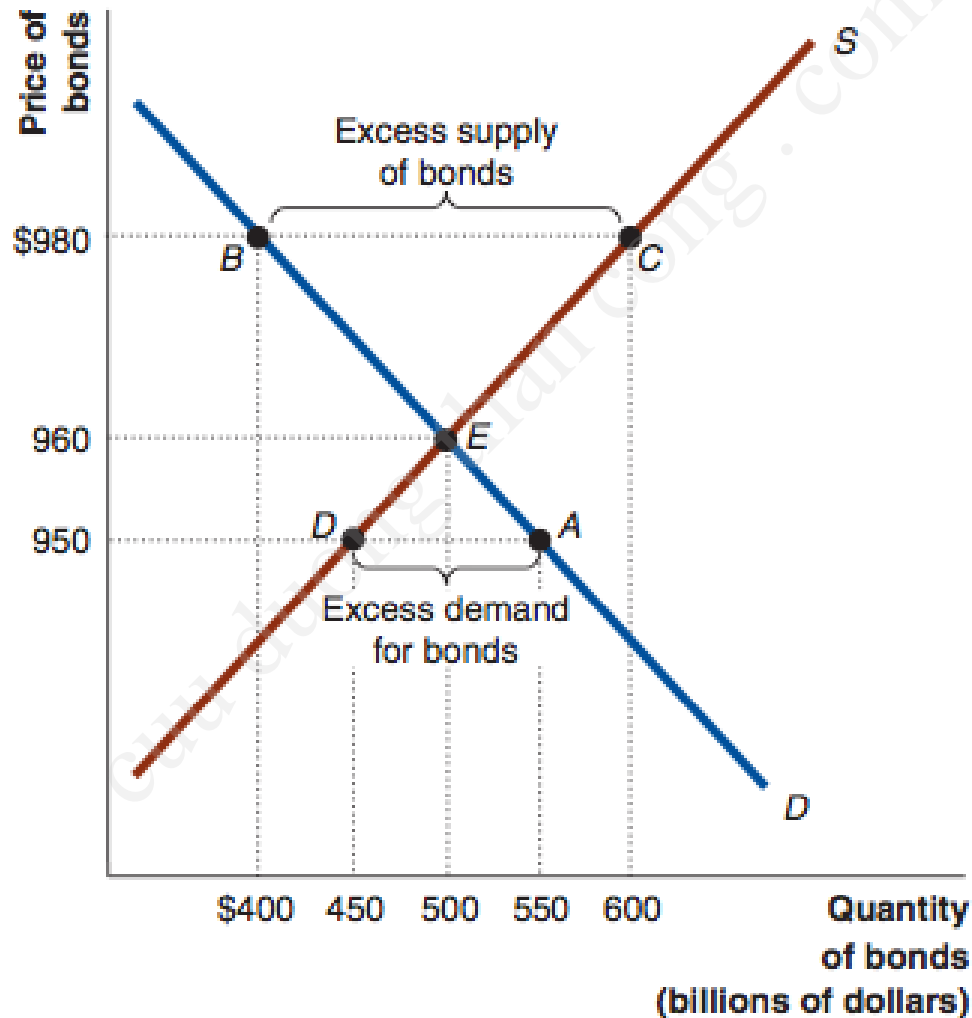
Sự tăng lên của ...	Cầu đối với tài sản ...	do ...
Của cải	↑	Nhà đầu tư có nhiều khoản tiết kiệm hơn để phân bổ vào tài sản
Tỷ suất lợi tức dự kiến	↑	Nhà đầu tư thu được nhiều hơn từ việc nắm giữ tài sản đó
Rủi ro	↓	Phần lớn các nhà đầu tư không ưa thích rủi ro
Tính thanh khoản	↑	Tài sản có thể chuyển thành tiền mặt dễ dàng để tiêu dùng
Chi phí thông tin	↓	Nhà đầu tư cần sử dụng nhiều tiền bạc và thời gian hơn để thu thập và xử lý thông tin đối với tài sản

4.2. Mô hình thị trường trái phiếu

- Giả sử trái phiếu là một loại hàng hóa trên thị trường, lãi suất thị trường được xác định bởi cung và cầu trái phiếu



Điểm cân bằng trên thị trường trái phiếu



Các nhân tố làm dịch chuyển đường cầu trái phiếu

- Của cải của các nhà đầu tư
- Lợi tức dự tính của trái phiếu
- Rủi ro của trái phiếu
- Tính thanh khoản của trái phiếu
- Chi phí thông tin

Các nhân tố làm dịch chuyển đường cầu trái phiếu

Các nhân tố khác không đổi, sự tăng lên của ...	làm cho cầu trái phiếu ...	do ...
Của cải	tăng	
Lợi tức kỳ vọng của trái phiếu	tăng	
Tỷ lệ lạm phát	giảm	
Lợi tức kỳ vọng của các tài sản khác	giảm	
Rủi ro của trái phiếu so với các tài sản khác	giảm	
Tính thanh khoản của TP	tăng	
Chi phí thông tin của TP	giảm	

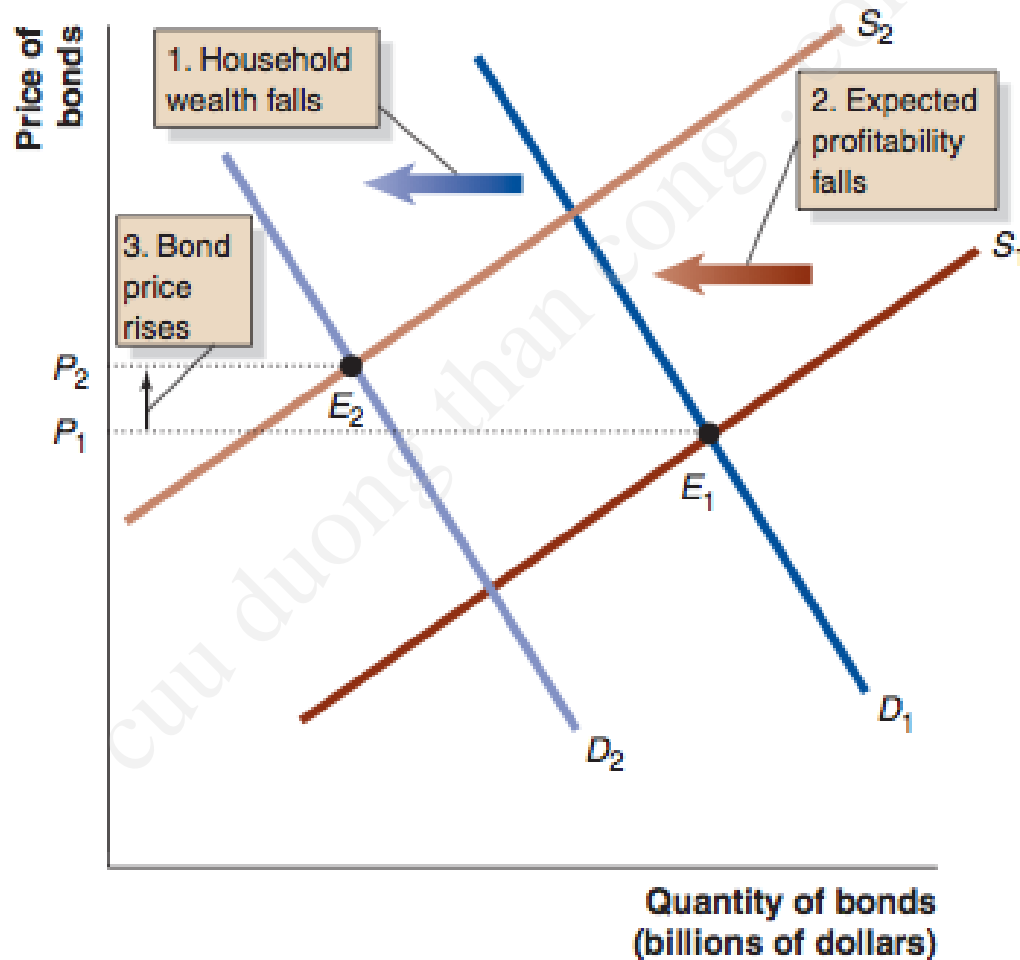
Các nhân tố làm dịch chuyển đường cung trái phiếu

- Lợi nhuận trước thuế dự tính của khoản đầu tư vào TSCĐ
- Thuế thu nhập doanh nghiệp
- Lạm phát dự tính
- Vay mượn chính phủ

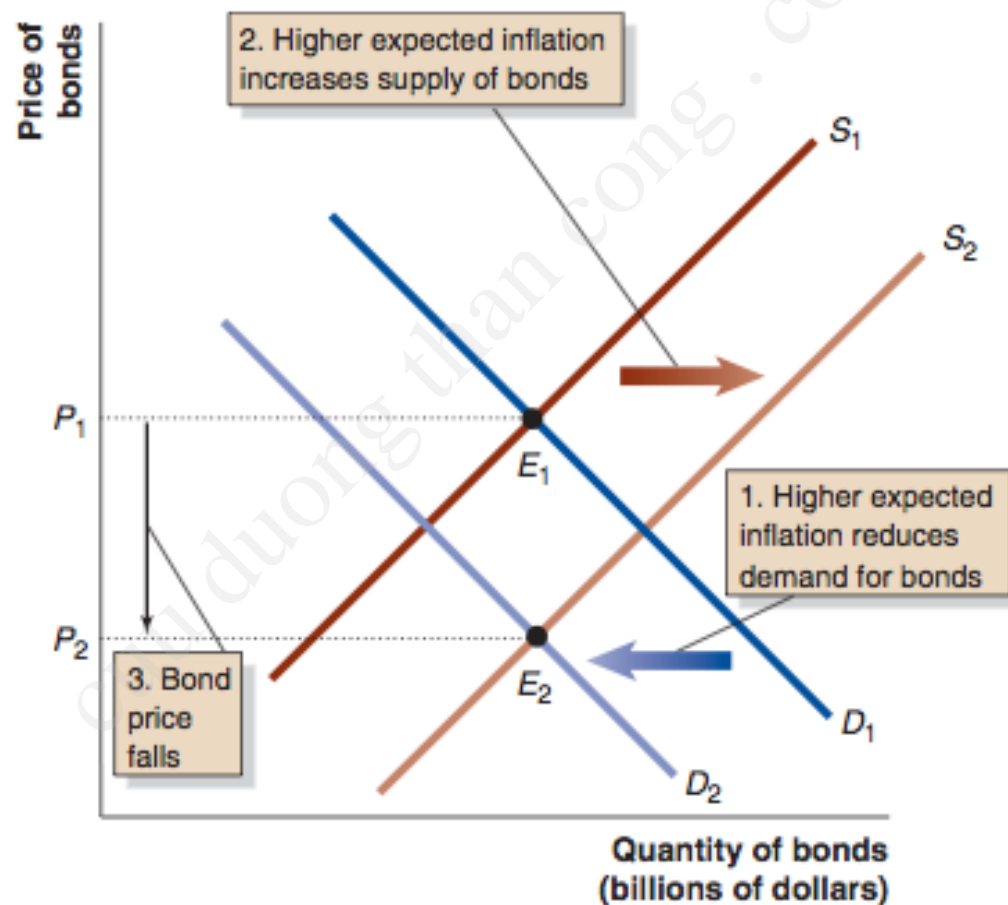
Mô hình thị trường trái phiếu và sự thay đổi lãi suất

- (1) sự thay đổi lãi suất do chu kỳ kinh tế
- (2) sự thay đổi lãi suất giải thích bởi hiệu ứng Fisher (Fisher effect), dưới tác động của sự thay đổi tỷ lệ lạm phát

(1) Tại sao lãi suất giảm trong thời kỳ suy thoái



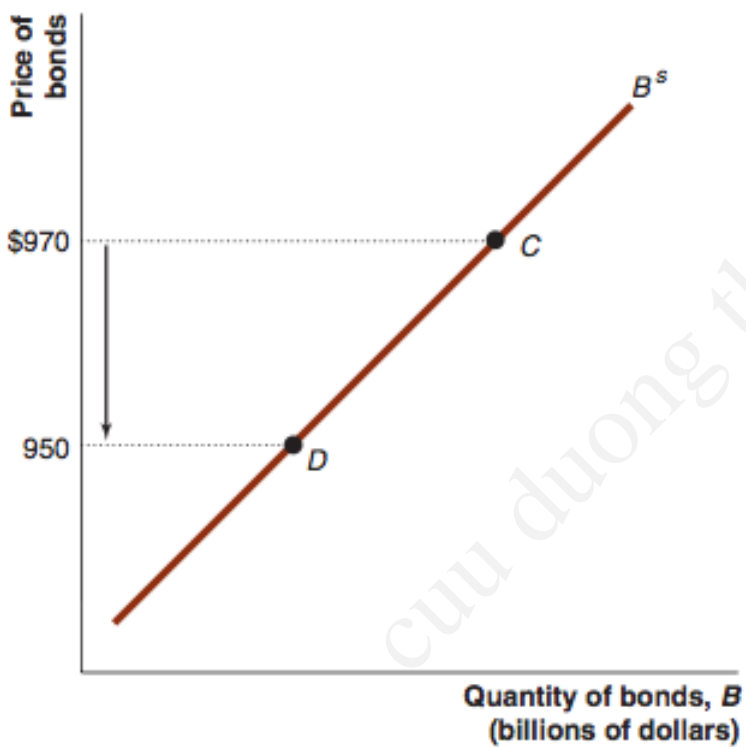
(2) Tỷ lệ lạm phát dự tính tác động tới lãi suất như thế nào?



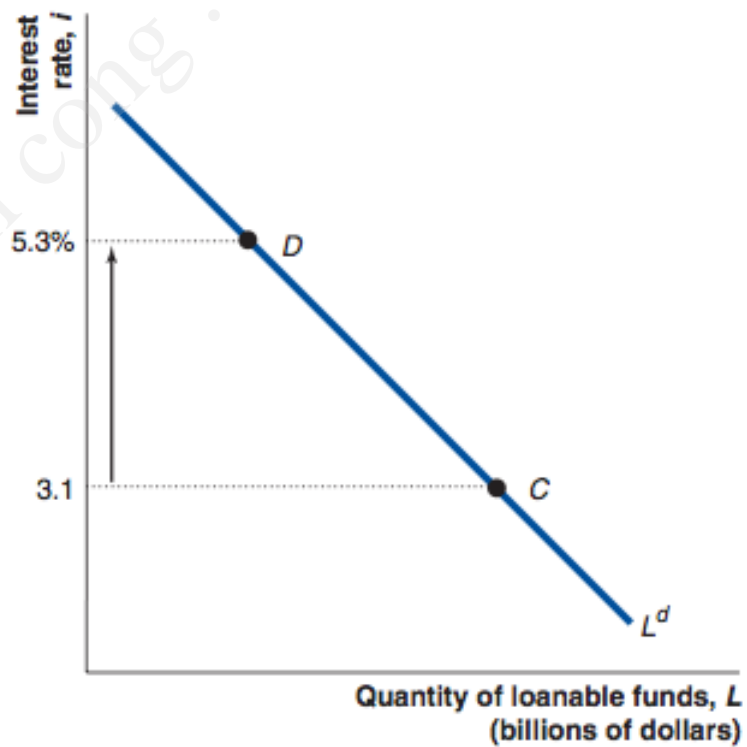
4.3. Mô hình quỹ cho vay khả dụng

	Mô hình thị trường trái phiếu	Mô hình quỹ cho vay khả dụng
Hàng hóa	Trái phiếu	Vốn vay
Người mua	Các nhà đầu tư (người cho vay)	Các DN (người đi vay)
Người bán	Các DN (người đi vay)	Các nhà đầu tư (người cho vay)
Giá cả	Giá trái phiếu	Lãi suất

Cầu quỹ khả dụng



(a) Bond market approach












(b) Loanable funds approach

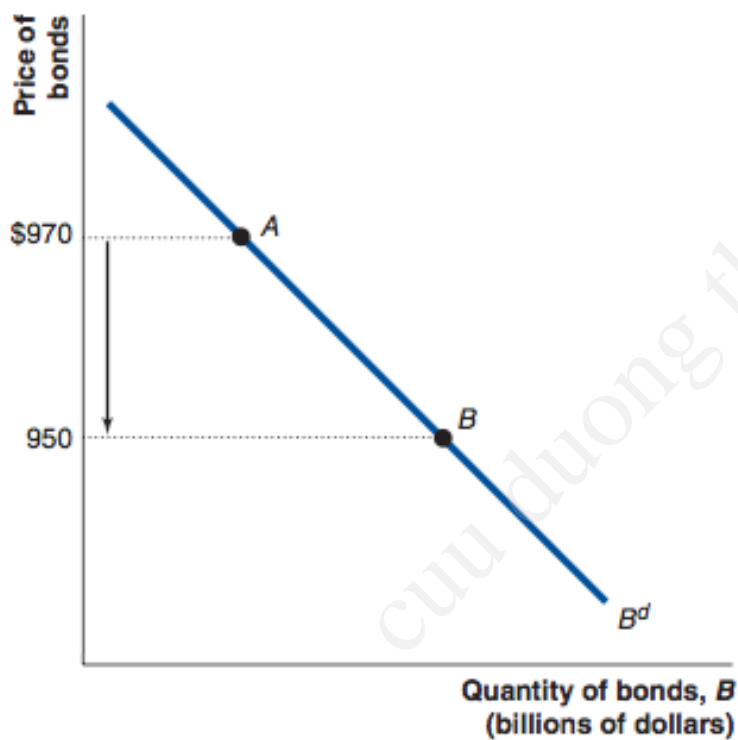
Các nhân tố ảnh hưởng tới cầu tín dụng

- **Cầu vốn vay:** nhu cầu vay vốn của cá nhân, của doanh nghiệp, các tổ chức kinh tế nhằm mục đích tiêu dùng, đầu tư hay bù đắp thiếu hụt ngân sách.
- Lãi suất sẽ phải đảm bảo đủ thấp đối với người đi vay (lợi ích có được từ việc sử dụng khoản vốn huy động được phải lớn hơn chi phí mà họ trả).

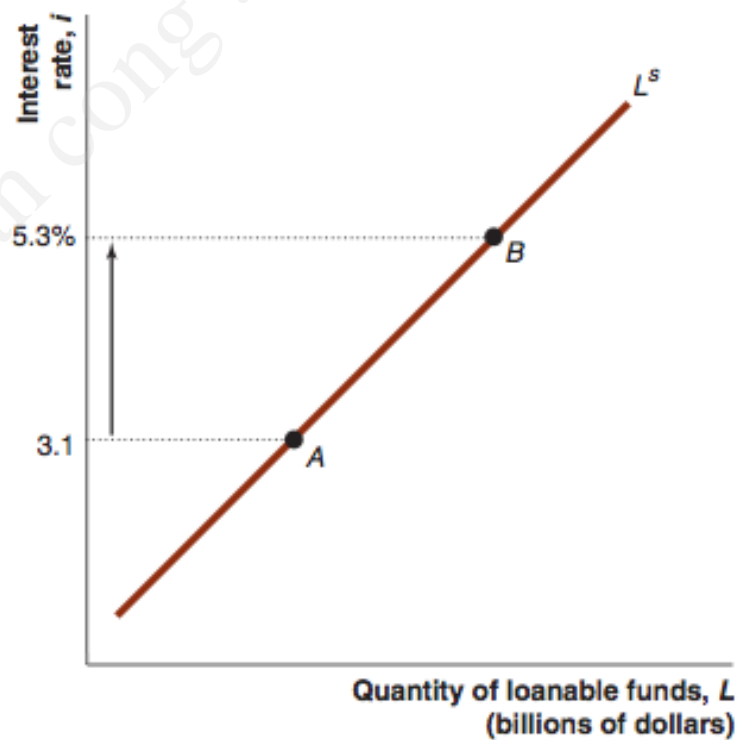
Các nhân tố ảnh hưởng tới cầu tín dụng

	Nhân tố thay đổi	Cầu vốn	Lãi suất
Lạm phát dự tính			
Lợi tức có được khi đầu tư			
Thâm hụt ngân sách			

Cung quỹ khả dụng



(a) Bond market approach



(b) Loanable funds approach

Các nhân tố ảnh hưởng tới cung tín dụng




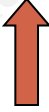


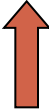


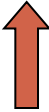


- **Cung tín dụng**

- Tiền gửi tiết kiệm của các hộ gia đình
- Nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi của các doanh nghiệp
- Các khoản thu chưa sử dụng đến của ngân sách nhà nước
- Nguồn vốn của các chủ thể nước ngoài

Các nhân tố ảnh hưởng tới cung tín dụng

- **Điều kiện để cung vốn tín dụng:** lợi ích từ lãi suất mang lại phải đủ bù đắp được những hy sinh của người cấp vốn
 - Việc từ bỏ quyền được tiêu dùng tiền ngay lập tức
 - Chấp nhận rủi ro
 - Không có cơ hội để sử dụng tiền cho những mục tiêu khác
 - Nguy cơ bị thiệt hại thu nhập thực tế nếu có lạm phát.

Các nhân tố ảnh hưởng tới nguồn cung vốn tín dụng

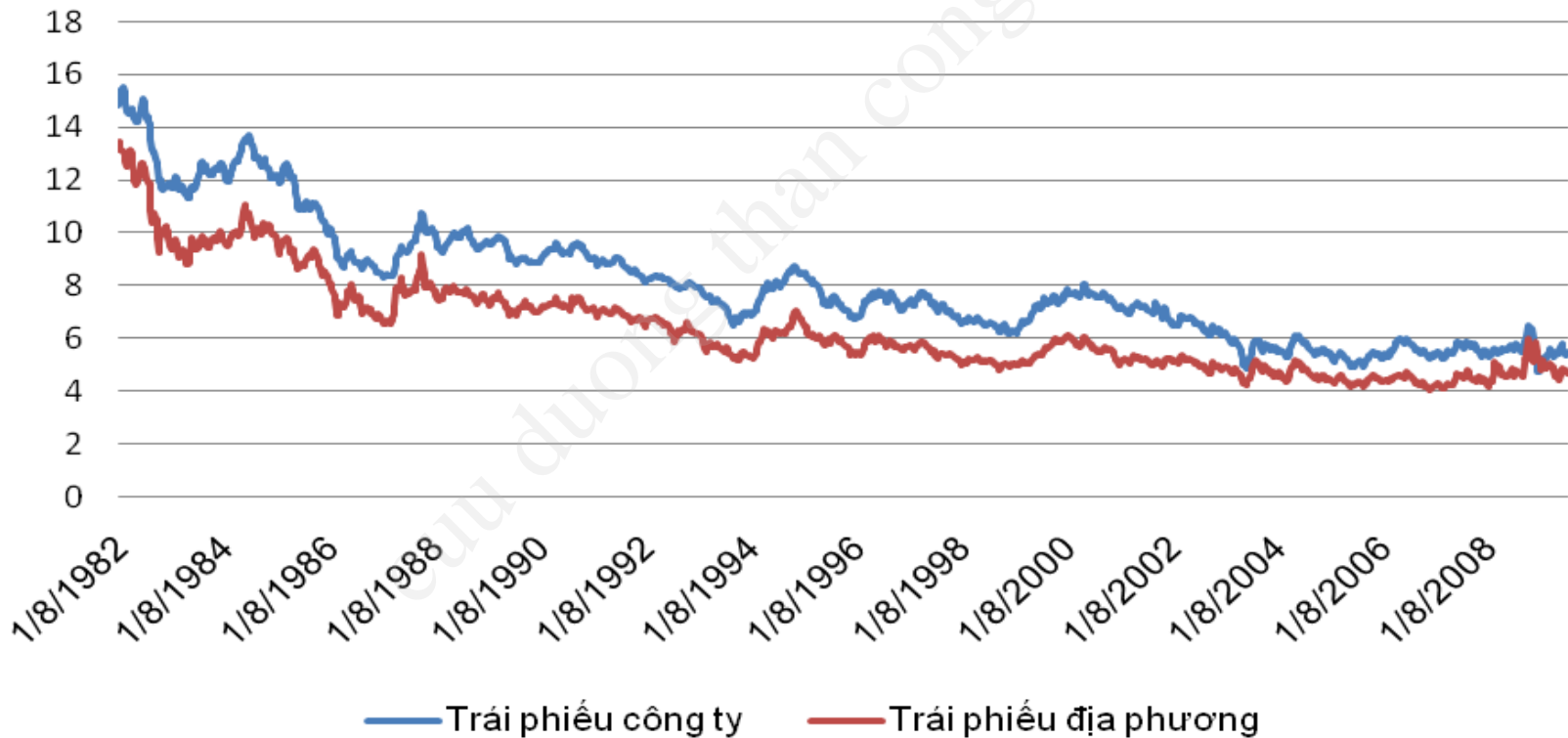
	Nhân tố thay đổi	Cung vốn	Lãi suất
Thu nhập			
Rủi ro của khoản vay			
Lợi tức của khoản vay			
Tính thanh khoản			

5. Cấu trúc rủi ro của lãi suất

- Rủi ro vỡ nợ
- Tính thanh khoản và chi phí thông tin
- Thuế thu nhập

CẤU TRÚC RỦI RO CỦA LÃI SUẤT

So sánh lãi suất trái phiếu công ty hạng AAA
và trái phiếu chính quyền địa phương Mỹ 1982-2009



5.1. Rủi ro vỡ nợ

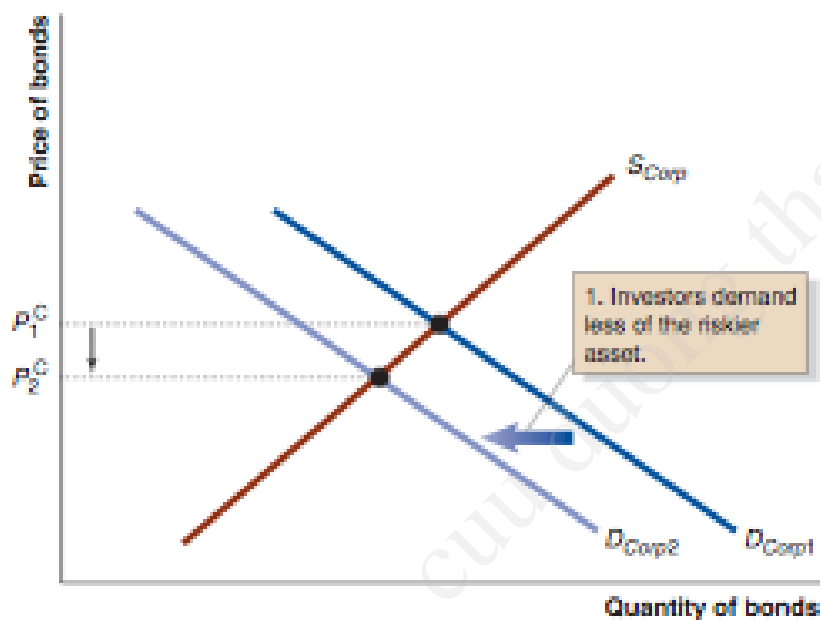
- **Người phát hành ra trái phiếu không có khả năng trả nợ.**
- Một trái phiếu có độ rủi ro vỡ nợ càng thấp sẽ có mức lãi suất càng thấp.
- Mức lãi suất thấp nhất trên thị trường là lãi suất của trái phiếu phi rủi ro (zero risk hoặc risk free), đó là các công cụ nợ ngắn hạn của chính phủ
 - những công cụ này vẫn được trả một mức lãi suất dương, dù là thấp.
 - chênh lệch giữa lãi suất của tài sản tài chính có rủi ro với lãi suất của trái phiếu chính phủ gọi là **phần bù rủi ro**.

Rủi ro vỡ nợ

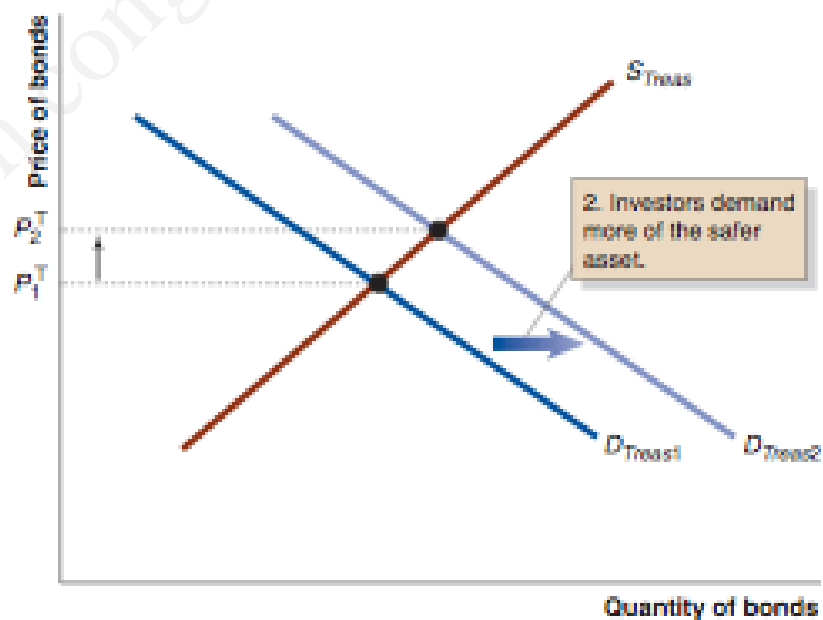
- Hoạt động xác định rủi ro chuyên nghiệp được thực hiện bởi các tổ chức xếp hạng tín dụng như Standard & Poor's Corporation, Moody's Investors Service, or Fitch Ratings

	Moody's Investors Service	Standard & Poors (S&P)	Fitch Ratings	Ý nghĩa của xếp hạng
Các trái phiếu nên đầu tư (Investment grade)	Aaa Aa A Baa	AAA AA A BBB	AAA AA A BBB	Chất lượng tín dụng cao nhất Chất lượng tín dụng rất cao Chất lượng tín dụng cao Chất lượng tín dụng tốt
Các trái phiếu không nên đầu tư (Non- investment grade/Junk)	Ba B Caa Ca C -	BB B CCC CC C D	BB B CCC CC C D	Đầu cơ Đầu cơ cao Rủi ro vỡ nợ tương đối Rủi ro vỡ nợ nguy cơ cao Rủi ro vỡ nợ cực kỳ cao Vỡ nợ

Thị trường TP công ty Baa và TP kho bạc

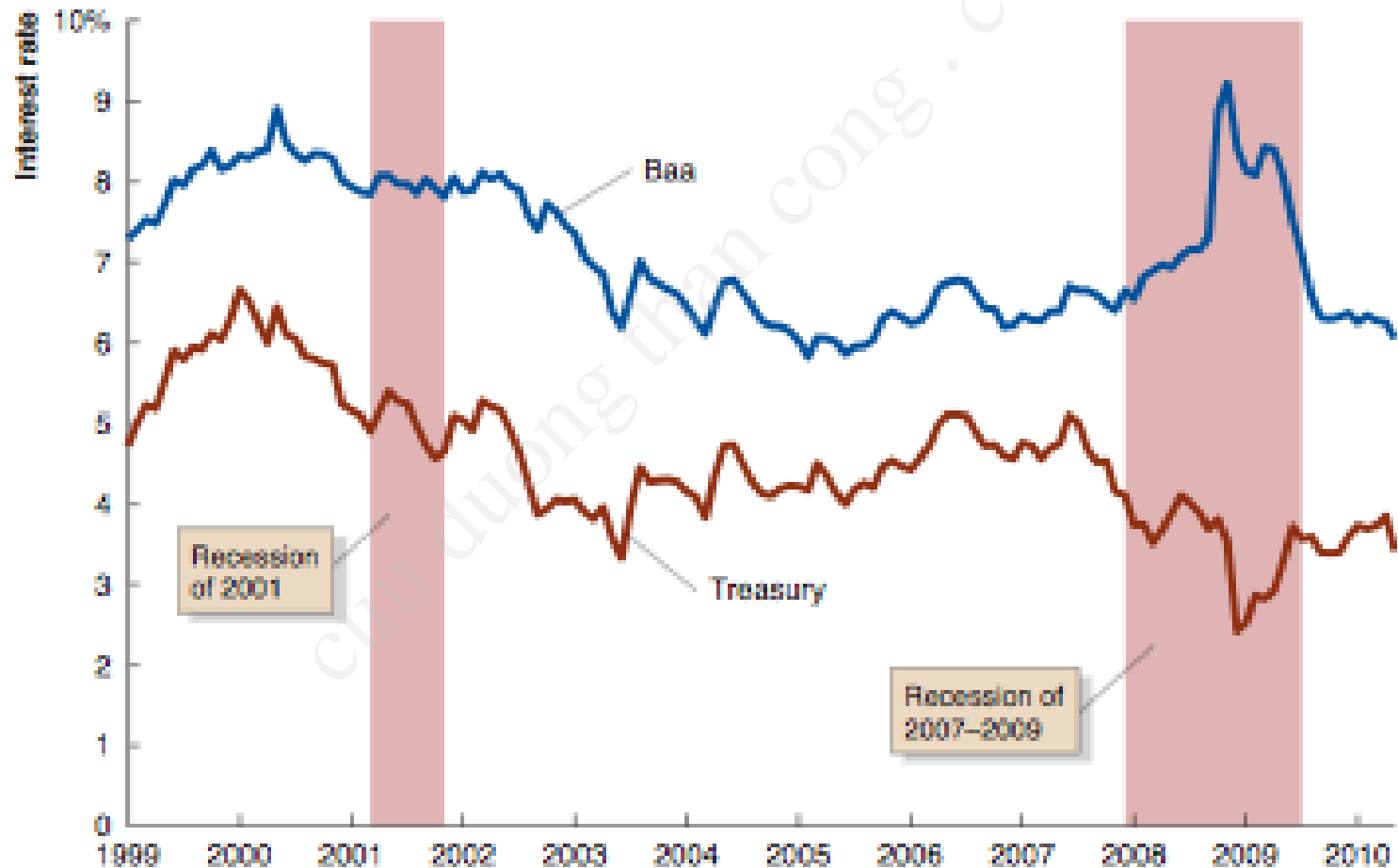


(a) Market for Baa corporate bonds



(b) Market for Treasury bonds

Phản bù vỡ nợ tăng trong thời kỳ suy thoái



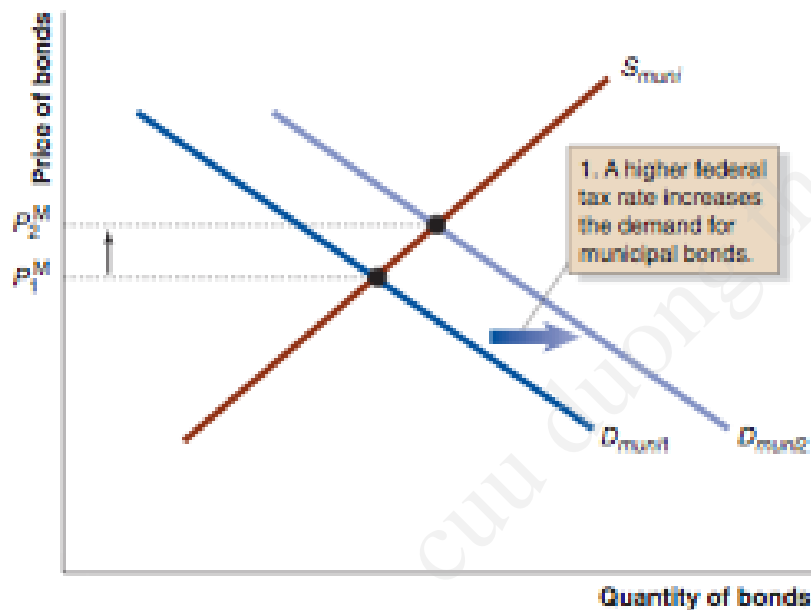
5.2. Tính thanh khoản và chi phí thông tin

- Nhà đầu tư yêu cầu lợi tức cao hơn đối với những tài sản tài chính có tính thanh khoản thấp hơn
- Chi phí thu thập thông tin càng cao, lợi tức kỳ vọng của trái phiếu càng thấp
- Tính thanh khoản tăng, chi phí thông tin giảm, cầu trái phiếu tăng và ngược lại.

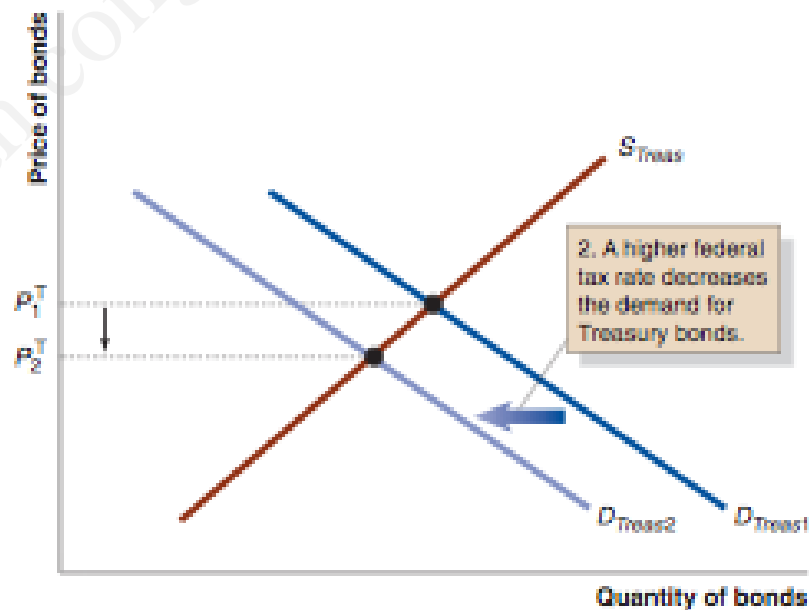
5.3. Thuế thu nhập

- Thuế có nhiều mức, phụ thuộc vào loại tài sản tài chính và nơi sinh sống của nhà đầu tư
- Khi tỷ lệ thuế thu nhập tăng, lãi suất trái phiếu kho bạc tăng và lãi suất trái phiếu địa phương giảm

Tác động của thuế tới lãi suất trái phiếu



(a) Market for municipal bonds



(b) Market for Treasury bonds

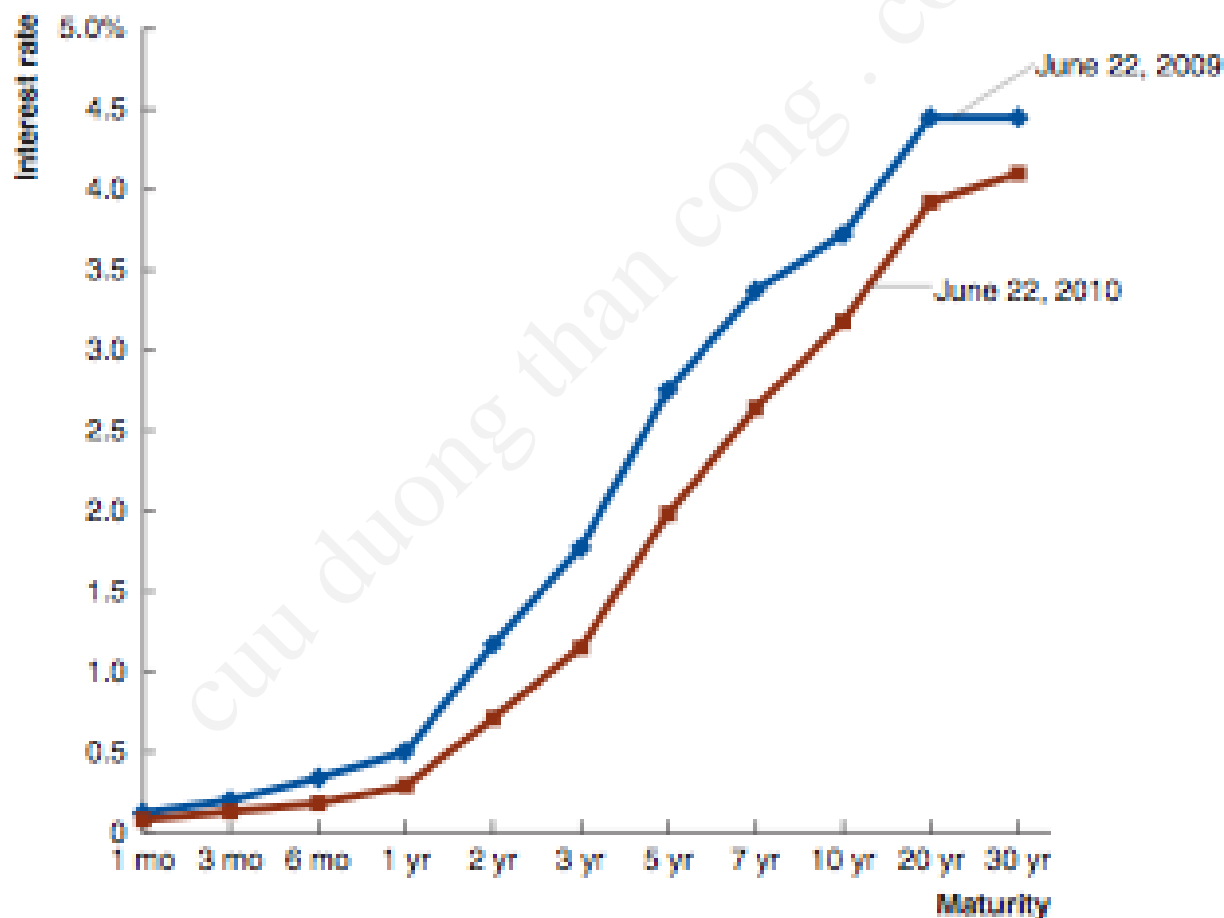
6. Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất

- Đường cong lãi suất và cấu trúc kỳ hạn của lãi suất
- Lý thuyết kỳ vọng đơn thuần (Pure expectation theory)
- Lý thuyết thị trường phân mảnh (segmented markets theory)
- Lý thuyết môi trường ưu tiên hoặc phân bù tính lỏng (preferred habitats theory/)

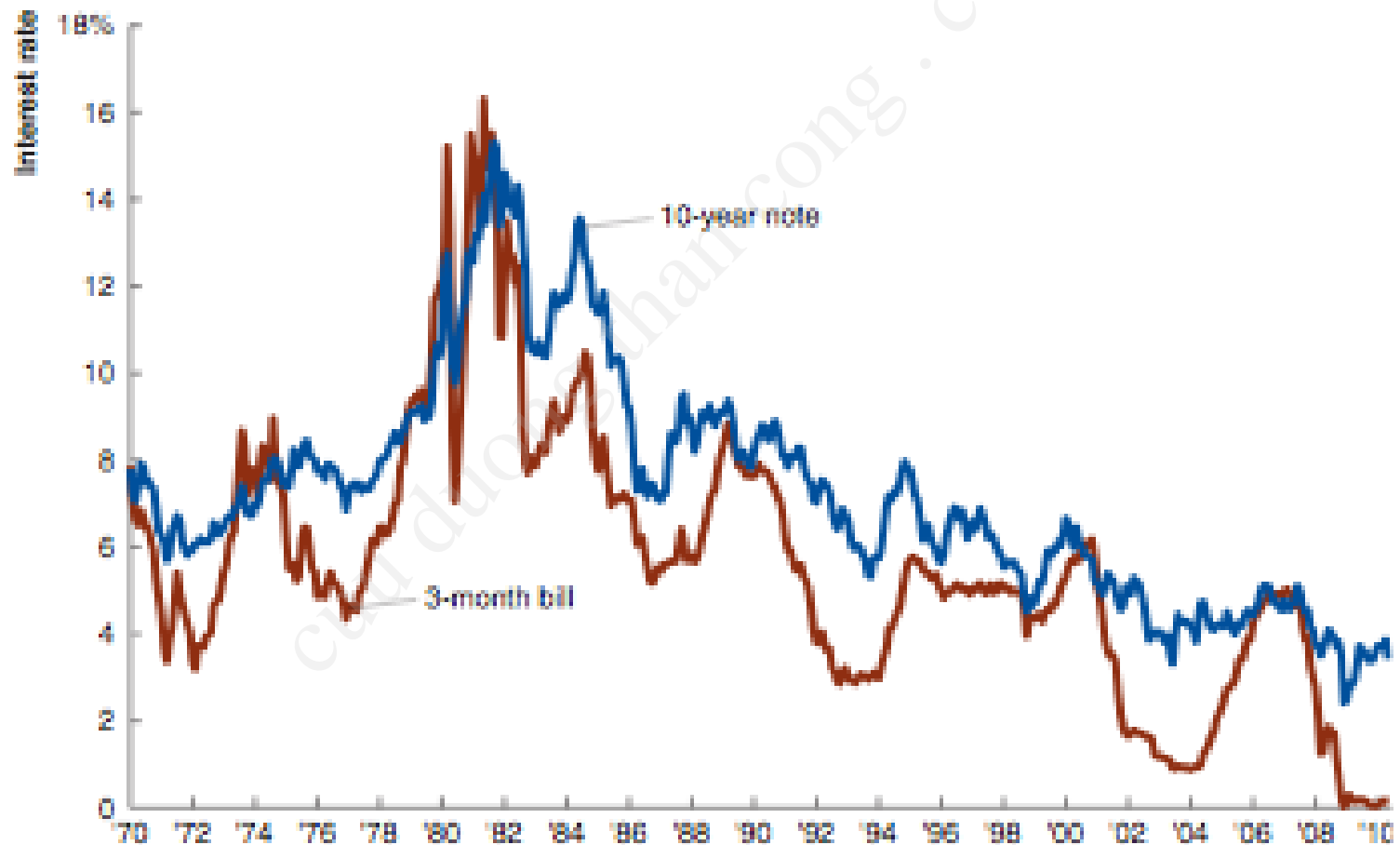
6.1. Đường cong lãi suất và cấu trúc kỳ hạn của lãi suất

- Đường cong lãi suất (đường lãi suất hoàn vốn) là một công cụ mô tả lãi suất bằng hình ảnh trực quan, giúp hình dung về diễn biến lãi suất theo kỳ hạn tốt hơn
- Hình thái phổ biến nhất của đường cong lãi suất là đường cong bình thường (normal curve) có hình thái dốc lên
- Các lý thuyết về cấu trúc kỳ hạn phải giải thích được 3 vấn đề:
 - Lãi suất của trái phiếu dài hạn thường cao hơn lãi suất trái phiếu ngắn hạn
 - Lãi suất trái phiếu ngắn hạn ít khi cao hơn lãi suất trái phiếu dài hạn
 - Lãi suất trái phiếu của tất cả các kỳ hạn có xu hướng tăng và giảm đồng thời

Đường cong lãi suất trái phiếu kho bạc Mỹ (22/6/2009 đến 22/6/2010)

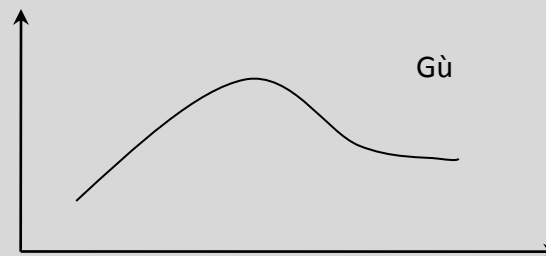
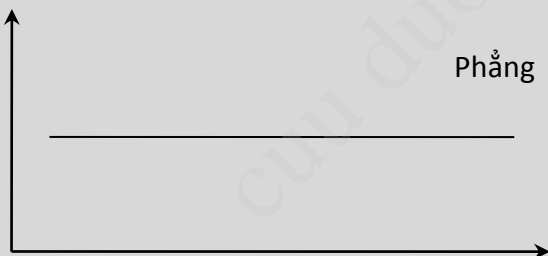
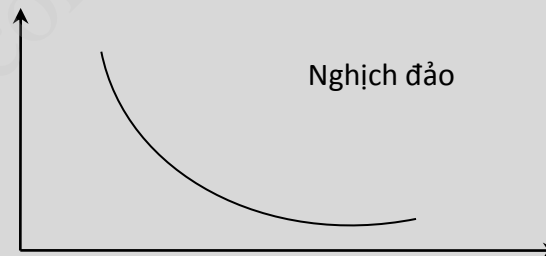
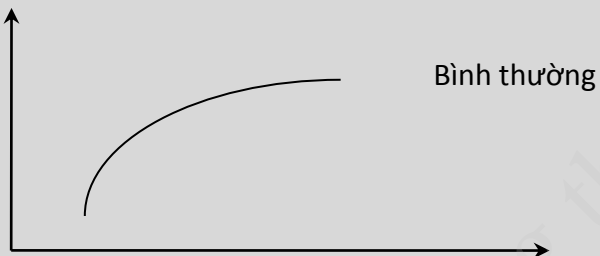


Lãi suất tín phiếu 3 tháng và trái phiếu kho bạc 10 năm (1/1970 đến 5/2010)



Đường cong lãi suất phổ biến

Các dạng đường cong lãi suất phổ biến



6.2. Lý thuyết kỳ vọng đơn thuần (Pure expectation theory)

- Nhà đầu tư không có sự phân biệt hay ưa thích khác nhau về các công cụ nợ có kỳ hạn khác nhau
 - công cụ nợ ngắn hạn hay dài hạn, thì các công cụ này thay thế hoàn hảo cho nhau (quan hệ cung cầu của chúng liên quan chặt chẽ tới nhau)
- Nếu lãi suất trong tương lai có xu hướng cao lên thì các nhà đầu tư sẽ chỉ cho vay ngắn hạn, làm cho lãi suất ngắn hạn thấp, còn lãi suất dài hạn cao lên

6.2. Lý thuyết kỳ vọng đơn thuần (Pure expectation theory)

- Lãi suất của trái phiếu dài hạn là trung bình của các mức lãi suất mà các nhà đầu tư kỳ vọng ở trái phiếu ngắn hạn.
- Giả thuyết:
 - Các nhà đầu tư có cùng mục tiêu đầu tư như nhau.
 - Trong một khoảng thời gian nắm giữ nhất định, các nhà đầu tư cho rằng các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau có thể thay thế hoàn hảo cho nhau.
- Công thức:

$$i_{nt} = \frac{i_{1t} + i_{1t+1}^e + i_{1t+2}^e + i_{1t+3}^e + \dots + i_{1t+(n-1)}^e}{n}$$

6.2. Lý thuyết kỳ vọng đơn thuần (Pure expectation theory)

- Lý thuyết kỳ vọng giải thích về độ dốc của đường cong lãi suất, tại sao dốc lên, dốc xuống hoặc là đường thẳng
- Lý thuyết cũng giải thích tại sao lãi suất ngắn hạn và dài hạn tăng giảm cùng nhau
- Hạn chế:
 - Lý thuyết kỳ vọng đơn thuần không giải thích được tại sao lãi suất của trái phiếu dài hạn thường cao hơn lãi suất trái phiếu ngắn hạn.
 - Lý thuyết kỳ vọng đơn thuần chưa giải thích hợp lý tại sao đường cong lãi suất dốc xuống.

6.3. Lý thuyết thị trường phân mảnh (segmented markets theory)

- Lãi suất của trái phiếu có kỳ hạn nhất định được xác định chỉ dựa trên cung và cầu của các trái phiếu có cùng kỳ hạn đó
- Giả thuyết:
 - Các nhà đầu tư trên thị trường trái phiếu không có cùng mục tiêu
 - Các nhà đầu tư không nhìn nhận các trái phiếu có kỳ hạn khác nhau có thể thay thế hoàn hảo cho nhau.
 - Trái phiếu dài hạn có thể có nhiều rủi ro lãi suất hơn các trái phiếu ngắn hạn
 - Trái phiếu dài hạn cũng thường có tính lỏng thấp hơn các trái phiếu ngắn hạn

- Các nhà đầu tư nên nhận được lãi suất cao hơn đối với trái phiếu dài hạn
- Những người nắm giữ trái phiếu ngắn hạn đông hơn

- Giá TP ngắn hạn bị đẩy lên cao
- LS trái phiếu ngắn hạn giảm tương đối so với trái phiếu dài hạn

6.3. Lý thuyết thị trường phân mảnh (segmented markets theory)

- Lý thuyết thị trường phân mảnh đã giải thích được vấn đề đầu tiên về cấu trúc kỳ hạn, tuy nhiên chưa đưa ra được giải thích đối với 2 vấn đề còn lại:
 - Tại sao các mức lãi suất ngắn hạn lại thường ít khi cao hơn các mức lãi suất dài hạn hay tại sao đường cong lãi suất dốc xuống?
 - Nếu các thị trường thực sự phân mảnh, tại sao lãi suất của tất cả các kỳ hạn có xu hướng tăng giảm cùng nhau?

6.4. Lý thuyết môi trường ưu tiên hoặc phần bù tính lỏng (Preferred habitats theory or The liquidity premium theory)

- Những giả định tuyệt đối của hai lý thuyết trên đều là tương đối
→ Trái phiếu với những kỳ hạn khác nhau có thể thay thế cho nhau, nhưng không phải là thay thế hoàn hảo
- Nhà đầu tư sẵn sàng thay thế các trái phiếu ngắn hạn bằng các trái phiếu dài hạn với điều kiện nhận được mức lãi suất đủ cao cho trái phiếu dài hạn đó, phần chênh lệch lãi suất được gọi là “phần bù kỳ hạn”

6.4. Lý thuyết môi trường ưu tiên hoặc phần bù tính lỏng

- Lãi suất của một trái phiếu dài hạn là trung bình của tổng các lãi suất ngắn hạn kỳ vọng của nhà đầu tư trong suốt thời hạn của trái phiếu dài hạn, cộng với “phần bù kỳ hạn”
- Lãi suất của một trái phiếu kỳ hạn n năm là:

$$i_{nt} = \frac{i_{1t} + i_{1t+1}^e + i_{1t+2}^e + i_{1t+3}^e + \dots + i_{1t+(n-1)}^e}{n} + i_{nt}^{TP}$$

6.4. Lý thuyết môi trường ưu tiên hoặc phần bù tính lỏng (preferred habitats theory)

- Giải thích được ba hiện tượng thực tế về đường cong lãi suất:
 - Lãi suất của trái phiếu dài hạn thường cao hơn lãi suất trái phiếu ngắn hạn
 - Lãi suất trái phiếu ngắn hạn ít khi cao hơn lãi suất trái phiếu dài hạn
 - Lãi suất trái phiếu của tất cả các kỳ hạn có xu hướng tăng và giảm đồng thời

7. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

- 10/1990: Pháp lệnh Ngân hàng ra đời, hình thành hệ thống Ngân hàng hai cấp.
- 6/1992: xóa bỏ sự phân biệt lãi suất cho các thành phần kinh tế. LS của các NHTM được ấn định bởi NHTW
- 1996: xóa bỏ LS sàn, chỉ còn LS trần
- 6/1997: Các NHTM tự ấn định LS huy động
- 8/2000: xóa bỏ LS trần, NHTM ấn định lãi suất trên cơ sở lãi suất cơ bản
- 6/2002: áp dụng cơ chế LS thỏa thuận
- 5/2008: tái áp dụng LS trần, lãi suất cho vay không vượt quá 150% lãi suất cơ bản
- 2010: bỏ trần lãi suất
- 2011: áp dụng trần lãi suất huy động
- 2012: thay đổi trần lãi suất huy động, quy định về lãi suất cho vay

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách lãi suất cố định (trước tháng 6/1992)

- NHNN ấn định lãi suất tiền gửi và cho vay
- Lãi suất thực âm
- Lãi suất cho vay DNNN thấp hơn DNNQD
- Lãi suất cho vay ngắn hạn lớn hơn lãi suất cho vay dài hạn

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách khung lãi suất (tháng 6/1992 - 1995)

- Quy định lãi suất tối thiểu tiền gửi và lãi suất tối đa tiền vay
- Lãi suất thực dương
- Xóa bỏ chênh lệch lãi suất cho vay các thành phần kinh tế

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách trần lãi suất (1996 – 7/2000)

- Quy định lãi suất trần theo thời hạn cho vay
- Không chế chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động (0,35%/tháng, 4,2%/năm)
- Cuối tháng 1/1998 xóa bỏ quy định chênh lệch lãi suất

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách lãi suất cơ bản kèm biên độ (8/2000 – 5/2002)

- Quy định lãi suất cơ bản
- Tổ chức tín dụng ấn định lãi suất cho vay dựa trên lãi suất cơ bản và không vượt quá biên độ nhất định



Bản chất vẫn là cơ chế trần lãi suất

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách lãi suất thỏa thuận (6/2002 – 5/2008)

- Các tổ chức tín dụng tự thỏa thuận lãi suất

Tăng tính chủ động



Tăng cạnh tranh

Khai thác triệt để các nguồn lực

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách lãi suất cơ bản (từ 5/2008 – 2/2010)

- NHNN công bố lãi suất cơ bản
- Lãi suất cho vay tối đa bằng 150% lãi suất cơ bản

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách lãi suất thỏa thuận (Từ tháng 2/2010)

- Tháng 2/2010: lãi suất thỏa thuận áp dụng với các khoản tiền vay trung, dài hạn
- Tháng 4/2010: lãi suất thỏa thuận áp dụng với các khoản tiền vay ngắn hạn

6. CHÍNH SÁCH LÃI SUẤT Ở VIỆT NAM

Chính sách trần lãi suất (Từ tháng 3/2011)

- Lãi suất tiền gửi áp dụng mức trần 14%/năm
- Từ tháng 6/2012, áp dụng mức trần cho lãi suất tiền gửi dưới 12 tháng là 9%/năm, tự do hóa lãi suất kỳ hạn từ 12 tháng trở lên
- NHNN cũng đã áp trần lãi suất cho vay (hiện duy trì ở mức 13%/năm) đối với 4 lĩnh vực ưu tiên; kêu gọi đưa lãi suất cho vay cũ về mức 15%