

TỶ GIÁ HỐI ĐOẠI THỰC – CÁCH THỨC NHẬN BIẾT ĐỒNG TIỀN ĐANG BỊ ĐỊNH GIÁ CAO HAY THẤP

Châu Văn Thành

Trong các cuộc thi về kiến thức kinh tế và kinh doanh dành cho sinh viên các trường khối kinh tế phía Nam, rất nhiều lần tôi đã đặt câu hỏi với một số đồng thí sinh rằng: “Bạn hãy giúp phân biệt giữa tỷ giá hối đoái danh nghĩa và tỷ giá hối đoái thực và cho biết ý nghĩa của chúng?”. Một trong những câu trả lời sai đáng lưu ý đó là: “Tỷ giá hối đoái danh nghĩa là tỷ giá mà chúng ta có thể thấy trên báo chí và các ngân hàng công bố, còn tỷ giá hối đoái thực là tỷ giá mà các tiệm vàng và thị trường chợ đen giao dịch với nhau” (thật là không chính xác!).

Câu chuyện thứ hai mà tôi muốn đề cập đến đó là trong khi các nghiên cứu ngoài nước đạt được mức độ chính xác cao về việc tính toán và vận dụng chỉ tiêu tỷ giá hối đoái thực đa phương (multilateral real exchange rate - MRER), hay tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng (real effective exchange rate - REER), thì hầu hết nghiên cứu trong nước ít khi làm được điều này. Một số khác thì tránh né việc tính toán MRER, có lẽ do công việc này quá phức tạp. Thay vào đó, người nghiên cứu chỉ tính tỷ giá hối đoái thực song phương (bilateral real exchange rate - BRER), hay đơn giản là mượn kết quả của các công trình khác hoặc kết quả tính toán sẵn có của các tổ chức khác (IMF, ADB, WB chẳng hạn) để tiếp tục làm các nghiên cứu ứng dụng của mình.

Bài viết này nhằm làm rõ hai vấn đề: (1) *phân biệt tỷ giá hối đoái danh nghĩa và tỷ giá hối đoái thực*; và (2) *tỷ giá hối đoái thực song phương và đa phương – cách thức nhận biết đồng tiền đang bị định giá cao hay thấp*. Sau đó, chúng ta sẽ có một vài bình luận về ý nghĩa của chúng.

Tỷ giá hối đoái danh nghĩa và tỷ giá hối đoái thực song phương

Tỷ giá hối đoái danh nghĩa (nominal exchange rate – NER) là tỷ lệ trao đổi giữa các đồng tiền với nhau mà ta có thể dễ dàng nhận ra thông qua nhiều thông tin có thể quan sát được. Với tỷ giá song phương (giữa hai quốc gia) có thể chào dưới hai dạng: (1) số đơn vị ngoại tệ đổi lấy một đơn vị nội tệ; và (2) số đơn vị nội tệ đổi lấy một đơn vị ngoại tệ. Việt Nam thường sử dụng theo cách thứ hai. Ví dụ 22.500 VND đổi lấy 1 USD chẳng hạn.

Tỷ giá hối đoái thực (real exchange rate – RER) giữa hai đồng tiền bằng tỷ giá hối đoái danh nghĩa nhân với tỷ số giá cả của hai quốc gia. Công thức tính là $RER = e \cdot P^*/P$, với e là tỷ giá hối đoái danh nghĩa (số đơn vị nội tệ đổi một đơn vị ngoại tệ), P^* là giá hàng nước ngoài và P là giá hàng trong nước. Theo ý nghĩa đó, chúng ta cũng có thể hiểu rằng RER chính là tỷ số giữa giá hàng hóa nước ngoài so với giá hàng hóa trong nước (đã được quy về cùng đơn vị tiền tệ).

Giá trị của RER được tính cho quốc gia sẽ theo dạng chỉ số vì cả P , P^* và e đều được tính bằng chỉ số. Nếu $RER = 1$ có nghĩa là các hàng hóa này ngang giá nhau. $RER > 1$ thì hàng hóa nước ngoài mắc hơn một cách tương đối so với hàng hóa trong nước (hay ta nói đồng tiền nước này bị định giá thấp). Ngược lại, $RER < 1$ có nghĩa giá hàng hóa nước ngoài rẻ hơn một cách tương đối so với hàng hóa trong nước (đồng tiền nước này bị định giá cao).

Sự thay đổi của RER theo thời gian có thể do một trong ba, hay cả ba yếu tố trong công thức cấu thành nên nó thay đổi; bao gồm e , P^* và P . Lúc đó ta có công thức tương đối của RER là:

$$\% \Delta RER = \% \Delta e + \% \Delta P^* - \% \Delta P$$

với $\% \Delta P^*$ và $\% \Delta P$ lần lượt là tỷ lệ lạm phát nước ngoài và tỷ lệ lạm phát trong nước, và $\% \Delta e$ là tỷ lệ mất giá (hay lên giá) của nội tệ so với ngoại tệ mà nước nhà chọn để gắn vào.

Chi phí thực của hàng hóa và dịch vụ là gì và được đo như thế nào?

Về cơ bản, có một câu hỏi cốt lõi của kinh tế học quốc tế, đó là: “Làm thế nào chúng ta có thể biết được một đồng tiền nào đó đang bị *định giá cao* (overvalued) hay bị *định giá thấp* (undervalued)? Trả lời chính xác câu hỏi này sẽ giúp hiểu rõ nhiều nguyên nhân ngấm ngấm gây ra các tranh chấp thương mại và cạnh tranh giữa các quốc gia. Đương nhiên, làm được điều này không phải dễ.

Thực ra, lịch sử cho thấy George Soros đã từng trả lời cho câu hỏi này khi ông đặt cược thành công và thắng 1 tỷ đô la bằng cách tấn công và đánh bại bảng Anh vào năm 1992. Từ đó mở ra kỷ nguyên mới về đầu cơ tiền tệ trên quy mô lớn phạm vi toàn cầu. Sau khi đồng bảng sụp đổ, Anh đã rời khỏi cơ chế tỷ giá hối đoái châu Âu và khu vực này bắt đầu hình thành một đồng tiền chung – đồng euro bây giờ. Tại sao khi các nhà tấn công đầu cơ nghĩ một đồng tiền bị định giá

cao thì họ tiến hành tấn công vào đồng tiền này? Nói khác hơn, nguồn gốc cuộc tấn công này từ đâu mà ra? Theo các nhà kinh tế học, cuộc tấn công thực hiện bởi Soros và những nhà đầu cơ khác lúc bấy giờ được tiến hành là vì họ tin rằng đồng bảng đã bị định giá cao.

Hầu hết chúng ta đều quen thuộc với tỷ giá hối đoái danh nghĩa (*NER*), giá của một đồng tiền theo một đồng tiền khác. Vấn đề thực chất nằm ở chỗ một người, hay một doanh nghiệp mua một đồng tiền này và từ bỏ đồng tiền kia là bởi vì *sức mua* của đồng tiền họ muốn có. Tại sao người dân nhiều nước trong đó có Việt Nam muốn nắm giữ USD? Các nhà kinh tế học một lần nữa trả lời rằng đây là vấn đề của tỷ giá hối đoái thực (*RER*) - là cách thức đo giá hàng hóa của *một* quốc gia so với giá hàng hóa của *một* quốc gia khác, hay so với giá hàng hóa của *một nhóm* quốc gia khác, hay so với *phần còn lại* của thế giới.

Một cách dễ hiểu, người ta có thể đo RER giữa hai quốc gia theo hình thức đại diện của một hàng hóa như Big Mac - một loại bánh mì kẹp thịt của McDonald được bán ở nhiều quốc gia hiện nay. Nếu RER là 1, hàm ý cái bánh này có giá như nhau theo nghĩa giá cả của chúng được biểu hiện thông qua những đồng tiền của từng nước là bằng nhau. Trong một thế giới lý tưởng chỉ có một sản phẩm, ngang bằng sức mua (purchasing power parity - PPP) của đồng tiền này cũng tương tự như của đồng tiền kia thì RER bằng 1. Các nhà kinh tế học gọi đây là hiện tượng *ngang bằng sức mua tuyệt đối*.

Nhưng thực tế thì cái bánh này lại không bán đúng hiện tượng ngang giá được mô tả bên trên. Vì cùng một hàng hóa trên thực tế có thể được bán với giá cả khác nhau (rẻ hơn hay mắc hơn) ở những quốc gia khác nhau. Tận dụng cơ hội này, trong thương mại sẽ xuất hiện hiện tượng kinh doanh chênh lệch giá. Quá trình này tiếp diễn, ít nhất là về mặt lý thuyết thương mại tự do, cho đến khi giá cả ở hai nơi ngang nhau trở lại (hay RER sẽ quay lại 1).

Có nhiều loại chi phí góp mặt vào sự hình thành giá cả của các hàng hóa. Chi phí vận chuyển và hàng rào thương mại chẳng hạn. Nhưng những loại chi phí này ngày càng có xu hướng giảm dần do sự phát triển của công nghệ và tự do hóa thương mại toàn cầu. Do vậy, mỗi khi RER lệch pha nhau thì các đồng tiền sẽ có xu hướng bị sức ép thay đổi - hoặc là lên giá hoặc là giảm giá. Thông thường, đối với những đồng tiền bị *định giá cao* thì đồng tiền nước đó có xu hướng bị *sức ép giảm giá*; trong khi những đồng tiền bị *định giá thấp* sẽ bị *sức ép lên giá*. Câu chuyện sẽ trở

nên phức tạp hơn rất nhiều nếu các nhân tố tác động làm bóp méo RER là các chính sách của chính phủ làm cản trở sự xác lập trạng thái cân bằng thông thường của tỷ giá hối đoái. Đây chính là vấn đề gây ra các tranh chấp thương mại giữa các quốc gia như chúng ta từng thấy xảy ra giữa Hoa Kỳ, châu Âu (Đức) và Trung Quốc - vấn đề được bàn luận nhiều là liệu rằng Trung Quốc (và Đức) có đang can thiệp tỷ giá để hưởng lợi thương mại hay không?.

Làm thế nào để biết chính xác một đồng tiền đang bị định giá cao hay thấp?

Thực tế cũng không đơn giản khi so sánh ngang bằng sức mua (PPP) khi mà các quốc gia tham gia mua bán nhiều hơn một sản phẩm. Các nhà kinh tế học thường đo RER bằng cách sử dụng một rổ bao gồm nhiều hàng hóa. Như trong môn học kinh tế vĩ mô đã hướng dẫn, giá của một rổ hàng thường được đo dưới dạng chỉ số giá bao gồm nhiều hàng hóa và dịch vụ (chỉ số giá tiêu dùng CPI cho hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng, chỉ số khởi lạm phát GDP cho hàng hóa và dịch vụ sản xuất ở một quốc gia chẳng hạn), vì vậy mà RER cũng được biểu diễn dưới dạng chỉ số để có thể so sánh theo thời gian.

Các chỉ số RER giữa các quốc gia đóng vai trò quan trọng vì chúng chính là chỉ số *đo lường khả năng cạnh tranh về giá* hàng hóa và dịch vụ giữa các nước. Do vậy, RER sẽ có tác động lên xuất nhập khẩu và cán cân thương mại - những chỉ tiêu quan trọng của nền kinh tế dưới cấp độ vĩ mô và đối với từng doanh nghiệp ở cấp độ vi mô. Thực ra, RER biến đổi không đơn thuần do thay đổi của năng suất hay cạnh tranh trên thị trường tự do mà có thể do sự can thiệp của các chính sách chính phủ. Chính vì thế, những kết quả thâm hụt thương mại có dấu hiệu tác động của RER có thể trở thành vấn đề chính trị và sự tranh chấp thương mại kéo dài.

Trong hầu hết mọi trường hợp, các nhà kinh tế và các nhà làm chính sách quan tâm nhiều hơn đến **tỷ giá hối đoái thực hiệu dụng** (*real effective exchange rate - REER*) hay còn gọi là **tỷ giá hối đoái thực đa phương** (*multilateral real exchange rate - MRER*) khi muốn đo lường độ lệch hướng (bị định giá cao hay thấp) của một đồng tiền. Đơn giản là vì một quốc gia không chỉ giao dịch thương mại với chỉ một quốc gia mà còn với rất nhiều các quốc gia khác. REER hay MRER là trung bình của các tỷ giá hối đoái thực song phương giữa quốc gia đó với mỗi quốc gia bạn hàng thương mại của nó, có tính đến trọng số của tỷ phần thương mại tương ứng của mỗi quốc gia bạn hàng. Do là số đo trung bình nên MRER có thể được xem là không bị lệch về hướng bị

định giá cao hay định giá thấp một cách tương đối so với một hay nhiều quốc gia bạn hàng của mình. Nếu số đo này không bị lệch hướng thì được xem là MRER “cân bằng”

Công thức tính MRER:
$$MRER_{j,t} = \sum_{i=1}^N w_i \cdot BRER_{j/i,t}$$

Với $MRER_{j,t}$ là chỉ số tỷ giá hối đoái thực đa phương nước j so với N quốc gia bạn hàng ($i=1 \dots N$); w_i là trọng số ngoại thương quốc gia i trong thương mại đối với quốc gia j; $BRER_{j/i,t}$ các chỉ số tỷ giá hối đoái thực song phương của quốc gia j đối với quốc gia i ở năm t.

Như vậy, để xác định xem một đồng tiền có bị định sai giá trị hay không và nếu có thì sai lệch là bao nhiêu, chúng ta có thể cần đến MRER, có nghĩa là phải tính MRER theo thời gian để so với một cột mốc của một năm cơ sở nào đó được chọn. Theo thuyết ngang bằng sức mua, dù là tuyệt đối hay tương đối, đều nhấn mạnh rằng MRER sẽ không thay đổi theo thời gian nếu các đồng tiền đang ở trạng thái cân bằng.

Những điều quan trọng cần lưu ý khi xem xét ý nghĩa của MRER

Thực tế là MRER đã biến thiên khá nhiều ở nhiều quốc gia, nhất là ở các nước đang phát triển. Do mô thức tiêu dùng có thể thay đổi và thực tế đã thay đổi nhanh hơn các rổ hàng hóa thị trường mà các cơ quan thống kê xây dựng để tính toán. Bên cạnh đó, các chính sách thương mại, hàng rào thuế quan và chi phí vận chuyển cũng thay đổi. Ngay cả khi chi phí vận chuyển và hàng rào thuế quan đã giảm đi nhanh chóng trong nhiều thập niên qua và các rổ hàng hóa tiêu dùng giữa các quốc gia ngày càng có xu hướng đồng nhất thì sự biến động của MRER cũng vẫn diễn ra khá lớn. Do vậy, sự biến thiên lệch hướng của MRER trở nên phức tạp.

Nhưng không phải tất cả các biến động lớn của MRER đều nên được diễn dịch như là các chỉ báo của sự lệch hướng cân bằng. *Một số những điều chỉnh lớn của MRER đánh dấu sự điều chỉnh mang tính điều hòa và có tính khách quan.* Có thể có những nhân tố bên cạnh chi phí vận chuyển, thị hiếu và thuế quan lại đóng vai trò quan trọng trong việc di chuyển MRER của một đồng tiền mà thực ra là nó không bị lệch pha ra khỏi trạng thái cân bằng. *Tiến bộ công nghệ làm*

tăng năng suất của các hàng hóa có thể ngoại thương¹ (tradable goods) được xem là một trong những nhân tố này. Năng suất cao hơn làm giảm chi phí sản xuất, từ đó làm giảm giá cả của những hàng hóa có thể ngoại thương được sản xuất ra ở các quốc gia có năng suất cao, rồi lan sang làm giảm giá cả của các hàng hóa có thể ngoại thương ở những nước khác thông qua cạnh tranh và thương mại quốc tế.

Điều cần xem xét là không phải tất cả các hàng hóa đều có thể ngoại thương. Rất nhiều khu vực hàng hóa là hàng không thể ngoại thương (non-tradable goods), như nhà ở hay dịch vụ cá nhân. Những loại hàng này rất ít phải đối mặt với cạnh tranh giá quốc tế. Do vậy, giá cả của những hàng hóa có thể ngoại thương sẽ có xu hướng giảm một cách tương đối so với giá của những hàng hóa không thể ngoại thương. Vì vậy đối với những quốc gia có trọng số hàng hóa không thể ngoại thương lớn trong rổ hàng hóa tiêu dùng của mình, chỉ số giá tiêu dùng của quốc gia đó sẽ tăng một cách tương đối so với rổ hàng hóa tiêu dùng quốc tế hay của các nước bạn hàng cạnh tranh; cũng chính vì vậy mà MRER của quốc gia này sẽ có xu hướng lên giá (đang bị định giá thấp vì $RER = P_T/P_N$ bị giảm). Cơ chế này thường được tham chiếu như là “Hiệu ứng Balassa-Samuelson” (Balassa-Samuelson effect²). Cả lý thuyết và dữ liệu đều ủng hộ rằng rất nhiều sự biến thiên MRER giữa các quốc gia có kết quả từ sự biến động về giá cả của các hàng hóa phi ngoại thương một cách tương đối so với hàng hóa ngoại thương, nhất là giữa các nước đang phát triển.

Những thay đổi có tính lâu dài của *điều kiện trao đổi ngoại thương* (terms of trade – TOT) (như trường hợp của các nước xuất khẩu dầu hỏa đã và đang trải qua một khi giá dầu tăng/giảm đột biến kéo dài) và sự khác biệt về *chính sách tài khóa, thuế quan và ngay cả sự phát triển tài chính*

¹ RER còn được xét ở góc độ là một tỷ số giữa giá hàng có thể ngoại thương (P_T) và giá hàng không thể ngoại thương (P_N). Hàng có thể ngoại thương là hàng có thể mua bán xuyên quốc gia và giá của chúng phụ thuộc giá thế giới (P^*), trong khi hàng không thể ngoại thương là hàng sản xuất và tiêu dùng chỉ trong phạm vi quốc gia, thiếu không thể nhập khẩu và thừa không thể xuất khẩu và giá của chúng phụ thuộc vào giá trong nước (P). Vì $RER = e \cdot P^*/P$ cũng có thể viết là $RER = P_T/P_N$

² Các quốc gia có tăng trưởng năng suất cao cũng trải qua tăng trưởng tiền lương cao, từ đó kéo theo tỷ giá hối đoái có xu hướng lên giá. Hiệu ứng **Balassa-Samuelson** cho rằng tăng lương trong khu vực hàng có thể ngoại thương của một nền kinh tế thị trường mới nổi cũng sẽ dẫn đến tăng lương cao hơn trong khu vực hàng không thể ngoại thương (dịch vụ) của nền kinh tế. www.investopedia.com/terms/b/balassasamuelson-effect.asp

và thị trường ngoại hối cũng có thể giúp giải thích lý do tại sao các số đo MRER có thể khác nhau giữa các quốc gia và biến thiên theo thời gian. Các nhà kinh tế cố gắng đưa tất cả các nền tảng cơ bản tác động đến của tỷ giá hối đoái thực này vào việc ước tính MRER “cân bằng”, theo đó họ có niềm tin cho rằng nếu như không thực sự bị lệch hướng thì tỷ giá hối đoái thực đa phương MRER “thực tế” nên xoay quanh giá trị “cân bằng” của nó.

Ngoài ra, ước tính tỷ giá hối đoái thực “cân bằng” MRER có thể trở nên khó khăn và thực sự thách thức vì các mức giá cả đôi khi có tính cứng nhắc trong ngắn hạn (theo quan điểm Keynes) và tỷ giá hối đoái danh nghĩa thì có thể thường xuyên thay đổi (nhất là ở các nước mà tỷ giá được xác định bởi thị trường). Vì vậy mà các số đo MRER về cơ bản là phản ánh những biến động đột ngột trong ngắn hạn nhằm đáp lại những vấn đề mang tính thời sự hay những mâu thuẫn thương mại. Điều đó có thể dẫn đến sự lệch pha lớn của MRER thực tế so với MRER cân bằng và có thể dẫn đến những cuộc khủng hoảng khi mà MRER phát tín hiệu rằng nó đang bị định giá cao, tấn công tiền tệ và kỳ vọng mất giá đồng tiền diễn ra, dòng vốn “tháo chạy”, hiện tượng “dùng đột ngột” xuất hiện bất ngờ, “rút vốn ồ ạt ở các ngân hàng” và khủng hoảng tài chính là không thể tránh khỏi. Do vậy, IMF và các tổ chức quốc tế khác luôn đề ý đến BRER và MRER vì tầm quan trọng của chúng chứ không chỉ các nhà làm chính sách quốc gia.

Tài liệu tham khảo

Ahmet N. Kipici & Mehtap Kesriyeli (1997), The Real Exchange Rate Definitions and Calculations, Central Bank of the Republic of Turkey, Research Department, No. 97/1.

David A. Moss (2014), A Concise Guide to Macroeconomics – What Managers, Executives, and Students Need to Know, *Harvard Business School Press*, 2nd edition.

Luci Ellis (2001), Measuring The Real Exchange Rate: Pitfalls and Practicalities, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, RBA Research Discussion Paper No. 2001-04.

Goswami, G.G. & Sarker, M. (2011), Nominal and Real Effective Exchange Rates for Bangladesh 1973:07-2008:12, *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Vol. 2, No. 6, pp.263-274.

Paul R. Krugman, Maurice Obstfeld, and Marc J. Melitz, *International Economics: Theory and Policy*, Ninth Edition, Pearson Publisher, 2012.

Rajan Govil (2014), Exchange Rates: Concepts, Measurements and Assessment of Competitiveness, (International Monetary Fund and Regional Training Institute – Singapore).