

Mối quan hệ giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay dự tính - lý thuyết và thực tế

NGUYỄN VĂN TIẾN

1. Khái quát về giao dịch kỳ hạn

Giao dịch kỳ hạn là một thoả thuận mua, bán các đồng tiền khác nhau tại một thời điểm xác định trong tương lai theo một tỷ giá đã thoả thuận trước. Ví dụ, một nhà nhập khẩu Việt Nam phải thanh toán 100000 USD cho một nhà xuất khẩu Mỹ sau thời hạn 90 ngày kể từ ngày hôm nay, nhà nhập khẩu có thể quyết định ngay ngày hôm nay mua 100000 USD và có ngày giá trị (ngày thanh toán) tại thời điểm sau 90 ngày tại mức tỷ giá kỳ hạn là 1 USD = 15578 VND. Một câu hỏi được đặt ra là: tại sao nhà nhập khẩu phải mua đôla Mỹ từ ngày hôm nay theo một tỷ giá cố định tại một thời điểm xác định trong tương lai? Nhà nhập khẩu làm như vậy là để phòng ngừa rủi ro khi tỷ giá giao ngay tại thời điểm sau 90 ngày tăng cao hơn mức 1 USD = 15578 VND. Hay nói cách khác, bằng cách ký hợp đồng mua đôla Mỹ kỳ hạn, thì chi phí bằng VND để mua 100000 USD tại thời điểm sau 90 ngày là cố định, không thay đổi cho dù tỷ giá giao ngay tại thời điểm sau 90 ngày là như thế nào.

Một vấn đề được đặt ra là, trên cơ sở nào mà ngay tại ngày hôm nay chúng ta có thể thoả thuận được về tỷ giá kỳ hạn sau 90 ngày là 1 USD = 15578 VND? Để trả lời câu hỏi này, ta cần biết được cách xác định tỷ giá kỳ hạn là như thế nào.

Chúng ta gọi: PV_T là giá trị hiện tại của đồng tiền định giá (Present Value of Terms Currency);

- PV_C là giá trị hiện tại của đồng tiền yết giá (Present Value of Commodity Currency); FV_T là giá trị kỳ hạn của đồng tiền định giá (Forward Value of Terms Currency);

- FV_C là giá trị kỳ hạn của đồng tiền yết giá (Forward Value of Commodity Currency);

- R_T là mức lãi suất %/năm của đồng tiền định giá;

- R_C là mức lãi suất %/năm của đồng tiền yết giá;

- t là thời hạn hợp đồng, tính theo năm.

Giả sử tỷ lệ trao đổi giao ngay giữa đồng tiền định giá và đồng tiền yết giá là:

$$PV_C = PV_T$$

Chúng ta định nghĩa: tỷ giá giao ngay là tỷ số giữa giá trị hiện tại của đồng tiền định giá chia cho giá trị hiện tại của đồng tiền yết giá, ta có:

$$S = \frac{PV_T}{PV_C}$$

Giả sử tỷ lệ trao đổi kỳ hạn giữa đồng tiền định giá và đồng tiền yết giá là:

$$FV_C = FV_T$$

Chúng ta định nghĩa: tỷ giá kỳ hạn là tỷ số giữa giá trị kỳ hạn của đồng tiền định giá chia cho giá trị kỳ hạn của đồng tiền yết giá, ta có:

$$F = \frac{FV_T}{FV_C}$$

áp dụng công thức giá trị thời gian của tiền tệ ta có:

Đối với đồng tiền định giá:

$$FV_T = PV_T(1 + R_T.t)$$

Đối với đồng tiền yết giá:

$$FV_C = PV_C(1 + R_C.t)$$

Chúng ta biểu diễn tỷ giá kỳ hạn như sau:

Nguyễn Văn Tiến, Ts, Học viện Ngân hàng.

Mối quan hệ ...

$$F = \frac{FV_T}{FV_C} = \frac{PV_T(1 + R_T \cdot t)}{PV_C(1 + R_C \cdot t)}$$

$$F = S \frac{(1 + R_T \cdot t)}{(1 + R_C \cdot t)} \quad (1)$$

Công thức (1) là công thức tỷ giá kỳ hạn dạng đầy đủ.

Trong thực tế, tỷ giá kỳ hạn thường được biểu diễn dưới dạng phân tích bằng hai đại lượng là tỷ giá giao ngay và điểm kỳ hạn như sau:

$$F = S + P$$

Do đó, cần biến đổi công thức (1) thành dạng phân tích thường được sử dụng trong thực tế như sau:

$$F = S \frac{(1 + R_T \cdot t)}{(1 + R_C \cdot t)}$$

$$= S + S \frac{(1 + R_T \cdot t)}{(1 + R_C \cdot t)} - S$$

$$= S + S \left[\frac{(1 + R_T \cdot t)}{(1 + R_C \cdot t)} - 1 \right]$$

$$= S + S \cdot \left[\frac{1 + R_T \cdot t - 1 - R_C \cdot t}{(1 + R_C \cdot t)} \right]$$

$$F = S + S \frac{(R_T - R_C) \cdot t}{(1 + R_C \cdot t)} \quad (2)$$

Công thức (2) là công thức tỷ giá kỳ hạn đầy đủ dạng phân tích.

Trong thực tế, do thời hạn của hợp đồng kỳ hạn là tương đối ngắn và mức lãi suất %/năm của các đồng tiền thường là số nhỏ, nên tích số $R_C \cdot t$ là một số rất nhỏ so với 1. Do đó, mẫu số của công thức (2) là một số xấp xỉ bằng 1, cho nên chúng ta có thể bỏ qua mà không làm thay đổi đáng kể tỷ giá kỳ hạn, do đó, công thức (2) được viết lại ở dạng gần đúng như sau:

$$F = S + S(R_T - R_C) \cdot t \quad (3)$$

Nếu thời hạn hợp đồng tính theo ngày, thì công thức tỷ giá kỳ hạn sẽ là:

$$F = S + S(R_T - R_C) \cdot \frac{t}{360} \quad (4)$$

Trong đó: t là thời hạn hợp đồng kỳ hạn tính theo ngày.

Ví dụ về tỷ giá kỳ hạn:

Giả sử tại ngày hôm nay, tỷ giá giao ngay S (VND/USD) = 15500, mức lãi suất 90 ngày của VND là 7%/năm và của đôla Mỹ là 5%/năm. Tính tỷ giá kỳ hạn F (VND/USD) tại thời điểm sau 90 ngày.

Ta có: $S = 15500$; $R_T = 0,07$; $R_C = 0,05$ và $t = 90$

Thay các thông số vào công thức (4) ta có:

$$F_{90} = 15500 + 15500(0,07 - 0,05) \cdot \frac{90}{360} = 15578$$

Nghĩa là tỷ giá kỳ hạn 90 ngày là:

$$1 \text{ USD} = 15578 \text{ VND.}$$

2. Mối quan hệ giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay dự tính

Về mặt lý thuyết, nếu thị trường ngoại hối là cạnh tranh hoàn hảo, thì dưới áp lực của những hành vi đầu cơ sẽ làm cho tỷ giá kỳ hạn bằng với tỷ giá giao ngay dự tính tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn. Chúng ta chứng minh điều này như sau:

Gọi: $F_t(\text{đ}/\$)$ là tỷ giá kỳ hạn của hợp đồng kỳ hạn có thời hạn t ngày; $S_t^c(\text{đ}/\$)$ là tỷ giá giao ngay dự tính tại thời điểm sau thời hạn t ngày.

Chúng ta cần chứng minh rằng các lực lượng thị trường luôn làm cho:

$$S_t^c(\text{đ}/\$) = F_t(\text{đ}/\$)$$

Có 2 khả năng có thể xảy ra:

Khả năng 1, nếu $S_t^c(\text{đ}/\$) > F_t(\text{đ}/\$)$: các nhà đầu cơ sẽ mua kỳ hạn đôla Mỹ tại mức tỷ giá $F_t(\text{đ}/\$)$, để sau t ngày, tức tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn, bán lại đôla Mỹ với tỷ giá giao ngay là $S_t^c(\text{đ}/\$)$. Lãi phát sinh trên 1 USD giao dịch sẽ là:

$$S_t^c(\text{đ}/\$) - F_t(\text{đ}/\$) > 0$$

Thông qua hành vi đầu cơ mua kỳ hạn đôla Mỹ, các lực lượng thị trường làm cho tỷ giá kỳ hạn $F_t(\text{đ}/\$)$ tăng lên sát với $S_t^c(\text{đ}/\$)$. Các hành vi đầu cơ chỉ dừng lại chừng nào khi $S_t^c(\text{đ}/\$) = F_t(\text{đ}/\$)$.

Khả năng 2, nếu $S_t^c(\text{đ}/\$) < F_t(\text{đ}/\$)$: các nhà đầu cơ sẽ bán kỳ hạn đôla Mỹ tại mức tỷ giá $F_t(\text{đ}/\$)$, để sau t ngày, mua lại đôla Mỹ với tỷ giá giao ngay là $S_t^c(\text{đ}/\$)$. Lãi phát sinh trên 1 USD giao dịch sẽ là:

$$F_t(\text{đ}/\$) - S_t^c(\text{đ}/\$) > 0$$

Thông qua hành vi đầu cơ bán kỳ hạn đôla Mỹ, các lực lượng thị trường làm cho tỷ giá kỳ hạn $F_t(\text{đ}/\$)$ giảm xuống sát với $S_t^c(\text{đ}/\$)$. Các hành vi đầu cơ chỉ dừng lại chừng nào khi $S_t^c(\text{đ}/\$) = F_t(\text{đ}/\$)$.

Như vậy, về mặt lý thuyết thì: *nếu thị trường kỳ hạn là hiệu quả, thì tỷ giá kỳ hạn phải phản ánh tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn*. Chúng ta sẽ sử dụng đặc điểm này để kiểm chứng độ lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn ở Việt Nam là như thế nào.

3. Kiểm chứng độ lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn

Như trên đã kết luận, nếu thị trường là hiệu quả, thì tỷ giá kỳ hạn phải phản ánh tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn. Hay nói cách khác, thông qua phân tích độ lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng đến hạn chúng ta có thể thấy được mức độ hiệu quả của thị trường kỳ hạn cũng như cơ chế điều hành tỷ giá VND là như thế nào. Nếu độ lệch càng lớn, thì thị trường hoạt động càng kém hiệu quả; ngược lại, nếu độ lệch càng nhỏ, thì thị trường hoạt động trở nên càng hiệu quả.

3.1. Kiểm chứng ở cấp độ vĩ mô:

Các căn cứ tiến hành kiểm chứng (số liệu thực tế) như sau:

1. Kiểm chứng Quyết định số 289/2000/QĐ-NHNN7 của Thống đốc NHNN, về việc quy định nguyên tắc xác định tỷ giá mua bán ngoại tệ có hiệu lực từ ngày 30-8-2000 đến ngày 18-9-2001. Những nội chính của Quyết định bao gồm:

a/ Trần tỷ giá giao ngay = tỷ giá bình quân Interbank + 0,1%.

b/ Mức gia tăng của tỷ giá kỳ hạn được phép đối với từng kỳ hạn (như bảng dưới đây).

2. Ngày ký hợp đồng kỳ hạn là 01-02-2001.

3. Các hợp đồng kỳ hạn có các thời hạn: 30, 45, 60, 75, 90, 105, 102, 135, 150, 165 và 180 ngày.

4. Kiểm chứng độ lệch giữa tỷ giá bán kỳ hạn với tỷ giá bán giao ngay tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn.

5. Trên cơ sở tỷ giá bình quân liên ngân hàng của ngày 01-02-2001 là 1 USD = 14530 VND, ta tính được trần tỷ giá giao ngay của ngày 01-02-2001 là:

$$14530 (1 + 0,1\%) = 14544,53 \text{ VND/USD}$$

6. Tỷ giá bán giao ngay tại thời điểm hợp đồng kỳ hạn đến hạn bằng *trần* tỷ giá giao ngay tại thời điểm đó (bằng tỷ giá bình quân liên ngân hàng cộng 0,1%).

7. Qua khảo sát thực tế, cho thấy do áp lực cầu ngoại tệ thường luôn lớn hơn cung trên thị trường ngoại hối, do đó, tỷ giá bán kỳ hạn được thị trường (ví dụ VCB) áp dụng cho hợp đồng có thời hạn t ngày theo công thức:

Tỷ giá kỳ hạn t ngày = trần tỷ giá giao ngay + mức gia tăng cho phép tương ứng với thời hạn t ngày.

8. Giả sử hợp đồng có giá trị 1 USD, căn cứ vào mức trần tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng đến hạn để tính mức độ lãi hay lỗ của hợp đồng kỳ hạn.

Căn cứ vào mức gia tăng của tỷ giá kỳ hạn theo Quyết định số 289, ta lập bảng để tính tỷ giá kỳ hạn áp dụng cho các hợp đồng kỳ hạn có các thời hạn khác nhau, và tính độ lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và trần tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng đến hạn như sau:

Mối quan hệ ...

Thời hạn hợp đồng (t ngày)	Mức gia tăng được phép	Tỷ giá kỳ hạn t ngày (F_t)	Ngày đến hạn	Trần TG Spot tại ngày đến hạn (S_t)	Độ lệch $\frac{F_t - S_t}{S_t} 100\%$	Lãi (+)/Lỗ (-) = $F_t - S_t$ (VND)
30	0,20%	14 574	01/3/01	14 563	0,076%	+ 11
45	0,40%	14 603	15/3/01	14 553	0,344%	+ 50
60	0,45%	14 610	01/4/01	14 546	0,440%	+ 64
75	0,65%	14 639	15/4/01	14 559	0,550%	+ 80
90	0,79%	14 659	01/5/01	14 568	0,625%	+ 91
105	1,01%	14 691	15/5/01	14 595	0,658%	+ 96
120	1,14%	14 710	01/6/01	14 677	0,225%	+ 33
135	1,26%	14 728	15/6/01	14 778	-0,338%	- 50
150	1,38%	14 745	01/7/01	14 846	-0,680%	- 101
165	1,48%	14 760	15/7/01	14 894	-0,90%	- 134
180	1,50%	14 763	01/8/01	14 945	-1,22%	- 182

Nguồn: Tổng hợp từ NHNN.

Từ bảng trên cho thấy:

1. Trong tất cả các trường hợp quy định mức gia tăng cho phép đều có độ lệch đáng kể so với diễn biến thực tế của thị trường. Điều này hàm ý:

- Hoặc là việc ấn định tỷ lệ phần trăm gia tăng chưa dựa vào các thông số thị trường (ở đây là chênh lệch lãi suất giữa VND và USD).

- Hoặc là các thông số trên thị trường bị sai lệch, có thể là do có can thiệp của NHNN quá sâu vào thị trường; hoặc giữa thị trường tiền tệ và thị trường ngoại hối bị phân đoạn khá sâu sắc; hoặc thị trường có khuyết tật méo mó.

- Vì trong mọi trường hợp đều tồn tại độ lệch khá lớn, nên chúng ta có thể kết luận: Thị trường kỳ hạn hoạt động chưa thật hiệu quả, do đó, các thông số như lãi suất và tỷ giá chưa được hình thành một cách khách quan theo quy luật cung cầu.

2. Những hợp đồng kỳ hạn có thời hạn ngắn mang lại lợi nhuận khá lớn cho ngân hàng. Đây có thể được xem là một trong những nguyên nhân các ngân hàng chưa sẵn sàng cung cấp các hợp đồng có thời hạn dài. Thực tế cho thấy, trong năm

2001, Ngân hàng Ngoại thương (VCB) cung cấp hợp đồng kỳ hạn có thời hạn dài nhất cũng chỉ là 3 tháng. Ngoài ra, một số NHTM do nắm bắt được đặc điểm này của thị trường ngoại hối Việt Nam, đã xúc tiến chiến thuật “*mua giao ngay, bán kỳ hạn*” nhằm thu được lợi nhuận kép, nghĩa là chuyển giao dịch bán spot sang bán forward để nâng giá bán.

3. Các doanh nghiệp mua đôla Mỹ kỳ hạn ngắn đều bị thiệt so với mua đôla Mỹ trên thị trường giao ngay. Điều này hàm ý, do khan hiếm ngoại tệ trên thị trường, buộc các doanh nghiệp phải chấp nhận mua đôla Mỹ kỳ hạn với giá cao, có như vậy mới được ngân hàng bảo đảm bán ngoại tệ tại thời điểm thanh toán.

4. Thời hạn hợp đồng càng dài thì độ lệch càng lớn, khiến cho ngân hàng chịu mức thua lỗ càng lớn.

5. Độ lệch giữa các kỳ hạn và giữa ngắn hạn và dài hạn là không đều, đặc biệt là đổi dấu từ dương sang âm khi thời hạn tăng lên. Điều này hàm ý:

- Năng lực dự đoán và lập kế hoạch còn hạn chế, đặc biệt là trong dài hạn.

- Do độ lệch chuyển từ dương sang âm với tỷ lệ lớn dần theo thời hạn, điều này nói lên

Mối quan hệ ...

ràng tốc độ tăng tỷ giá giao ngay thực tế là nhanh hơn nhiều so với tốc độ tăng mức gia tăng của tỷ giá kỳ hạn.

- Do tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng đến hạn thấp hơn nhiều so với tỷ giá kỳ hạn, điều này có thể là do những nhà làm chính sách rất lạc quan vào sự ổn định giá trị đối ngoại của VND trong tương lai, nhưng thực tế diễn ra lại không như mong muốn.

3.2. Kiểm chứng ở cấp độ vi mô:

Kiểm chứng ở cấp độ vi mô là việc tiến hành phân tích độ lệch giữa tỷ giá kỳ hạn so

với tỷ giá giao ngay thực tế xảy ra tại thời điểm hợp đồng đến hạn đối với các hợp đồng đã được ký kết và đã được thanh lý trong thực tế. Qua khảo sát cho thấy, số lượng các hợp đồng kỳ hạn được ký kết giữa các NHTM và khách hàng là rất ít và chủ yếu tập trung vào VCB là chính; do đó, trong phần kiểm chứng ở cấp độ vi mô, chúng ta chọn VCB làm điểm nghiên cứu và tiến hành kiểm chứng trong khoảng thời gian năm 2001. Từ số liệu khảo sát thực tế tại VCB, chúng ta lập bảng phân tích và tiến hành kiểm chứng như sau:

Ngày ký hợp đồng (1)	TG Spot tại ngày ký HĐ (2)	Mức gia tăng TG forward (3)	Tỷ giá Forward (4)	Thời hạn hợp đồng (5)	Ngày thanh toán (6)	TG Spot tại ngày thanh toán (7)	Lãi (+)/Lỗ (-) VND (8)
Bán kỳ hạn							
24/4/01	14 566	0,79%	14 681	92	27/7/01	14 937	- 256
26/4/01	14 568	0,79%	14 683	90	27/7/01	14 937	- 254
10/7/01	14 877	0,36%	14 931	45	24/8/01	14 986	- 55
23/3/01	14 548	0,20%	14 577	30	23/4/01	14 563	14
14/11/01	15 055	0,40%	15 115	7	21/11/01	15 061	54
23/11/01	15 065	0,36%	15 119	7	30/11/01	15 069	50
23/11/01	15 065	0,40%	15 125	7	30/11/01	15 069	56
Mua kỳ hạn							
26/6/01	14 828	0,66%	14 926	92	26/9/01	14 998	72
27/6/01	14 833	0,66%	14 931	92	27/9/01	15 002	71
10/7/01	14 875	0,66%	14 973	92	10/10/01	15 019	46
11/7/01	14 882	0,61%	14 973	92	11/10/01	15 022	49
12/7/01	14 887	0,63%	14 981	92	12/10/01	15 023	42
13/7/01	14 892	0,66%	14 991	92	13/10/01	15 025	34

Giải thích nội dung các cột số:

Cột (1): Là ngày ký hợp đồng.

Cột (2): Tỷ giá giao ngay của VCB tại ngày ký hợp đồng; trong đó, nếu là hợp đồng bán kỳ hạn thì tỷ giá giao ngay là tỷ giá bán, còn nếu là hợp đồng mua kỳ hạn thì tỷ giá giao ngay là tỷ giá mua.

Cột (3): Mức gia tăng của tỷ giá kỳ hạn:
 $(3) = \{(4)/(2) - 1\} \cdot 100\%$.

Cột (4): Tỷ giá kỳ hạn ghi trên hợp đồng.

Cột (5): Thời hạn hợp đồng tính theo ngày.

Cột (6): Ngày thanh toán hay ngày giá trị của hợp đồng kỳ hạn.

Cột (7): Tỷ giá giao ngay của VCB tại ngày thanh toán hợp đồng; trong đó, nếu là hợp đồng bán kỳ hạn thì đó là tỷ giá bán, còn nếu là hợp đồng mua kỳ hạn thì đó là tỷ giá mua.

Cột (8): Lãi (+)/Lỗ (-) tính bằng VND đối với hợp đồng có giá trị 1 USD.

Từ bảng trên ta kết luận:

1. Đối với những hợp đồng **bán** kỳ hạn, VCB áp dụng mức gia tăng của tỷ giá kỳ hạn ở mức tối đa được phép, nghĩa là VCB bán đôla Mỹ kỳ hạn ở mức giá **đắt nhất** có thể theo quy định của NHNN.

2. Đối với những hợp đồng **mua** kỳ hạn, VCB áp dụng mức gia tăng tỷ giá kỳ hạn ở mức thấp nhất được phép, nghĩa là VCB mua đôla Mỹ kỳ hạn ở mức giá **rẻ nhất** có thể theo quy định của NHNN.

3. Đối với các hợp đồng mua kỳ hạn, do diễn ra trong khoảng thời gian gần nhau và lại có cùng kỳ hạn là 92 ngày, do đó, chênh lệch giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay là gần như nhau. Vấn đề đặt ra là, nếu ngân hàng thu lợi nhuận thì doanh nghiệp bán đôla Mỹ kỳ hạn sẽ bị thiệt; câu hỏi đặt ra là: tại sao doanh nghiệp lại phải bán kỳ hạn đôla Mỹ trong khi tỷ giá giao ngay của đôla Mỹ luôn có xu hướng tăng có lợi cho doanh nghiệp? Điều này có thể giải thích như sau: các doanh nghiệp xuất khẩu thường có nhu cầu VND trước khi giao hàng, do đó giữa ngân hàng và doanh nghiệp thường có thoả thuận “lãi suất cho

vay VND sẽ ưu đãi, nhưng nguồn thu ngoại tệ phải được bán kỳ hạn cho ngân hàng”. Như vậy, xét về mặt tổng thể thì doanh nghiệp thiệt trong hợp đồng kỳ hạn, nhưng bù lại doanh nghiệp vay được VND với mức lãi suất ưu đãi, tuy nhiên tương quan “lợi và thiệt” chưa được xác định cụ thể.

4. Đối với hợp đồng bán kỳ hạn: tương tự như phân tích ở trên, thời hạn càng dài thì độ lệch bất lợi cho ngân hàng càng lớn. Những trường hợp thua lỗ thế này chắc chắn sẽ làm cho ngân hàng nản chí trong việc cung cấp các hợp đồng kỳ hạn có thời hạn dài.

Tóm lại, qua kiểm chứng ở cấp độ vĩ mô và vi mô, chúng ta thấy rằng giữa tỷ giá kỳ hạn và tỷ giá giao ngay tại thời điểm hợp đồng đến hạn luôn tồn tại một độ lệch nhất định và thời hạn càng dài thì độ lệch càng lớn. Điều này có thể là do có sự can thiệp hành chính quá sâu về quản lý và kinh doanh ngoại hối của NHNN, làm cho các lực lượng thị trường không thể vào cuộc, khiến cho thị trường ngoại hối Việt Nam hoạt động không thanh khoản, tù túng và kém hiệu quả./.