

Ghi chú Bài giảng 23

Đô-la hóa tài chính

Trong các bài giảng gần đây, chúng ta đã thảo luận các vấn đề vĩ mô mà các nước đang phát triển gặp phải khi tự do hóa khu vực tài chính và hội nhập vào thị trường vốn toàn cầu. Ta thấy rằng việc giải phóng lãi suất nội địa và cho phép các ngân hàng tự do hơn trong vận hành có thể giúp chuyển nhiều tiết kiệm hơn cho khu vực ngân hàng, tập hợp nhiều vốn hơn cho các nhà sản xuất và người tiêu dùng vay (đôi khi cả chính phủ, dù đây không phải là tác động chủ đích). Nhưng cũng có những tác động tiêu cực đi kèm với tự do hóa tài chính. Gây thiệt hại nhất là tăng khả năng xảy ra khủng hoảng tiền tệ và ngân hàng, đây thường là kết quả của các dòng vốn lớn đổ vào và chảy ra gây bất ổn khu vực tài chính nội địa.

Thường thì những tác động tiêu cực này không liên quan gì đến quản lý kinh tế vĩ mô *trong nước*, nhưng lại do các yếu tố *bên ngoài* gây ra. Khi lãi suất giảm ở Mỹ, các nhà đầu tư Mỹ ra nước ngoài để tìm lợi suất cao hơn. Do đó dòng vốn vào gia tăng ở thị trường mới nổi ngay cả khi các chính sách nội địa không thay đổi. Ngược lại, vốn có thể rời khỏi một nước đơn giản vì nước láng giềng hay thậm chí một nền kinh tế mới nổi nào đó ở bên kia trái đất gặp rắc rối. Các nhà đầu tư bị chi phối bởi hành vi bầy đàn, tạo nên *tác động lây lan*. Đồng tiền Indonesia không bị định giá quá cao năm 1997 khi bị tấn công trên thị trường quốc tế. Nhưng sự sụp đổ của đồng bath Thái Lan đã gieo vào đầu các nhà đầu tư ý tưởng rằng những đồng tiền Đông Nam Á khác sẽ không thể đứng vững trước trào lưu báo thối qui mô lớn trên thị trường quốc tế.

Đô-la hóa tài chính

Một trong những hệ quả ngoài dự định của tự do hóa tài chính là các khoản nợ ngân hàng (tiền gửi) và tài sản (vốn vay) thực tế bị đô-la hóa. Trong điều kiện tự do hóa tài chính giúp người dân và doanh nghiệp tiếp cận được vốn hải ngoại, chính phủ phải chọn giữa việc cho phép một tỉ lệ giao dịch nhất định diễn ra bằng đô-la, hoặc đẩy những giao dịch này vào thị trường phi chính thức hoặc nước ngoài. Khả năng thực hiện giao dịch quốc tế bằng đô-la tạo cơ hội đầu tư chống lại đồng nội tệ. Nếu người dân và doanh nghiệp không tin tưởng vào đồng nội tệ, họ sẽ chọn giữ tài sản bằng đô-la. Tuy nhiên, cấm họ giao dịch không phải là chọn lựa khả thi. Nó chỉ đơn thuần giảm đi số lượng trung gian tài chính xảy ra thông qua hệ thống ngân hàng chính thức, đẩy hộ gia đình và doanh nghiệp vào khu vực phi chính thức, mà không làm giảm đi tầm quan trọng của đô-la.

Kết quả cuối cùng là đô-la hóa tài chính, khi hầu hết giao dịch (mua hàng hóa và dịch vụ) vẫn diễn ra bằng đồng tiền quốc gia, nhưng có tỉ lệ đáng kể vốn vay và tiền gửi là bằng đô-la. Đô-la hóa tài chính hay một phần là khác với đô-la hóa toàn bộ, là khi quốc gia hủy bỏ đồng tiền của mình và sử dụng đô-la cho mọi giao dịch trong nước. Ecuador và El Salvador là hai ví dụ của nền kinh tế đô-la hóa toàn bộ, nhưng không có nhiều. Chi phí của việc đô-la hóa toàn bộ rất cao vì một khi quốc gia đã thực hiện mọi hoạt động kinh doanh bằng đô-la Mỹ thì cũng đồng nghĩa với việc từ bỏ sự tự chủ tiền tệ của mình. Cũng có những lợi ích dưới dạng lạm phát thấp hơn (ngân hàng trung ương không thể in tiền) nhưng không có khả năng phá giá đồng tiền hay điều chỉnh lãi suất có nghĩa là tăng trưởng có thể chậm hơn.

Đô-la hóa tài chính phổ biến hơn đô-la hóa toàn bộ. Hộ gia đình và doanh nghiệp chọn giữa tài sản và nợ đô-la vì họ không tin vào giá trị dài hạn của nội tệ. Việt Nam thuộc dạng đô-la hóa một phần. Khoảng 20% tiền gửi ngân hàng nội địa là đô-la, tỉ lệ này đang giảm từ 2001. Nhưng nó giảm không phải vì tiền gửi đô-la giảm, mà ngược lại, vì tiền gửi đô-la đã tăng lên 20% GDP. Tỉ lệ đô-la trên tổng tiền gửi đang giảm vì tiền gửi VND tăng nhanh chóng, có liên quan đến sự tăng trưởng nhanh của tín dụng: nhớ rằng khi vay bạn nhận tiền trong tài khoản ngân hàng, đó là tiền gửi. Do đó tiền gửi tăng một phần chính là vốn vay tăng. Chúng ta không biết hoạt động cho vay ở Việt Nam có bao nhiêu là bằng đô-la, nhưng theo cân đối giữa nợ và tài sản của các ngân hàng thì con số này là khoảng 20%. Hơn nữa, tỉ lệ đô-la trên tổng tiền gửi không bao gồm vàng nằm ngoài hệ thống ngân hàng, mà qui mô có lẽ khoảng 40 tỉ đô-la.

Điều gì gây ra đô-la hóa tài chính? Ngắn và đơn giản là lạm phát. Nếu lạm phát nội địa (Việt Nam) lớn hơn lạm phát nước ngoài (US), thì người dân sẽ dùng nội tệ cho các giao dịch trước mắt nhưng dùng ngoại tệ để lưu giữ giá trị.

Nhưng liệu ngang bằng lãi suất có duy trì không, hay lãi suất tiền gửi kỳ hạn có đủ để bù đắp cho người tiết kiệm khi đồng tiền mất giá? Đôi khi có đôi khi không. Doanh nghiệp và hộ gia đình sẽ hình thành kỳ vọng về khả năng đồng tiền sẽ mất giá *đủ chậm* mang lại lãi suất thực dương cho tiết kiệm, hay *đủ nhanh* đến chuyển lãi suất thực thành âm. Tỉ giá càng biến động, thì càng có khả năng hộ gia đình và doanh nghiệp nội địa giữ ngoại tệ để giảm thiểu rủi ro.

Do đó biến động tỉ giá và lạm phát là những nguyên nhân chính gây đô-la hóa tài chính. Chính phủ có thể vô tình tăng đô-la hóa khi áp trần lãi suất, ngăn lãi suất tiền gửi tăng lên cao để bù cho mức trượt tỉ giá kỳ vọng. Quyết định của chính phủ áp trần lãi

suất ở Việt Nam tháng 12/2010 có lẽ đã thuyết phục hộ gia đình và doanh nghiệp giữ đô-la.

Đô-la hóa cũng phổ biến ở các nước có tỉ giá hối đoái cố định. Khi tỉ giá thả nổi, và khi doanh nghiệp và hộ gia đình tin rằng cơ chế tỉ giá sẽ không thay đổi, thì họ có ít động cơ để giữ đô-la. Nhưng nếu tỉ giá cố định, có xác suất khác không rằng cơ chế tỉ giá sẽ sụp đổ (ngân hàng trung ương không thể bảo vệ mức cố định). Xác suất này có thể nhỏ, nhưng không thể bỏ qua vì tác động tiềm tàng của nó rất lớn. Nhớ rằng đồng rupiah Indonesia đang được giao dịch 2.300 một đô-la vào tháng 6/1997 và 14.800 tháng giêng 1998. Nếu người dân gán một xác suất dương cho một vụ sụp đổ đồng tiền lớn, họ sẽ bỏ mặc mức ngang bằng lãi suất và giữ đồng tiền an toàn.

Yeyati (2006) cũng chỉ ra rằng đô-la hóa tài chính đi kèm với các hệ thống tài chính nông cạn hơn.¹ Có nghĩa là không nhất thiết đô-la hóa sẽ thu hút nhiều tiền vào hệ thống ngân hàng. Thực tế, diễn biến ngược lại đúng hơn, mặc dù mối quan hệ không phải là quá gần. Có thể thấy ở Việt Nam khả năng mở tiết kiệm ngân hàng bằng đô-la và đi vay đô-la trong hệ thống ngân hàng chính thức đã làm tăng hoạt động trung gian thông qua hệ thống ngân hàng. Nhưng nhiều doanh nghiệp và hộ gia đình vẫn giữ đô-la ngoài ngân hàng.

Tâm lý ỷ lại cũng có vai trò trong đô-la hóa. Nếu doanh nghiệp tin rằng chính phủ sẽ giải cứu họ khi xảy ra mất giá mạnh đồng tiền, thì họ sẽ vay đô-la để có lãi suất thấp mà không cần thực hiện các bước hedging rủi ro tiền tệ. Chính phủ có thể muốn thông tin đến người vay là sẽ không hỗ trợ nếu họ không trả được nợ đô-la. Nhưng khi sự việc thật sự xảy ra thì chính phủ khó đứng ngoài để mặc những doanh nghiệp này phá sản. Nếu họ “quá lớn để sụp” thì chính phủ có thể phải giúp họ để bảo vệ các ngân hàng.

Chúng ta có nên lo vấn đề đô-la hóa không? Một số người lập luận rằng đô-la hóa tài chính là công cụ hữu dụng để quản lý rủi ro và không nên cấm đoán. Họ cho rằng theo định nghĩa, tài sản và nợ đô-la nắm giữ trong nước tổng gộp lại bằng zero (nghĩa là, tiền vay và gửi bằng đô-la bù trừ nhau, không tính vay từ người nước ngoài). Ngân hàng cho vay đô-la mà họ nhận gửi trước đó. Do đó tính tổng thể nền kinh tế, loại tiền mà ngân hàng sử dụng cho vay và huy động có quan trọng hay không?

Vấn đề của cách lập luận này là doanh nghiệp và hộ gia đình đang giữ tiền gửi đô-la là rất khác với những doanh nghiệp và hộ gia đình đi vay đô-la. Khi đồng nội tệ mất giá,

¹ Eduardo Levy-Yeyati (2006) “Financial Dollarization: Evaluating the Consequences,” *Economic Policy*, 21:45, January.

một số người đi vay đô-la có thể không trả được nợ. Ai khác giữ nhiều đô-la không quan trọng. Vấn đề là ngân hàng sẽ ôm rất nhiều nợ xấu. Hơn nữa, tài sản đô-la không nhất thiết được giữ trong hệ thống ngân hàng. Hộ gia đình và doanh nghiệp sẽ giữ tiền mặt và vàng, dễ dàng chuyển thành đô-la và nội tệ. Khi các tài sản đô-la hóa tích tụ nhiều thì chúng thực chất mở cửa tài khoản vốn, ở qui mô mà một trữ lượng đô-la tồn tại trong nước có thể được dùng để đầu cơ chống lại nội tệ.

Tác động tiêu cực của đô-la hóa tài chính

Tác động tiêu cực của đô-la hóa là gì? Thứ nhất, đô-la hóa gây khó khăn cho ngân hàng trung ương trong việc thực hiện chính sách tiền tệ. Cầu nội tệ có thể biến động mạnh, doanh nghiệp và hộ gia đình sẽ giữ và bán đô-la theo những thay đổi trong kỳ vọng tỉ giá. Những nỗ lực của ngân hàng trung ương vực dậy nền kinh tế thông qua tăng cung tiền sẽ trở nên *quá* hiệu quả (nghĩa là có tính lạm phát cao) vì cầu nội tệ sẽ giảm và người dân lại chuyển sang đô-la.

Thứ hai, như đã đề cập, nếu doanh nghiệp và hộ gia đình tích lũy đô-la và vàng ngoài hệ thống ngân hàng, tác động sẽ mô phỏng theo tài khoản vốn mở, khiến chính phủ đối mặt với 3 vấn đề nan giải. Nếu tài khoản vốn thực chất mở, chính phủ không thể có chính sách tiền tệ độc lập và tỉ giá cố định. Tỉ giá hoặc lãi suất phải thụ động: nếu ngân hàng trung ương muốn cố định tỉ giá, thì phải ấn định lãi suất tương ứng.

Thứ ba, và quan trọng nhất, đô-la hóa đi kèm với rủi ro khủng hoảng ngân hàng gia tăng do bất cân đối tiền tệ. Trong trường hợp mất giá lớn – như Indonesia 97-98, ngân hàng và công ty tài chính nhanh chóng mất khả năng trả nợ. Doanh nghiệp vay bằng đô-la nhưng thu về bằng rupiah không thể trả nợ và lập tức vỡ nợ. Khi khách hàng vay phá sản thì chính các ngân hàng cũng không thể duy trì khả năng thanh toán lâu dài. Hầu hết các hệ thống luật định đòi hỏi ngân hàng phải cân đối giữa nợ và tài sản ngoại hối của mình. Đây cũng là trường hợp ở Việt Nam. Đến 2001 các ngân hàng Việt Nam nắm giữ lượng tài sản nước ngoài lớn, có lẽ vì họ thu được lợi suất cao hơn ở nước ngoài so với trong nước do thị trường vốn kém phát triển. Nhưng trong thập niên vừa qua, tình hình này đã đảo ngược, các ngân hàng Việt Nam chủ yếu giữ vừa đủ tài sản nước ngoài để dự phòng cho số nợ ngoại tệ của mình. Vì lý do đó, nguy cơ chính đối với các ngân hàng xuất phát từ chính chất lượng các khoản vay nội địa của họ.

Phi đô-la hóa

Tính cân bằng, đô-la hóa không thúc đẩy ổn định vĩ mô vì nó làm cho chính sách tiền tệ kém hiệu quả và tăng rủi ro khủng hoảng ngân hàng. Các nước bị đô-la hóa sẽ triệt tiêu

nó như thế nào? Tiếc thay, không có “phương thuốc nhanh”. Phi đô-la hóa đòi hỏi thời gian.

Trong ngắn hạn, trọng tâm phải là giảm rủi ro khủng hoảng. Những qui định cần trọng là cần thiết để đảm bảo ngân hàng hạn chế mức độ tiếp xúc rủi ro tỉ giá của mình. Các mức trần tiếp cận ngoại hối ròng làm giảm rủi ro ngân hàng thất bại trong trường hợp có phá giá đồng tiền bất ngờ. Các ngân hàng phải được yêu cầu dự phòng cho số nợ đô-la của mình (tiền gửi) bằng những tài sản đô-la để thanh khoản. Đứng trước mức cầu đô-la đột biến, ngân hàng phải có khả năng thu đô-la nhanh chóng hoặc từ tiền gửi ở ngân hàng trung ương hoặc từ hải ngoại.

Trong dài hạn, chính sách tiền tệ và ngân sách vững mạnh là cần thiết để xây dựng lòng tin vào nội tệ. Lạm phát và kỳ vọng phá giá là nguồn gốc đô-la hóa. Cần có thời gian để thuyết phục hộ gia đình và doanh nghiệp trong nước rằng chính phủ cam kết hạ lạm phát và giữ tỉ giá ổn định. Nhưng không có gì thay thế được ổn định vĩ mô. Việc phát triển thị trường trái phiếu chính phủ và tư nhân trong nước cũng cần thiết, vì thị trường này cung cấp nhiều phương tiện đầu tư nội tệ qua nhiều kênh khác nhau. Nếu đủ tin cậy và thanh khoản, trái phiếu nội địa mang lại chọn lựa lưu giữ giá trị có rủi ro thấp so với tài sản ngoại tệ.