KHOA KINH TẾ
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH
WORKING PAPER SERIES

School of Economics
University of Economics Ho Chi Minh City

NGANG BẰNG LÃI SUẤT VÀ CÂU CHUYỆN FED THẮT CHẶT TIỀN TỆ - TĂNG LÃI SUẤT

Châu Văn Thành

Tóm tắt

Trong bối cảnh các quốc gia ngày càng mở cửa cho thương mại và đầu tư, dòng vốn quốc tế di chuyển giữa các nước cũng ngày càng mạnh hơn và đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng và phát triển. Bên cạnh đó, chính sự tăng tốc vào và ra của các dòng vốn quốc tế cũng tạo ra không ít thách thức cho việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô. Tần suất, số lượng và mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng cũng ngày càng gia tăng. Điều đáng xem xét chính là cứ mỗi lần xảy ra các đợt biến động của các dòng vốn đều có dấu ấn của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ. Nhân chuyện Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) tăng lãi suất ngày 14/12/2016, bài viết này sẽ phân tích một chuỗi sự kiện có liên quan đến tác động của chính sách này. Câu hỏi đặt ra là những lần tăng lãi suất như vậy sẽ tác động như thế nào đến các quốc gia trên thế giới, nhất là đối với các nước thị trường mới nổi (EMs) và các nước đang phát triển?

Working Paper Series
UEHSEWP #005/2016

School of Economics
University of Economics Ho Chi Minh City
Address: 1A Hoang Dieu, Phu Nhuan, Ho Chi Minh City, Vietnam
Phone: +84-8-3844-8222
Email: kkt@ueh.edu.vn
Website: www.se.ueh.edu.vn

[Bản nháp 1/1/2017]

Ngang bằng lãi suất và câu chuyện Fed thắt chặt tiền tệ - tăng lãi suất

Châu Văn Thành

Trong bối cảnh các quốc gia ngày càng mở cửa cho thương mại và đầu tư, dòng vốn quốc tế di chuyển giữa các nước cũng ngày càng mạnh hơn và đóng vai trò quan trọng cho tăng trưởng và phát triển. Bên cạnh đó, chính sự tăng tốc vào và ra của các dòng vốn quốc tế cũng tạo ra không ít thách thức cho việc điều hành chính sách kinh tế vĩ mô. Tần suất, số lượng và mức độ nghiêm trọng của các cuộc khủng hoảng cũng ngày càng gia tăng. Điều đáng xem xét chính là cứ mỗi lần xảy ra các đợt biến động của các dòng vốn đều có dấu ấn của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ. Nhân chuyện Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) tăng lãi suất ngày 14/12/2016, bài viết này sẽ phân tích một chuỗi sự kiện có liên quan đến tác động của chính sách này. Câu hỏi đặt ra là *những lần tăng lãi suất như vậy sẽ tác động như thế nào đến các quốc gia trên thế giới, nhất là đối với các nước thị trường mới nổi (EMs) và các nước đang phát triển?*

Tại sao chính sách tiền tệ của Hoa Kỳ lại tác động chủ yếu đến EMs và các nước đang phát triển?

Thực ra thì tuyên bố khả năng tăng lãi suất của Fed đã thực sự bắt đầu từ tháng 5/2013, khi các dấu hiệu kinh tế vĩ mô Hoa Kỳ dần hồi phục tốt. Ngày 14/12/2016, Fed đã chính thức nâng lãi suất cơ bản đồng USD thêm 25 điểm, từ 0,5% đến 0,75%. Đây là lần nâng lãi suất USD thứ hai trong gần một thập kỷ kể từ sau sự kiện khủng hoảng 2008 (lần thứ nhất vào tháng 12/2015). Nhiều chuyên gia kinh tế nhận định Fed sẽ phải nâng lãi suất nhiều lần nữa trong năm 2017 và những năm sau đó nếu Hoa Kỳ thực thi cam kết của Donald Trump là tăng mạnh chi tiêu cho cơ sở hạ tầng - Một dạng mở rộng tài khóa phải đi kèm với chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm bình ổn nền kinh tế vĩ mô đã xấp xỉ mức tiềm năng[1].

Lịch sử cho thấy cả ba làn sóng dẫn đến các cuộc khủng hoảng trước đó đều có dấu ấn của chính sách tiền tệ Hoa Kỳ - giảm lãi suất và rồi thắt chặt tiền tệ sau đó. Cuối thập niên 1970, đầu thập niên 1990 và đầu những năm 2000, lãi suất thấp ở Hoa Kỳ đã góp phần đưa dòng vốn đến EMs và các quốc gia đang phát triển; giai đoạn 1980-82, chính sách tiền tệ thắt chặt của Volcker đưa đến cuộc khủng hoảng nợ quốc tế 1982; đến năm 1994, Fed thắt chặt tiền tệ tạo ra sự kích hoạt kéo theo cuộc khủng hoảng peso Mexico; tháng 5/2013, Fed dự kiến giảm gói nới lỏng

[1] Fed công bố dự báo lạc quan về triển vọng kinh tế Hoa Kỳ, theo đó, trong những năm tới, kinh tế Hoa Kỳ nhiều khả năng vẫn tăng trưởng 2% năm, tỷ lệ thất nghiệp tháng 11/2016 ở mức 4,6% và lạm phát kỳ vọng sẽ sớm đạt mức mục tiêu 2%.

định lượng QE3 đã tác động đáng kể đến EMs (dòng vốn ra, giá chứng khoán giảm, tiền tệ mất giá…).

Quan sát hầu hết các cuộc khủng hoảng, chúng ta thấy rằng chúng đều có liên quan với biến động của dòng vốn. Các thị trường vốn quốc tế không vận hành trơn tru trước các cú sốc bên ngoài ở các nước đang phát triển và thị trường mới nổi (EMs). Dòng vốn ròng biến động mạnh hơn nhiều ở các nước thị trường mới nổi (EMs) so với các nước tiên tiến (AEs). Trong khi ở AEs, dòng ra bù trừ dòng vào, tạo sự di chuyển trơn tru của các dòng vốn, thì ở EMs, các kịch bản dòng vốn vào lớn đi kèm với tăng trưởng GDP tăng tốc, nhưng sau đó tăng trưởng thường giảm đáng kể (Cardarelli et al, 2009). Vì vậy, mô thức chữ V ngược của dòng vốn ròng ở EMs vượt tầm kiểm soát của các nhà chính sách. Theo lịch sử, các *dòng đầu tư tài chính* biến động nhiều hơn và sự biến động này càng gia tăng gần đây. Các *dòng vốn ngân hàng* thường ít biến động nhưng cũng thay đổi mạnh ở thời kỳ khủng hoảng. *FDI* ổn định hơn nhiều ở EMs, nhưng cũng gia tăng biến động gần đây do sự tăng tốc vay mượn của các công ty con ít vốn (IMF, 2011).

Ngang bằng lãi suất có nghĩa là gì?

Trước tiên, chúng ta cần hiểu rõ bản chất của điều kiện ngang bằng lãi suất với 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[2] 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."*
>
> Ocampo (2009)

Dưới dạng đại số, gọi i là lãi suất cho vay trong nước, i* là lãi suất vay nước ngoài (chi phí tài trợ bên ngoài), ρ là phí bù rủi ro quốc gia, và $\hat{e}^e$ là tỷ lệ mất giá nội tệ kỳ vọng (dấu mũ là ký hiệu tốc độ tăng trưởng $\hat{e} = (de/dt)/e$). Khi đó, việc kinh doanh hưởng chênh lệch lãi suất (hay còn gọi là "ngang bằng lãi suất") được mô tả trong đoạn trích dẫn chính là phương trình $i = i^* + \rho + \hat{e}^e$. Chúng ta có thể hiểu trong công thức ngang bằng lãi suất này có nghĩa là suất sinh lợi trong nước (ROR = i) bằng với suất sinh lợi bên ngoài ($ROR^* = i^* + \rho + \hat{e}^e$).

[2] Về lý thuyết, một chính sách được gọi là nghịch chu kỳ khi phản ứng chính sách đi ngược lại với chiều hướng biến động của chu kỳ kinh tế. Ví dụ, khi rơi vào suy thoái, chính sách tiền tệ giúp kéo nền kinh tế quay trở lại bằng cách tăng cung tiền (M^S) hay giảm lãi suất (i) hay kết hợp cả hai được xem là nghịch chu kỳ; trong trường hợp kinh tế nóng lên, việc giảm cung tiền (M^S) hay tăng lãi suất (i) hay kết hợp cả hai cũng là dạng chính sách nghịch chu kỳ. Nếu thực hiện ngược lại các cách làm trên là chính sách tiền tệ thuận chu kỳ.

Kinh tế học đã chứng minh rằng lãi suất thực thấp và ổn định có thể hỗ trợ đầu tư vào năng lực sản xuất và tăng trưởng. Tuy nhiên, đối với các thị trường vốn mở cửa, chính sách tiền tệ phải đối mặt với thách thức to lớn đó là "*mức sàn đối với lãi suất trong nước*" và hiện tượng "*rơi vào hành vi thuận chu kỳ*". Giải thích một chút về ý nghĩa của lập luận bên trên của Ocampo, nếu ngang bằng lãi suất xảy ra, có nghĩa là suất sinh lợi trong nước (ROR = i) bằng với suất sinh lợi bên ngoài ($ROR^* = i^* + \rho + \hat{e}^e$), dòng vốn ngưng di chuyển. Bất kỳ sự thay đổi nào làm lệch pha giữa ROR và ROR* thì về nguyên tắc dòng vốn sẽ di chuyển đến nơi có suất sinh lợi cao hơn.

Ngay cả khi ngang bằng lãi suất diễn ra, thì mặt bằng lãi suất ngang bằng này sẽ thấp khi kinh tế bùng phát (hay thuận lợi) vì lúc bấy giờ chi phí vay từ bên ngoài thấp, rủi ro quốc gia ít nên phí bù rủi ro giảm, đồng thời những yếu tố tạo ra sự mất giá nội tệ kỳ vọng cũng không cao. Ngược lại, tất cả ba yếu tố i^*, ρ và $\hat{e}^e$ đều tăng khi nền kinh tế rơi vào suy giảm (hay khó khăn) kéo theo mặt bằng ngang bằng lãi suất tăng lên. Như vậy, có thể hiểu rằng, nếu chính sách tiền tệ là *thuận chu kỳ*, có nghĩa là tăng cung tiền và/hay giảm lãi suất khi nền kinh tế nóng lên (thuận lợi) sẽ thúc đẩy mức sản lượng vượt mức tiềm năng (hay giảm cung tiền và/hay tăng lãi suất khi nền kinh tế suy giảm (khó khăn) từ đó càng làm giảm sản lượng khi mà vốn dĩ nó đã suy thoái); nghĩa là càng làm trầm trọng thêm sự biến động của sản lượng. Mặc khác, một chính sách tiền tệ *nghịch chu kỳ*, tức khi kinh tế nóng lên (thuận lợi) thì giảm cung tiền và/hay tăng lãi suất (và khi kinh tế suy giảm (khó khăn) thì tăng cung tiền và/hay giảm lãi suất) để đẩy nền kinh tế quay lại mức tiềm năng; cách làm này là đúng như lý thuyết dạy bảo, nhưng lại vi phạm ngang bằng lãi suất. Vì khi nền kinh tế nóng lên (thuận lợi) dòng vốn thuận chu kỳ có xu hướng đi vào gia tăng cộng thêm chính sách tăng lãi suất sẽ làm cho ROR > ROR*, dòng vốn lại càng hấp dẫn vào nhiều hơn (hay khi nền kinh tế suy giảm (khó khăn) dòng vốn đi ra nhiều lại giảm lãi suất khiến cho ROR < ROR*, dòng vốn tháo chạy nhanh hơn), nghĩa là làm trầm trọng thêm quan hệ cung và cầu ngoại tệ, từ đó gây ra những biến động của tỷ giá hối đoái trên thị trường ngoại hối.

Bản chất của vấn đề nằm ở các hoạt động tài chính hưởng chênh lệch giá. Hãy đóng vai trò là nhà đầu tư để so sánh chi phí vay trên thị trường nước nhà và thị trường nước ngoài. Chi phí vốn của những khoản vay từ nước ngoài bao gồm lãi suất vay bằng ngoại tệ (như lãi suất LIBOR tính bằng USD ở thời điểm trước khủng hoảng 2008 thường vào khoảng 3 phần trăm một năm) *cộng* với phí bù rủi ro thị trường của nước nhà (khoảng trung bình 2 phần trăm) *cộng* với tỷ lệ mất giá nội tệ *kỳ vọng* (tùy vào tình thế của từng quốc gia). Đối với một nước thông thường, tổng ba thành phần này trước khủng hoảng 2008 xấp xỉ 8-10 phần trăm, nhưng đến tháng 9/2008, mức này trở thành gần 20 phần trăm, vì cả phí bù rủi ro và tỷ lệ mất giá kỳ vọng đều cao hơn rất nhiều. Mức chi phí vay này tương tự như một mức sàn đối với lãi suất bằng nội tệ, hay ta đang gọi là lãi suất "ngang bằng" mà chính sách tiền tệ trong nước phải đối mặt. Theo đó, một nước mà tình trạng cạnh tranh không hoàn hảo trong khu vực ngân hàng, cộng với quy định dự trữ bắt buộc cao đối với tiền gửi có thể cùng phát huy tác dụng làm tăng lãi suất cho

vay cao hơn mức sàn này và gây sức ép đối với lãi suất tiền gửi. Tình hình sẽ càng căng thẳng hơn khi khủng hoảng xảy ra.

Vấn đề làm trầm trọng thêm sự phức tạp ở đây chính là phí bù rủi ro đối với các nước EMs và đang phát triển có xu hướng tăng lên trong suốt thời kỳ khủng hoảng; bên cạnh đó, dòng vốn "tháo chạy" và hiện tượng "dừng đột ngột" tạo ra tình trạng khan hiếm ngoại tệ khiến cho nội tệ bị mất giá và bị kỳ vọng mất giá nhiều hơn. Hệ quả là mức sàn của lãi suất trong nước có xu hướng tăng cao vào những lúc nền kinh tế rơi vào suy thoái (hay khó khăn). Ngược lại, những khi kinh tế thuận lợi, tài trợ nước ngoài dồi dào, phí bù rủi ro có xu hướng giảm và khoản mất giá nội tệ thực tế cũng như kỳ vọng là vừa phải hay thậm chí là lên giá vì nguồn cung ngoại tệ dồi dào. Vì thế, lãi suất "ngang bằng" có xu hướng giảm khi nền kinh tế bùng phát (hay thuận lợi). Những dao động thuận chu kỳ của lãi suất "ngang bằng" như thế này làm cho các hoạt động kinh tế biến động nhiều hơn theo chu kỳ kinh tế.

Nếu i và i* thay đổi chủ yếu là do thay đổi chính sách tiền tệ trong và ngoài nước thì điều gì làm cho ρ và $\hat{e}^e$ thay đổi? Trong bài phân tích về tỷ giá hối đoái, chúng ta có thể thấy rằng có nhiều yếu tố làm ảnh hưởng đến kỳ vọng nội tệ mất giá ($\hat{e}^e$) như chênh lệch lãi suất trong và ngoài nước, chênh lệch lạm phát trong và ngoài nước, ngang bằng sức mua bị bóp méo, cán cân vãng lai CA thâm hụt lớn và kéo dài, hệ thống tài chính yếu kém và nhiều nợ xấu, nợ công và nợ bằng ngoại tệ cao, hay thậm chí tình hình kinh tế suy giảm và chính trị bất ổn. Trong khi đó, phí bù rủi ro quốc gia (ρ) là do kiểm soát vốn, rủi ro vỡ nợ, thuế đầu tư xuyên biên giới, chi phí giao dịch, thông tin không hoàn hảo, khả năng kiểm soát vốn tương lai, thậm chí là rủi ro quốc hữu hóa (xem phụ lục).

Chuyện gì xảy ra khi Fed tăng lãi suất?

Giả sử ngay trước đó lãi suất "ngang bằng" là thỏa, khi Fed quyết định tăng lãi suất (i*), nghĩa là ROR < ROR* (ngay cả khi các thành phần ρ và $\hat{e}^e$ chưa thay đổi). Sự chênh lệch này sẽ làm cho dòng vốn về bản chất là đi tìm nơi sinh lợi cao hơn sẽ chạy ra khỏi nước nhà tạo ra các biến động về ngoại hối, cầu ngoại tệ tăng lên, nội tệ mất giá, giá tài sản tài chính giảm và nhiều hoạt động kinh tế khác cũng bị ảnh hưởng kéo theo. Những tác động này đến lượt chúng sẽ làm thay đổi luôn cả ρ và $\hat{e}^e$ theo chiều hướng tăng lên. Điều này làm cộng thêm vào mức chênh lệch ROR << ROR* và tác động đến nền kinh tế càng lớn hơn. Kinh nghiệm cho thấy, nhiều quốc gia đang phát triển ứng phó trước dòng vốn đi ra này là một chuỗi phản ứng có trật tự khá tương tự nhau. Đầu tiên là sự trấn an và những tuyên bố của chính phủ, đại loại như ngân hàng trung ương hoàn toàn có khả năng bảo vệ tỷ giá và mọi biến động là do tâm lý. Tiếp theo thường sẽ là tăng lãi suất và xuất dự trữ ngoại hối can thiệp để cố giữ dòng vốn ở lại. Nếu tình hình không ổn định và sức cầu ngoại hối quá mạnh thì việc phá giá nội tệ sẽ là lựa chọn không tránh khỏi (có thể thấy song hành là một số các biện pháp hành chính về quản lý và sử dụng ngoại hối sẽ được

áp dụng mạnh tay hơn). Tình thế cuối cùng, nếu cạn kiệt dự trữ và không khả năng can thiệp thì có thể tỷ giá sẽ bị thả nổi và rơi vào khủng hoảng như nhiều nước đã từng xảy ra.

Bài học cho Việt nam là gì? Hiện đã có nhiều cảnh báo từ trước và nhiều bài học về dòng vốn tháo chạy nên nhiều nhà kinh tế vẫn tin rằng sẽ không có những biến động lớn hay khủng hoảng trầm trọng xảy ra khi Fed tăng lãi suất lần này và thậm chí là đối với một vài lần sau nữa. Nhưng, vẫn không loại trừ khả năng xảy ra ở nhiều nước EMs và đang phát triển là hiện tượng dòng vốn đi ra, giá chứng khoán sụt giảm và tỷ giá biến động. Phân tích trên cho thấy rằng dù Việt Nam đang chọn con đường linh hoạt hơn đối với tỷ giá hối đoái, tự do hóa dần dòng vốn quốc tế để có được sự độc lập của chính sách tiền tệ; tuy nhiên, chính sách tiền tệ đang bị rơi vào thách thức của mức sàn của lãi suất "ngang bằng" theo đó một chính sách tiền tệ thuận hay nghịch chu kỳ đều gặp khó khăn. Chính vì thế cần có một chính sách tài khóa linh hoạt và còn dư địa để cùng phối hợp. Muốn vậy, cần điều chỉnh tình trạng thâm hụt ngân sách không quá mức kiểm soát và tránh tình trạng thâm hụt ngân sách kéo dài, cũng như tránh tình trạng nợ công vượt ngưỡng và tăng quá nhanh.

Tài liệu tham khảo

Jefrey Frankel (2016), International Integration of Financial Markets, Lecture notes (HKS).

José Antonio Ocampo, Codrina Rada and Lance Taylor (2009), *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*, Columbia University Press.

Phụ lục

Ngang bằng lãi suất (Interest Rate Parity): Vì sao i và i* lại khác biệt?

Ngang bằng lãi suất không có nghĩa là lãi suất trong nước i chính xác bằng với lãi suất nước ngoài i* (thường là lãi suất của nước lớn – Hoa Kỳ chẳng hạn). Vì sao i và i* lại khác biệt? Lý thuyết và thực tế cho thấy, nguyên nhân có sự khác biệt giữa i và i* là từ hai nhóm nhân tố cấu thành: (1) Các yếu tố thuộc về quốc gia hay phí bù rủi ro quốc gia (country premium, $[(i - i^*)-d]$); và (2) Các yếu tố thuộc về tiền tệ hay phí bù rủi ro tiền tệ (currency premium, fd).

Trở lại với phương trình ngang bằng lãi suất:

$$\mathbf{i = i^* + \rho + \hat{e}^e}$$

> Trong đó, i là lãi suất cho vay trong nước, i* là lãi suất vay nước ngoài (chi phí tài trợ bên ngoài), ρ là phí bù rủi ro quốc gia, và $\hat{e}^e$ là tỷ lệ mất giá nội tệ kỳ vọng (dấu mũ là ký hiệu tốc độ tăng trưởng $\hat{e} = (de/dt)/e$).

Phân tách thành phần khác biệt giữa i và i*, ta có:

i – i* ≡ phí bù rủi ro quốc gia (country premium) + phí bù rủi ro tiền tệ (currency premium)
Hay:

$$\mathbf{i - i^* =} \quad (i - i^* - fd) \quad + \quad fd$$

Trong đó:

$fd \equiv (fd - \%\Delta s^e) + (\%\Delta s^e)$

với $(fd - \%\Delta s^e)$ là khoản rủi ro tỷ giá (exchange risk premium) và $(\%\Delta s^e)$ là khoản mất giá tỷ giá hối đoái danh nghĩa kỳ vọng (expected nominal depreciation)
s là tỷ giá hối đoái danh nghĩa giao ngay hiện tại và s^e là tỷ giá hối đoái danh nghĩa giao ngay tương lai (ứng với thời điểm kỳ hạn).

Phí bù rủi ro quốc gia (country premium) có thể đo bằng chênh lệch sinh lợi trái phiếu phát hành của quốc gia sở tại và sinh lợi của trái phiếu phát hành bởi các quốc gia khác (sovereign spreads), hay các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (Credit Default Swaps), hay khác biệt lãi suất có phòng ngừa (covered interest differentials: (*i-i*-fd*)).

Phí bù rủi ro tiền tệ (currency premium) có thể đo bằng khoản thặng dư kỳ hạn (forward premium) hay khoản khấu trừ kỳ hạn (forward discount, *fd*). Phí bù rủi ro tiền tệ còn căn cứ vào lãi suất của các hợp đồng hoán đổi tiền tệ (currency swap rate); hay chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu nội tệ trong nước và trái phiếu bằng USD (local spread of $-linked vs. domestic-currency bonds).

Các yếu tố tiền tệ ($\hat{e}^e$)

Các yếu tố thuộc nhóm tiền tệ này phản ánh tác động thông qua thành phần giảm giá kỳ vọng của nội tệ ($\hat{e}^e$). Trong thực tế, $\hat{e}^e$ đo bằng phí bù rủi ro tỷ giá hay phí bù rủi ro tiền tệ (Exchange risk premium or currency premium). Phí bù rủi ro tiền tệ chính là khoản thặng dư kỳ hạn (forward premium) hay khoản khấu trừ kỳ hạn (forward discount, *fd*). Phí bù rủi ro tiền tệ còn căn cứ vào lãi suất của các hợp đồng hoán đổi tiền tệ (currency swap rate); hay chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu nội tệ trong nước và trái phiếu bằng USD (local spread of $-linked vs. domestic-currency bonds).

Các yếu tố quốc gia (ρ)

Có nhiều nhân tố cấu thành nên thành phần rủi ro quốc gia (ρ) trong công thức ngang bằng lãi suất, có thể kể đến như là:

- Rủi ro vỡ nợ (Default risk), phản ánh trong chênh lệch sinh lợi trái phiếu phát hành của quốc gia sở tại và sinh lợi của trái phiếu phát hành bởi các quốc gia khác, hay các hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (sovereign spreads or Credit Default Swaps)
- Kiểm soát vốn (Capital controls), phản ánh một phần qua khác biệt lãi suất có phòng ngừa (covered interest differentials: (*i-i*-fd*)).

- Kiểm soát vốn tương lai (Risk of future capital controls) nhằm đề phòng rủi ro tương lai bằng một dạng phí hiện tại trong giao dịch.
- Thuế đánh vào đầu tư xuyên biên giới (Taxes on cross-border investments), thuế đánh vào đầu tư càng cao thì phí bù rủi ro yêu cầu càng tăng.
- Chi phí giao dịch (Transaction costs)
- Thông tin không hoàn hảo (Imperfect information) có thể tạo chi phí đáng kể trong giao dịch tài chính.
- Quốc hữu hóa của chính phủ các quốc gia sở tại.

Tóm tắt các điều kiện ngang bằng lãi suất

Ngang bằng lãi suất có phòng ngừa (Covered interest parity)	$i - i^* = fd$
+	
Không có phí bù rủi ro (No risk premium)	$fd = \%\Delta s^e$
⇨ Ngang bằng lãi suất không phòng ngừa (Uncovered interest parity)	$i - i^* = \%\Delta s^e$
+	
Ngang bằng sức mua tương đối tiên khởi (Ex-ante Relative Purchasing Power Parity)	$\%\Delta s^e = \pi^e - \pi^{*e}$
⇨ Ngang bằng lãi suất thực (Real interest parity)	$i - i^* = \pi^e - \pi^{*e}$
	$r = r^*$

Với π^e là lạm phát kỳ vọng trong nước và π^{*e} là lạm phát kỳ vọng nước ngoài; r là lãi suất thực trong nước và r* là lãi suất thực nước ngoài.

Từ phương trình Fisher, ta có:

$$i = r + \pi^e \Rightarrow r = i - \pi^e$$
$$i^* = r^* + \pi^{*e} \Rightarrow r^* = i^* - \pi^{*e}$$

Như vậy, ngang bằng lãi suất [Interest rate parity (IRP)] xét theo thứ tự sau:

i) Ngang bằng lãi suất có phòng ngừa [Covered interest parity (CIP)]

ii) Ngang bằng lãi suất không phòng ngừa [Uncovered interest parity (UIP)]

iii) Ngang bằng lãi suất thực [Real interest parity (RIP)]