

Chương 7

Hiểu về Tỷ giá Hối đoái

Đối với bất kỳ ai có liên quan đến các giao dịch xuyên biên giới, vật lộn với tỷ giá hối đoái là một thực tế thiết yếu của cuộc sống. Mặc dù không một ai có thể dự đoán với một sự tự tin hoàn toàn về cách thức một loại tiền tệ sẽ thay đổi trải qua một khoảng thời gian cho trước – không biết đồng tiền này sẽ lên giá hay giảm giá chứ đừng nói đến là thay đổi bao nhiêu – nhưng chúng ta có thể xác định các yếu tố chủ yếu mà rất có thể ảnh hưởng đến sự thay đổi của tỷ giá hối đoái, trong cả ngắn hạn và dài hạn. Chương này cung cấp một cách xem xét tổng quan về các yếu tố quan trọng nhất, tại sao chúng lại là vấn đề, và chúng tương tác với nhau như thế nào.

Cán cân Vãng lai

Cán cân thương mại của một quốc gia – hay, chính xác hơn, cán cân tài khoản vãng lai của quốc gia – là một yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái. Ví dụ, nếu người tiêu dùng của một quốc gia phát triển một sự ưa thích mạnh mẽ về hàng hóa nước ngoài, cán cân vãng lai của quốc gia đó sẽ có thể trở nên xấu đi (deteriorate) và đồng tiền của nước này giảm giá. Sự giảm giá sẽ xảy ra do cầu trong nước về hàng hóa nước ngoài tăng lên đẩy giá của ngoại tệ cần để mua các hàng hóa này.

Tuy nhiên, độc tui cho cầu hàng hóa và dịch vụ tăng lên, bất kể trong hay ngoài nước, không chỉ có khả năng đưa đến sự thâm hụt của tài khoản vãng lai. Ví dụ, nếu người nước ngoài phát triển một sự ưa thích mạnh mẽ về *tài sản tài chính* của một quốc gia, trong khi cán cân tài khoản vãng lai của quốc gia đó trở nên xấu đi (trong khi phía còn lại, cán cân tài khoản tài chính đang cải thiện), nhưng đồng tiền của quốc gia này hầu như sẽ rất có thể lên giá. Sự lên giá sẽ xảy ra do cầu nước ngoài về tài sản tài chính nội địa của quốc gia đó tăng lên (và cầu đồng tiền mà theo đó các tài sản tài chính này được gán vào để giao dịch). Trong trường hợp này, thâm hụt tài khoản vãng lai sẽ đi cùng với sự lên giá hơn là giảm giá của đồng tiền nước này.

Về nguyên lý, câu hỏi mấu chốt không phải hoặc là tài khoản vãng lai của một quốc gia thặng dư hay thâm hụt, mà là các yếu tố nào đang dẫn đến thặng dư hay thâm hụt – như cầu hàng hóa và dịch vụ, hay cầu vốn. Tăng cầu nước ngoài đối với hàng hóa và dịch vụ của một nước sẽ rất có thể nâng đỡ cho cả cán cân tài khoản vãng lai và đồng tiền của nước đó, trong khi tăng cầu nước ngoài đối với tài sản tài chính của một nước sẽ rất có thể gây ra sự lên giá của đồng tiền nước này ngay cả khi tài khoản vãng lai của nước đó thâm hụt.

Rõ ràng vì khó mà gỡ rối các yếu tố này trong thực tế, các chuyên gia thường bất đồng về cách thức mà một sự thặng dư hay thâm hụt tài khoản vãng lai của một quốc gia cụ thể có thể ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái. *Tuy thế, một cách tổng quát, thâm hụt cán cân vãng lai kéo dài xuất hiện thông thường đi kèm với sự mất giá đồng tiền dài hạn hơn là với sự lên giá dài hạn (và điều ngược lại là đúng một cách phổ biến cho sự thặng dư tài khoản vãng lai kéo dài).*

Lạm phát và Ngang bằng sức mua

Một yếu tố có liên quan gần mà nó có tiềm năng tác động đến tỷ giá hối đoái là lạm phát. Nhìn chung, khi một nước trải qua một tỷ lệ lạm phát cao hơn và kéo dài so với nước khác, các nhà kinh tế kỳ vọng rằng đồng tiền của nước đó sẽ mất giá so với đồng tiền của nước khác.

Một cách để hiểu điều này là tập trung vào cán cân thương mại (hay cán cân vãng lai) – và đặc biệt là vào cầu nội địa đối với hàng hóa và dịch vụ nước ngoài. Tăng giá (lạm phát) ở nước X sẽ làm cho nhập khẩu từ nước Y hấp dẫn đối với người tiêu dùng của nước X tăng lên, giả sử giá cả của nước Y không tăng nhanh. Do đó, nước X sẽ thấy cán cân thương mại của mình với nước Y thâm hụt và đồng tiền của X mất giá (do cầu nội địa đối với hàng hóa nước Y, và do vậy cầu đồng tiền nước Y tăng lên).

Các nhà kinh tế thường xem mối quan hệ giữa lạm phát và tỷ giá thông qua một mô hình xác định tỷ giá hối đoái *ngang bằng sức mua*. Ý tưởng cơ bản, được rút ra từ cái gọi là Quy luật Một giá (Law of One Price), cho rằng một đơn vị tiền tệ (như một đôla) sẽ luôn luôn có sức mua ngang bằng trong một nước cũng như trong một nước khác, không bao gồm chi phí vận chuyển và thuế. Nhưng lạm phát đe dọa phá hoại sự ngang bằng này. Ví dụ, nếu giá cả ở Hoa Kỳ tăng nhanh hơn ở Anh, người Mỹ sẽ phát hiện ra rằng một đôla mua được nhiều hàng hóa ở Anh hơn là ở Hoa Kỳ (vì giá cả ở Hoa Kỳ giờ đây cao hơn do lạm phát ở nước này). Để ngang bằng sức mua được tái lập, đôla sẽ phải mất giá một cách tương đối so với bảng Anh, cho đến khi một đôla có thể một lần nữa mua được cùng số lượng (đồng nhất hay giống nhau) hàng hóa và dịch vụ ở Hoa Kỳ cũng như nó có thể mua ở Anh. Nghĩa là nước có lạm phát cao sẽ có xu hướng thấy đồng tiền của mình giảm giá.

Lãi suất

Lãi suất là một yếu tố quan trọng khác nữa mà có thể ảnh hưởng đến cách thức thay đổi của tỷ giá hối đoái. Trong thực tế, nhiều chuyên gia tài chính và các nhà đầu tư tiền tệ xem lãi suất như là nhân tố đơn lẻ mạnh nhất làm thay đổi tỷ giá hối đoái, đặc biệt là trong tầm nhìn ngắn hạn.

Ở một mức độ thực tế, đồng tiền của một nước sẽ có xu hướng lên giá khi lãi suất của nước đó tăng so với lãi suất của những nước khác (và giảm giá khi lãi suất của nước đó giảm). Lô gic quan trọng ở đây là lãi suất trong một nước tăng lên làm cho người nước ngoài háo hức đầu tư vào đó, nó được hấp dẫn bởi vì viễn cảnh sinh lợi cao hơn từ các quỹ đầu tư của họ. Các dòng vốn vào gia tăng kéo theo việc đẩy giá trị tiền tệ của nước này tăng lên, do người nước ngoài cạnh tranh đầu tư vào thị trường tài chính của nước này.

Tuy nhiên, một trong mô hình tỷ giá hối đoái quan trọng nhất mà các nhà kinh tế đã phát triển dường như dự báo một kết quả rất khác. Theo mô hình *ngang bằng lãi suất mở* (uncovered interest rate parity model). Nếu lãi suất của nước A tăng vượt lên lãi suất của nước B (với không có rủi ro đầu tư nào thêm nữa), thì chúng ta sẽ kỳ vọng đồng tiền nước A chịu một sự lên giá tức thời nhưng sau đó *giảm giá* giá trị của nó. Lý do cơ bản đằng sau mô hình này xuất phát một lần nữa từ Quy luật Một giá. Với một mức rủi ro cho trước, một đôla (hay một euro hay một yên) sẽ được kỳ vọng nhận cùng một sinh lợi trung bình bất kể nó được đầu tư ở đâu. Vì vậy, nếu một mức lãi suất cao hơn được trả ở một quốc gia so với một quốc gia khác, thì nhà đầu tư sẽ kỳ vọng đồng tiền của

nước này sau cùng sẽ mất giá – và mất giá vừa đủ để triệt tiêu khoản sinh lợi dư thừa gia tăng từ việc đầu tư ở đó.

Mặc dù mô hình ngang bằng lãi suất này chặt chẽ về mặt khái niệm, nhưng nó không luôn luôn đứng vững trong thực tế. Hầu hết các nghiên cứu cho rằng có thể đồng tiền của một quốc gia có xu hướng lên giá sau một sự gia tăng của lãi suất và giảm giá sau một sự sụt giảm của lãi suất, không có con đường nào khác.

Làm nên Ý nghĩa của Tỷ giá Hối đoái

Như vậy chúng ta hiểu gì về bản chất hay ý nghĩa của tất cả các phân tích này? Có lẽ bài học quan trọng nhất trong số tất cả các bài học đơn giản là các thị trường tiền tệ không thể dự đoán được – và điều này vẫn còn đúng cho dù chúng ta có được đào tạo nhiều bao nhiêu về kinh tế học đi nữa. (Xem “Đồng Đôla Mỹ: Thách thức Các Chuyên gia”). Như trong một mục tin của tờ Financial Times một lần đã quan sát rằng: “Giải thích sự thay đổi của thị trường ngoại hối thường đi liền với khó khăn...Hỏi 10 nhà đầu tư tiền tệ, và bạn sẽ rất có thể có được 10 lời giải thích khác nhau...”¹

Tuy nhiên, cho dù cho tỷ giá hối đoái thường biến động và không bao giờ có thể dự đoán hoàn hảo, vẫn có lý để kết luận rằng chúng bị ràng buộc bởi những áp lực cơ bản của cung và cầu trên thị trường. Vì một tỷ giá hối đoái đơn giản là giá của một đồng tiền theo một đồng tiền khác, bất cứ điều gì làm tăng cầu một đồng tiền (hay giảm cầu các đồng tiền khác) sẽ tạo áp lực lên giá. Bất cứ điều gì làm giảm cầu của một đồng tiền (hay tăng cầu các đồng tiền khác) sẽ tạo ra áp lực giảm giá.

Ví dụ, một sự tăng lên bất ngờ của cầu hàng hóa hay tài sản tài chính nước ngoài của người Mỹ sẽ có xu hướng làm yếu đi đồng đôla (và đồng thời làm các đồng tiền khác mạnh lên). Sự bùng nổ lạm phát ở châu Âu sẽ có xu hướng làm yếu đi đồng euro và đồng thời làm đồng đôla mạnh lên. Trong khi, một sự gia tăng không được kỳ vọng của lãi suất nước Anh, sẽ rất có thể tăng sức mạnh đồng bảng Anh, đặc biệt là trong ngắn hạn, dù có thể là Quy luật Một giá sẽ yêu cầu một sự giảm giá kéo theo trong dài hạn.

Đồng Đôla Mỹ: Thách thức Các Chuyên gia

Năm 2005 và 2006, đồng đôla Mỹ đã thách thức những dự đoán của nhiều trong số những người giỏi nhất trong kinh doanh, bao gồm nhà đầu tư tỷ phú Warren Buffett và cựu Bộ trưởng Tài chính Robert Rubin. Cả hai đã tin rằng sự thâm hụt tài khoản vãng lai khổng lồ của Mỹ (5,7% GDP năm 2004 và 6,5% GDP năm 2005) cuối cùng sẽ đẩy đồng đôla giảm giá. Dù cho cả hai chứng minh điều này đúng trong dài hạn – Rubin đã nói ông ta nghĩ dự đoán của mình “là rất có khả năng đúng” – cả hai đã bị mất những số tiền lớn trong ngắn hạn, khi đôla đã không sụp đổ chính xác như thời điểm được kỳ vọng. Buffett được nhắc đến vì mất gần 1 tỷ đôla cho Berkshire Hathaway và Rubin mất hơn 1 triệu đôla tiền của chính mình.^a

Vấn đề quan trọng ở đây là không một ai – ngay cả những tác giả được kính trọng nhất thế giới – có thể biết chắc chắn cách thức một đồng tiền sẽ thay đổi trong tương lai. Đưa ra các dự đoán

¹ Jennifer Hughes, “Online Effect Rebalances the FX Equation,” *Financial Times* (July 30-31, 2005:11).

được dựa trên các nền tảng, bao gồm các yếu tố được xem xét đến trong chương này, sẽ làm tăng thêm khả năng hay xác suất của việc đạt đúng điều mong muốn, nhưng tất nhiên không thể bảo đảm sự thành công của bất kỳ dự đoán cụ thể nào. Như Robert Rubin đã đề cập, khi làm dự báo tỷ giá, một người tốt nhất có thể làm là cố gắng để dự đoán của mình trở nên “rất có khả năng đúng”.

^a David Leonhardt, A Gamble Bound to Win, Eventually,” New York Times, November 1, 2006.

Thực tế, lý do tại sao tỷ giá thay đổi rất khó dự đoán vì các đồng tiền là đối tượng của vô số các áp lực tại cùng một thời điểm – tăng hay giảm của tổng cầu, những biện pháp can thiệp tiền tệ của chính phủ, thay đổi lãi suất, lạm phát ở đây, giảm phát ở kia, các cuộc hoảng loạn tài chính, các cuộc khủng hoảng chính trị, các cú sốc dầu hỏa, công nghệ mới, những thay đổi vội vàng của kỳ vọng, và vô số thứ khác. Tuy thế, nói chung những dự đoán tốt nhất có thể là:

- *Lãi suất* tạo ra những thay đổi trong ngắn hạn (với lãi suất tăng và giảm lần lượt đi cùng với sự lên giá và giảm giá nhanh chóng).
- *Lạm phát* tạo ra những thay đổi trong trung hạn (với lạm phát cao một cách tương đối đi cùng với sự giảm giá và thấp một cách tương đối đi cùng với sự lên giá), và
- *Mất cân bằng cán cân vãng lai* tạo ra những thay đổi trong dài hạn (với thâm hụt đi cùng với sự giảm giá và thặng dư đi cùng với sự lên giá, theo những thời kỳ mở rộng).

Mặc dù không có những dự đoán hoàn hảo, ít nhất các mối quan hệ đơn giản này thể hiện những quy tắc đầu tay có tính hợp lý cho những nhà quản lý doanh nghiệp (hay các nhà đầu tư nước ngoài hay những khách du lịch) trong việc cố gắng hiểu ý nghĩa tỷ giá hối đoái trong một nền kinh tế toàn cầu năng động và phức tạp đang gia tăng.