

TIỀN SỰ LỄ VĨNH ĐẠNH



# TIỀN & HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG

MINH QUÝ TỰU BẢN GIỚI TRUNG HÀ NỘI



## **THÔNG TIN SÁCH**

- *Tên sách:* Tiêu và hoạt động ngân hàng
- *Thể loại:* Sách nghiên cứu
- *Tác giả:* TS. Lê Vinh Danh
- *Nhà xuất bản:* NXB Giao thông vận tải
- *Tổng số trang:* 694
- *Khổ giấy:* A5
- *Hình thức:* Bìa mềm
- *In và nộp lưu chiểu:* Quý III năm 2009
- *Giá bìa:* 125.000VND



## MỤC LỤC

LỜI GIỚI THIỆU .....	5
LỜI NÓI ĐẦU .....	6
PHẦN I - TIỀN TỆ, CHỨC NĂNG VÀ VAI TRÒ .....	8
Chương 1 - SỰ RA ĐỜI CỦA TIỀN TỆ .....	10
1.1. SƠ LUẬC LỊCH SỬ .....	10
1.2. SỰ PHÁT TRIỂN CỦA TIỀN TỆ .....	12
Chương 2 - HỆ THỐNG TIỀN TỆ .....	15
2.1. CÁC LOẠI TIỀN TỆ HIỆN NAY .....	15
2.1.1. Tiền có giá trị thực .....	15
2.1.2. Tiền quy ước .....	16
2.2. Hệ thống tiền tệ ngày nay .....	23
2.2.1. Tiền mạnh .....	24
2.2.2. Các loại tiền - tài sản khác .....	25
2.3. TIỀN TỆ TRONG TƯƠNG LAI .....	30
Chương 3 - CHỨC NĂNG VÀ VAI TRÒ CỦA TIỀN TỆ .....	33
3.1. PHƯƠNG TIỆN TRAO ĐỒI .....	33
3.2 PHƯƠNG TIỆN BẢO TỒN GIÁ TRỊ .....	34
3.3. ĐƠN VỊ TÍNH TOÁN .....	35
3.4. PHƯƠNG TIỆN THANH TOÁN .....	36
3.5. CÔNG CỤ ĐỂ ĐIỀU TIẾT KINH TẾ .....	36
PHẦN II - HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG .....	38
Chương 4 - LỊCH SỬ HÌNH THÀNH HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG .....	39
4.1. HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG SƠ KHAI .....	39
4.2. HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG GIAI ĐOẠN II .....	41
4.3. HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG GIAI ĐOẠN III .....	44
4.4. NGÂN HÀNG TRONG GIAI ĐOẠN HIỆN ĐẠI .....	46
Chương 5 - HỆ THỐNG NGÂN HÀNG HIỆN NAY .....	50
5.1. HỆ THỐNG NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG .....	50
5.1.1. Tính chất và cơ cấu tổ chức của ngân hàng trung ương .....	50
5.1.2. Mạng lưới của ngân hàng trung ương .....	60
5.2. HỆ THỐNG NGÂN HÀNG TRUNG GIAN .....	61
5.2.1. Các loại ngân hàng trung gian .....	63
5.2.2. Cơ cấu tổ chức và mạng lưới .....	69
5.3. CÁC TỔ CHỨC TRUNG GIAN TÀI CHÍNH KHÁC .....	71
5.3.1. Các tổ chức tín dụng .....	72
5.3.2. Hiệp hội cho vay và tiết kiệm .....	74
5.3.3. Các công ty bảo hiểm .....	75
5.3.4. Các công ty tài chính .....	77
5.3.5. Các quỹ tương trợ .....	77
5.3.6. Các quỹ trợ cấp và hưu trí .....	78
5.3.7. Các công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán .....	79
Chương 6 - HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG .....	82
6.1. PHÁT HÀNH TIỀN .....	82
6.1.1. Nguyên lý của việc phát hành tiền .....	82
6.1.2. Các cách phát hành tiền .....	85
6.2. CHỦ NGÂN HÀNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG TRUNG GIAN .....	90
6.2.1. Trung tâm thanh toán, chuyển nhượng, bù trừ của các ngân hàng trung gian .....	90
6.2.2. Quản lý hoạt động dự trữ bắt buộc của hệ thống ngân hàng trung gian: .....	91
6.2.3. Cứu cánh cho vay cuối cùng của hệ thống ngân hàng trung gian .....	96
6.3. CHỦ NGÂN HÀNG CỦA CHÍNH PHỦ .....	98

6.3.1. Mở tài khoản và đại lý tài chính cho chính phủ .....	98
6.3.2. Cố vấn về các chính sách tài chính cho chính phủ.....	102
6.4. QUẢN LÝ DỰ TRỮ QUỐC GIA .....	102
6.5. QUẢN LÝ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH QUỐC GIA.....	105
6.6. ĐIỀU TIẾT KINH TẾ VĨ MÔ.....	106
6.7. LỢI TỨC VÀ CHI TIÊU .....	108
<b>Chương 7: HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG GIAN.....</b>	<b>112</b>
7.1. BALANCE SHEET VÀ NHỮNG HOẠT ĐỘNG BUỚC ĐẦU CỦA MỘT NGÂN HÀNG .....	112
7.2. PHÂN LOẠI VÀ QUẢN LÝ TÀI SẢN NỢ .....	116
7.2.1. Tiền gửi không kỳ hạn .....	116
7.2.2. Tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm.....	119
7.2.3. Các khoản vay ngắn hạn từ thị trường .....	121
7.2.4. Vay của ngân hàng trung ương .....	125
7.2.5. Vốn cổ phần và các khoản vay từ công ty mẹ .....	126
7.3. PHÂN LOẠI VÀ QUẢN LÝ TÀI SẢN CÓ .....	127
7.3.1. Dự trữ tiền mặt .....	128
7.3.2. Đầu tư vào chứng khoán: .....	141
7.3.3. Cho vay .....	143
7.3.4. Các loại tài sản có khác.....	147
7.4. LÃI SUẤT VÀ VÂN ĐÈ TỐI ĐA HÓA LỢI NHUẬN.....	150
7.4.1. Lãi suất.....	150
7.4.2. Vân đề tối đa hóa lợi nhuận .....	159
7.5. VỐN CỔ PHẦN, THANH KHOẢN VÀ KHẢ NĂNG CHI TRẢ .....	165
7.5.1. Dự trữ và thanh khoản.....	165
7.5.2. ER và công thức BAUMOL - TOBIN .....	166
7.5.3. Vốn cổ phần, khả năng chi trả và tình trạng phá sản .....	167
7.6. BÁO CÁO HÀNG NĂM .....	173
<b>Chương 8 - HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CHỨNG KHOÁN .....</b>	<b>176</b>
8.1. HÀNG HÓA CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH .....	177
8.1.1. Khái niệm.....	177
8.1.2. Các loại hàng hóa .....	180
8.2. CÁC LOẠI THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH - CHỨNG KHOÁN .....	190
8.2.1. Phân loại theo cấp độ mua bán.....	191
8.2.2. Phân loại theo đặc trưng của hàng hóa .....	193
8.3. HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH.....	196
8.3.1. Chủ thể của thị trường.....	197
8.3.2. Mua và bán trên thị trường.....	205
8.3.3. Quyết định của nhà đầu tư cuối cùng.....	214
8.4. HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH .....	223
8.4.1. Mua bán đứt .....	223
8.4.2. Mua, bán theo thỏa thuận mua lại và chuyển dịch tương đương .....	224
<b>PHẦN III - TIỀN TỆ VÀ TÀI CHÍNH QUỐC TẾ .....</b>	<b>227</b>
<b>Chương 9 - HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ .....</b>	<b>229</b>
9.1. LỊCH SỬ CỦA HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ CẬN ĐẠI .....	229
9.1.1. Chế độ bản vị vàng.....	229
9.1.2. Thỏa thuận Bretton Woods- tỷ giá trao đổi cố định.....	231
9.2. HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ HIỆN ĐẠI .....	234
9.2.1, Tỷ giá trao đổi linh hoạt.....	234
9.2.2. Thị trường ngoại tệ và sự xác định tỷ giá .....	238
<b>Chương 10. THANH TOÁN QUỐC TẾ .....</b>	<b>271</b>

10.1. CÁN CÂN THANH TOÁN QUỐC GIA .....	271
10.1.1. Khái niệm .....	271
10.1.2. Tính chất .....	271
10.1.3. Phương thức ghi chép trên cán cân thanh toán.....	272
10.1.4. Thành phần của cán cân thanh toán.....	273
10.2. TÀI KHOẢN ĐẦU TƯ LIÊN QUỐC GIA .....	278
10.2.1. Đầu tư trực tiếp.....	278
10.2.2. Đầu tư theo danh mục.....	279
10.2.3. Chuyển vốn ngắn hạn .....	279
10.2.4. Các hình thức đầu tư khác .....	280
10.3. CÁC KHOẢN SAI SÓT VÀ KHÔNG CHÍNH XÁC .....	280
<b>PHẦN IV - TIỀN VÀ HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG TRONG NỀN KINH TẾ .....</b>	<b>284</b>
Chương 11 - CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	285
11.1. KHÁI NIỆM VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ .....	285
11.2. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ VẤN ĐỀ CUNG ỨNG TIỀN .....	285
11.2.1. Nhu cầu về tiền tệ .....	286
11.2.2. Các cách định lượng nhu cầu về tiền .....	287
11.2.3. Quan điểm của John Maynard Keynes .....	292
11.2.4. Lý thuyết định lượng của Milton Friedman .....	294
Chương 12 - TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ .....	299
12.1. LÝ THUYẾT CỦA JOHN MAYNARD KEYNES .....	299
12.1.1. Tác động của lãi suất đến sản lượng quốc gia .....	299
12.1.2. Hỗn hợp ISLM và chính sách tiền tệ .....	302
12.2. LẠM PHÁT .....	305
12.2.1. Bản chất của lạm phát .....	306
12.2.2. Nguyên nhân của lạm phát .....	311
12.2.3. Hậu quả hay cái giá của lạm phát .....	318
12.3. LẠM PHÁT - SUY THOÁI .....	325
12.3.1. Lạm phát suy thoái do chi phí đáy .....	325
12.3.2. Lạm phát suy thoái do cung ứng tiền tăng .....	326
12.3.3. Suy thoái từ các nguyên nhân khác .....	327
Chương 13 - CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT KINH TẾ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG .....	329
13.1. KHÁI QUÁT LẠI ẢNH HƯỞNG CỦA CUNG ỨNG TIỀN ĐẾN NỀN KINH TẾ .....	329
13.2. VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT NỀN KINH TẾ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG .....	331
13.2.1. Mục tiêu của điều tiết .....	331
13.2.2. Các phương thức điều tiết kinh tế hiện nay .....	332
13.2.3. Các công cụ của điều tiết .....	339
13.3. KINH NGHIỆM ĐIỀU TIẾT KINH TẾ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG ĐỨC (DEUTSCHE BUNDES BANK) .....	343
13.3.1. Tổng quan quá trình điều tiết kinh tế của Deutsche BundesBank (DBB) từ năm 1980 đến 1996 .....	344
13.3.2. Quá trình sử dụng các công cụ để điều tiết kinh tế .....	346
13.3.3. Kết luận .....	369
Chương 14 - CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ CHÍNH TRỊ .....	372
14.1. CHU KỲ CHÍNH TRỊ VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ .....	372
14.2. TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH TRỊ ĐẾN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ .....	375
14.2.1. Nguyên nhân tác động .....	375
14.2.2. Các hình thức tác động của chính trị .....	376
14.3. MỨC ĐỘ ĐỘC LẬP CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG VÀ TÌNH HÌNH KINH TẾ .....	379

14.4. TƯƠNG LAI CỦA HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG.....	380
PHẦN V - THƯ MỤC THAM KHẢO VÀ TÀI LIỆU GỌI Ý ĐỌC THÊM .....	382
PHẦN VI - PHẦN DÀNH CHO SINH VIÊN (Câu hỏi và bài tập).....	390

## LỜI GIỚI THIỆU

Lâu nay, những cuốn sách về chính sách tiền tệ và hoạt động ngân hàng bằng tiếng Việt có mặt trên các thư viện, tủ sách của các cơ quan nghiên cứu, trường học là khá nhiều, nhưng hiếm có cuốn nào có thể thay thế cho cuốn sách mà bạn đọc đang có trong tay - **Tiền và hoạt động ngân hàng** của tác giả Lê Vinh Danh, giảng viên Trường Đại học đại cương thuộc Đại học Quốc gia TP. HCM, bảo vệ luận án đề tài "Sự điều tiết kinh tế vĩ mô của Ngân hàng Trung ương".

Cuốn sách là một chuyên khảo tương đối có hệ thống về tiền tệ và hoạt động ngân hàng với nguồn tài liệu khá phong phú, cập nhật, tư liệu chủ yếu được thu thập thông qua Vụ Thông tin - Nghiên cứu và Phát triển của Ngân hàng Trung ương Thái Lan. Bằng một phong cách tiếp cận riêng, tác giả đã trình bày khá sinh động, có tính chất phổ thông hóa lịch sử quá trình phát sinh, phát triển cũng như chức năng, vai trò của tiền tệ và hoạt động ngân hàng cùng những kinh nghiệm quản lý, điều tiết của một số ngân hàng lớn của các nước trên thế giới. Cuốn sách cần dùng cho sinh viên và tất cả những ai quan tâm đến lĩnh vực tiền tệ - ngân hàng, có nhiều thông tin bổ ích phục vụ cho việc nghiên cứu học tập.

Xét thấy đây là cuốn sách hay và đáng để gửi tới những độc giả đang có nhu cầu nghiên cứu, tìm hiểu về hoạt động của hệ thống ngân hàng trong và ngoài nước, nhóm ebook chúng tôi đã tận dụng từng giờ từng phút rảnh rỗi của bản thân để cùng nhau thực hiện việc đánh máy, chỉnh sửa và dàn trang cuốn sách này.

Nhóm ebook bao gồm:

- *nth34hn*: đánh máy chương 1, chương 12, hỗ trợ đánh máy một phần chương 7 và chương 8, sửa lỗi chính tả và văn phạm, dàn trang, đóng gói ebook;
- *antonov9x*: đánh máy chương 2;
- *aivy007*: đánh máy chương 3 và chương 10;
- *petite\_poney*: đánh máy chương 4 và chương 11;
- *tieuhacphong*: đánh máy chương 5;
- *kidcule*: đánh máy chương 6;
- *trucduong1789*: đánh máy chương 7;
- *hongthuha*: đánh máy chương 8;
- *thetruongle* và *thuthaokt8x*: đánh máy chương 9;
- *quyennguyen2012*: đánh máy chương 13;
- *vkbritney*: đánh máy chương 14;
- *BLDM*: đánh máy phần kết (tài liệu tham khảo và bài tập), hỗ trợ đánh máy một phần chương 8.

Xin trân trọng gửi tới tất cả thành viên của nhóm ebook lời cảm ơn chân thành nhất bởi sự tham gia nhiệt tình, đầy tinh thần trách nhiệm của các bạn đã giúp cuốn sách được hoàn thành trong thời gian sớm nhất.

Hà Nội, ngày 20 tháng 3 năm 2010  
**Nhóm ebook**

## LỜI NÓI ĐẦU

Kinh nghiệm ở tất cả các nước phát triển cho thấy rằng những cải cách về hệ thống tài chính - tiền tệ - ngân hàng luôn có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong việc thúc đẩy kinh tế tăng trưởng nhanh và ổn định

Bài học ở nhiều nước đang phát triển cũng cho thấy kết quả như vậy. Nơi nào, ở đâu, hoạt động ngân hàng - tiền tệ được hoàn thiện nhanh, nơi đó luôn luôn có tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và ổn định. Bởi vai trò chủ chốt của ngành này là cung ứng và đảm bảo một nền tảng tài chính tốt, ổn định cho cả đoàn tàu kinh tế.

Vì lý do đó, việc đúc kết kinh nghiệm và học tập kinh nghiệm để bổ sung, hoàn chỉnh, đổi mới hoạt động tiền tệ - ngân hàng, trong những quốc gia mới bước vào giai đoạn phát triển như Việt Nam là vô cùng cần thiết.

Càng mở rộng hiểu biết và trao đổi kinh nghiệm, chúng ta càng có nhiều thông tin và tư liệu tham khảo cần thiết để xác định cách làm hợp lý nhất cho việc cải cách hệ thống tài chính - tiền tệ - ngân hàng trong nước. Theo cách nghĩ ấy, chúng tôi cố gắng biên soạn công trình mà các bạn đang có trong tay với hy vọng đóng góp phần nào vào nguồn thông tin, tư liệu hiện đang còn nhiều hạn chế ở trong nước về "tiền và hoạt động ngân hàng" để bạn đọc rộng rãi, sinh viên các trường đại học, nhất là sinh viên chuyên ngành tài chính ngân hàng tham khảo và nghiên cứu.

Cuốn sách *Tiền và hoạt động ngân hàng* được hình thành dựa vào những tư liệu về lịch sử hoạt động của Hệ thống ngân hàng các nước Mỹ, Nhật, Đức, Pháp, Anh, Hàn Quốc, Thái Lan, và Việt Nam... Nguồn thông tin và số liệu, sự kiện được thu thập chủ yếu thông qua "Vụ Thông tin - Nghiên cứu và phát triển" của Ngân hàng trung ương Thái Lan (Bank of Thailand) nơi tác giả đã trực tiếp làm việc nhiều tháng trong thời gian học tại Đại học Chulalongkorn vào năm 1996.

Thu hoạch đầu tiên của người viết, qua nghiên cứu của bản thân là có rất ít sự khác nhau về nguyên tắc lẫn thực tiễn hoạt động giữa các ngân hàng (dù là ngân hàng trung ương hay ngân hàng trung gian) ở các nước đang phát triển với các nước đã phát triển. Nhằm hạn chế khó khăn và công sức trong thử nghiệm, tìm tòi, các nước đang phát triển rất chú trọng học tập những kinh nghiệm của các nước đi trước. Chẳng hạn trước đây Mỹ đã từng học Anh, Nhật từng học Đức, Hà Lan và Bỉ, Hàn Quốc thì học cả Hoa Kỳ và Nhật về phuơng thức tổ chức và hoạt động tài chính - ngân hàng. Bởi vậy, nghiên cứu **tiền và hoạt động ngân hàng** ở những nước đã phát triển, về mặt nguyên lý, không khác nhiều với nghiên cứu điều ấy tại Việt Nam. Hơn nữa, trong quá trình đi lên để hoàn thiện mình, hệ thống tài chính - tiền tệ - ngân hàng Việt Nam rõ ràng là cần học tập rất nhiều kinh nghiệm từ nước ngoài. Khi đã xác định rằng chúng ta cần học tập nghiên cứu kinh nghiệm nước ngoài thì đương nhiên sự lựa chọn hợp lý phải là học tập các mô hình được xem là tối ưu trên thế giới hiện nay. Đó là lý do bạn đọc có thể thấy vì sao chúng tôi dẫn chứng về hoạt động, số liệu và thông tin ở các nước như Hoa Kỳ, Nhật, Đức, Pháp, và Anh nhiều hơn Việt Nam.

Để tiện cho việc theo dõi, chúng tôi chia nội dung sách ra làm 6 phần. Phần 1 gồm 3 chương, nghiên cứu những nhận thức hiện nay về tiền tệ. Phần 2 dành cho hoạt động ngân hàng gồm 5 chương, trình bày những lề lối tổ chức, những hoạt động cơ bản của Ngân hàng trung ương, Ngân hàng thương mại, Các công ty tài chính và thị trường tài chính, Chứng khoán. Phần 3 có 2 chương phân tích về hệ thống tiền tệ quốc tế và cán cân thanh toán. Phần 4 có 3 chương giải thích về những bước hình thành chính sách tiền tệ của Ngân hàng trung ương. Các mặt ảnh hưởng khác nhau của nó đến đời sống kinh tế và xã hội; Vai trò điều tiết kinh tế vĩ mô của Ngân hàng trung ương; Mối tương tác giữa chính trị và chính sách tiền tệ, cũng như triển vọng của hoạt động ngân hàng và tiền tệ trong tương lai.

Phần 5 là thư mục tham khảo chúng tôi đã sử dụng trong quá trình viết. Ban đọc có thể tìm thấy ở đây những tài liệu, sách và cẩm cù đã được dùng để nghiên cứu cho mỗi chương. Bên cạnh đó, danh mục còn có ý nghĩa như "những giới thiệu đọc thêm, để các bạn có thể tự tìm hiểu sâu hơn thế giới "tiền và hoạt động ngân hàng". Phần cuối cùng, Phần 6,

*là 240 câu hỏi gợi ý suy nghĩ và bài tập mà chúng tôi xác định là dành riêng cho sinh viên. Tuy nhiên, mỗi người quan tâm, cũng có thể sử dụng để trắc nghiệm những tiếp thu có được sau khi đọc qua các phần.*

*Chúng tôi quan niệm rằng: “Mỗi thứ trên đời đều có bài học riêng khi và chỉ khi chúng ta biết tìm ra nó”. Sách vở cũng vậy, dù bất kỳ loại hình nào cũng mang không nhiều thì ít chất liệu của suy tư và tâm huyết. Bài học đầu tiên mà mỗi người trong chúng ta có thể học được từ khoa học là “Đừng bao giờ áp đặt cách nghĩ của mình cho người khác. Nếu quan điểm của anh thực sự tốt và có giá trị, hãy để họ chấp nhận”. Do vậy, những gì được trình bày dưới đây không áp đặt tư duy với bất kỳ ai. Nó xuất phát từ kinh nghiệm đúc kết, thông tin, kiến thức và những trăn trở thực sự của người viết. Và nếu có chút giá trị ấy, hy vọng nó sẽ xứng đáng là tài liệu có ích cho những ai quan tâm đến tiền và hoạt động ngân hàng.*

*Qua cuốn sách này, chúng tôi muốn bày tỏ lòng biết ơn chân thành đối với sự giúp đỡ nhiệt tình của Trường đại học Chulalongkorn, của Ngân hàng trung ương Thái Lan, Ngân hàng Bangkok, Ngân hàng Siam City, Thị trường chứng khoán, Trung tâm thông tin Thái Lan; đối với những hướng dẫn, chỉ bảo động viên của các nhà khoa học, cũng như đối với Nhà Xuất bản chính trị quốc gia Việt Nam trong việc tạo điều kiện công bố kết quả nghiên cứu này.*

**Đại học Chulalongkorn, Bangkok**  
**LÊ VINH DANH**

## PHẦN I - TIỀN TỆ, CHỨC NĂNG VÀ VAI TRÒ

Ngày nay, tiền là một hình thái hầu như quen thuộc với tất cả mọi người ở mọi nước khác nhau trên thế giới. Trong suy nghĩ của mỗi người, tiền chiếm một khoảng không gian nhất định từ nhỏ đến lớn.

Ai cũng phải suy nghĩ về tiền, bởi vì hàng ngày, hàng tuần và hàng năm chúng ta tồn tại sinh hoạt và phát triển cá nhân dựa trên những giao dịch liên quan đến tiền.

Trong một số cộng đồng coi trọng đạo đức thời xưa, tiền đã từng bị phê phán, bị nguyên rủa. Cung thời gian ấy và có thể cho đến hiện nay nhiều xã hội xem tiền là thước đo của cải, thước đo quyền lực, là lối đi của thành công và không ít cá nhân đã, đang sùng bái tiền, coi tiền là mục đích cao nhất của cuộc sống. Thế giới là thiên hình vạn trạng và vì thế, sự khác nhau trong quan điểm của mỗi người khi cùng nhìn về một sự vật là hoàn toàn có thể xảy ra. Tuy nhiên, thái độ quá khích (sùng bái quá khích hoặc xem thường quá khích) về bất kỳ một điều gì bao giờ cũng xuất phát từ chỗ nhận thức chưa đầy đủ về sự vật hay hiện tượng đó. Do vậy, để không rơi vào cực đoan, hiểu biết một cách khoa học là biện pháp tốt nhất mà con người có thể dùng để xử sự cho các tình huống của cuộc sống.

Chúng ta biết đến tiền từ khi còn rất nhỏ. Mọi đứa bé đều nhanh chóng hiểu rằng những tờ giấy in đẹp và những mảnh kim loại sáng mà bố mẹ thỉnh thoảng cho, có thể dùng để đổi lấy kẹo, bánh, thức ăn hay bút mực. Khi chúng ta lớn, tiền trở nên gần gũi hơn vì nó cần để đóng học phí, mua sắm những tiện nghi và nhất là khoán mà chúng ta phải tốn thời gian làm lụng vất vả để có.

Người ta bắt đầu coi trọng tiền bởi vì lý do đơn giản đầu tiên là: tiền không dễ dàng có như không khí, nước hoặc cỏ cây. Mọi thứ dễ dàng có đều ít được người ta quan tâm hoặc coi trọng như không khí chung quanh ta chẳng hạn. Ngược lại, những thứ khó kiếm hơn, hay phải trả nhiều giá cao hơn bằng sức lao động, thời gian, sự cực nhọc thể xác, tâm trí để có thường được coi trọng hơn. Những cái càng phải đánh đổi nhiều thứ mới có càng được người ta quý. Lý do thứ hai là vì tiền có thể trao đổi nhiều vật trong cuộc sống. Từ những vật dùng cần cho sự tồn tại, sinh hoạt cho đến những phương tiện giúp cho con người phát triển cao hơn.

Xã hội càng đi lên tiền càng trở nên đa dạng hơn về loại hình. Và do vậy những nhận thức khác nhau về tiền bắt đầu phát sinh. Triết gia cổ Hy Lạp là Aristote (384-322 trước Công nguyên) đã từng nói: “mọi thứ đều có thể được lượng hóa thông qua tiền. Tiền làm trao đổi giữa hàng hóa và dịch vụ dễ dàng, làm cho xã hội hoạt động dễ dàng”. Đến giai đoạn trung cổ của lịch sử châu Âu (thế kỷ V đến thế kỷ XV sau Công nguyên), không ít quốc gia đã xem tiền như là của cải, là mục đích của cuộc sống. Với tiền trong giai đoạn này người ta có thể mua cả một lãnh thổ, thuê quân đội. Tiền bắt đầu được xem như biểu tượng của quyền lực, là mục đích của mọi hoạt động xã hội. Những nhận thức ấy đã kéo dài dài cho đến thế kỷ XVIII. Tiền lúc ấy làm bằng vàng hay bạc. Và tiền được quý vì vàng hay bạc là kim loại quý, khó tìm, là của cải.

Thương mại ngày càng bành trướng từ phạm vi một nước cho đến toàn cầu làm xuất hiện hoạt động trao đổi tiền tệ giữa các nước với nhau. Những đồng tiền bằng vàng được đem ra lượng giá với những đơn vị tiền bằng kim loại khác, bằng đá, gỗ, vải hay giấy... Quá trình đó đã giúp con người bắt đầu có những quan niệm khác về vai trò của tiền.

Bên cạnh đó, bệnh sùng bái tiền và tích lũy quý kim của một số nền kinh tế trong thương Châu Âu thế kỷ XVI-XVII và XVIII đã đưa đến nhiều hệ quả xấu trong sản xuất, lưu thông. Và điều này thúc đẩy thêm sự cần thiết phải xác định lại nhận thức về tiền.

Francisco Quesnay đã khởi xướng ở châu Âu quan niệm rằng tiền chỉ là phương tiện trung gian trong trao đổi. Sau tư tưởng của Quesnay, trong các tác phẩm được tái bản những năm 1950. David Hume<sup>1</sup> tiếp tục nói rằng: “Tiền, nói một cách chính xác không là mục tiêu

---

<sup>1</sup> David Hume - “Of Money”, in David Hume’s writings on Economics” - Madison: University of Winconsin Press - 1995

của thương mại nhưng nó là phương tiện để mọi người trao đổi hàng hóa lẫn nhau. Tiền không là chiếc bánh của cỗ xe thương mại nhưng nó là nhiên liệu để khởi động chiếc xe ấy một cách dễ dàng và êm ái. Khoa học kinh tế ngày càng phát triển, mọi phạm trù kinh tế đều được Hệ thống hóa và xác định lại. Cho đến thế kỷ XX, chức năng và vai trò của tiền cùng với câu hỏi tiền là gì, đã được lý giải tương đối ổn thỏa và được đa số công nhận. Trong khi chờ sự phát triển cao hơn của khoa học để bổ sung những nhận định mới về tiền, những phần sau đây thuyết minh cách hiểu hiện nay về nguyên nhân và lịch sử ra đời của tiền, cùng chức năng và vai trò của nó ■

## Chương 1 - SỰ RA ĐỜI CỦA TIỀN TỆ

### 1.1. SƠ LƯỢC LỊCH SỬ

Tiền tệ, để có được những nhận thức và tính hệ thống như ngày hôm nay, đã từng trải qua một lịch sử hoàn thiện rất lâu dài. Chinh sự tiến triển không ngừng của hoạt động kinh tế dưới các hình thức khác nhau của sản xuất và trao đổi đã thúc đẩy sự ra đời và phát triển của hệ thống tiền tệ. Đến lượt khi tiền tệ ra đời, nó ảnh hưởng ngược lại hoạt động sản xuất kinh doanh, tạo ra một mối quan hệ tương hỗ chặt chẽ cấu thành nên các biến chuyển khác nhau trong đời sống kinh tế. Từ quá khứ đến hiện tại và tương lai, vai trò và chức năng của tiền không ngừng trở nên đa dạng.

Hoạt động kinh tế bắt đầu trên thế giới này từ khi có con người. Ý thức cơ bản đầu tiên của mọi sinh vật là ý thức về sự sống và cái chết. Một cách rất bản năng, con người thời cổ hiểu rằng, để tồn tại, người ta phải hoạt động để kiếm cái ăn, cái uống. Dù sống đơn độc hay sống từng bầy, đàn, điều trước tiên người ta phải làm là tránh sự đe dọa của cái chết. Trong các đe dọa bị cái chết trước đoạt như đói khát, kẻ thù, thú dữ, tật bệnh, thiên tai..., thì đói và khát là loại đe dọa thường xuyên nhất. Và để thoát khỏi sự đe dọa này người ta phải làm việc. Ngày nay chúng ta gọi những công việc hoặc những hoạt động nhằm tạo ra nhu cầu tối thiểu cho cuộc sống, cho sinh hoạt và phát triển là hoạt động kinh tế.

Vào thuở bình sinh của nhân loại, hoạt động kinh tế diễn ra trong từng cá nhân hoặc từng nhóm nhỏ của gia đình, ở đó sản phẩm được dùng chung và số thừa được cất giữ. Mỗi người, hoặc mỗi nhóm tự tạo ra mọi thứ mà mình cần. Sản phẩm thừa hoặc được dự trữ hoặc đem cho. Hầu như không có trao đổi. Đây là chế độ tự cung tự cấp kiểu cá nhân hoặc gia đình, khi con người còn sống trong hang, chưa có chữ viết và thậm chí chưa có ngôn ngữ.

Chính sự phình to của dân số đã đẻ ra nhu cầu sống cộng đồng. Với dân số ngày càng đông và kiếm ăn trở nên khó khăn hơn, người ta bắt đầu ý thức rằng ngoài sự chết do đói và khát mang đến, kẻ thù và những thiên tai cũng là những mối đe dọa không kém nguy hiểm. Để thoát khỏi sự đe dọa này, sống chung với nhau là điều tốt vì nhiều người đoàn kết nhau bao giờ cũng bảo vệ mình và mọi người tốt hơn trường hợp mỗi người sống một cách riêng rẽ. Cộng đồng ra đời trên nền tảng đó và bắt đầu phát triển. Cuộc sống mới với những quan hệ khác, sinh hoạt khác ngoài thói quen cá nhân, làm xuất hiện các loại nhu cầu mới: thống nhất về tiếng nói, chữ viết. Đồng thời quan hệ lẫn nhau trong cộng đồng đã tạo ra sự thông cảm, giám bớt nghi kỵ, thù hận và thói quen cộ lập sinh hoạt. Ăn chung, làm chung dẫn đến việc người ta bắt đầu dùng của dư để cho những người cùng sống vay, hoặc dùng nó để trao đổi cái khác mà họ không có. Hoạt động trao đổi bắt đầu, chấm dứt cuộc sống tự cung tự cấp cá nhân.

Vào thời gian thứ nhất, trao đổi bó hẹp trong khuôn khổ cộng đồng và nhỏ bé, chủ yếu trên các sản phẩm thừa và không hề có những cá nhân hay nhóm chuyên làm công việc này. Sự bành trướng của cộng đồng thành xã hội là động lực chính chuyển hóa quá trình trao đổi (mà David Hume gọi là trao đổi thiện chí) này thành một loại hình thương mại. Khi cộng đồng còn nhỏ, người ta chung sống với nhau dựa vào nhu cầu bảo vệ, niềm tin và sự kính trọng. Trong cộng đồng, người lớn tuổi nhất đương nhiên trở thành lãnh đạo vì kinh nghiệm sống, hiểu biết thiên nhiên và con cháu đông đảo của ông tạo nên. Khi cộng đồng ngày càng bành trướng, mối dây huyết thống và niềm tin lẫn nhau không còn đủ sức kiềm tỏa con người biết kính trọng và tôn phục người khác, do có quá nhiều nguồn gốc người và thành phần người khác nhau. Nhu cầu cấp bách để cộng đồng được tồn tại là phải có những ràng buộc nhất định để các cá nhân không được xâm hại đến quyền lợi người khác, không được làm điều gì xấu cho cá nhân khác và cộng đồng, không được làm rạn nứt niềm tin và sự đoàn kết của cộng đồng. Các ước lệ bắt đầu phát sinh theo dàn chô của niềm tin, sự tự giác và đạo đức cá nhân. Cộng đồng càng lớn, các ước lệ càng được chi tiết hóa và cụ thể hóa thành thường và phạt. Đồng thời nhu cầu có người lãnh đạo thống nhất để duy trì các ước lệ cũng được biểu hiện. Khi vai trò lãnh đạo bắt đầu có, để phục vụ cho công việc chung, lãnh đạo cần có người giúp việc và phương tiện. Pháp luật và các thiết chế xã hội khác bắt đầu phát sinh từ đó.

Xã hội càng phát triển, guồng máy tổ chức của nó càng trở nên cung thê và phức tạp. Để bảo vệ xã hội, cần có những người chuyên làm công việc của một binh sĩ. Để duy trì kỷ cương, ước lệ, cũng cần có những người chuyên làm công việc giữ gìn trật tự cộng đồng. Sự phân công lao động trở thành điều tất nhiên. Con người, trong sự so sánh tự phát với cá nhân khác trong cộng đồng, dần dần tự ý thức rằng mình có thể sản xuất, có thể làm được vật phẩm này, điều này tốt hơn người khác. Đồng thời, ở một số vật phẩm khác, điều khác nhiều cá nhân còn lại tạo ra tốt hơn mình. Nhận thức ấy thúc đẩy một cách tự phát mọi người khuynh hướng di chuyển về sản xuất những loại vật phẩm mà mình có năng lực nhất so với cộng đồng.

Nhu cầu trao đổi ngày càng lớn khi quá trình chuyên môn trở nên chi tiết hơn. Xã hội có những người chuyên về trồng lúa. Một số người khác chuyên về săn bắn. Một số khác lo bảo vệ cộng đồng và một vài nhóm chuyên về dệt vải. Vì mỗi người không thể tự tồn tại được với duy nhất loại sản phẩm do mình làm ra, mà cần phải có một số sản phẩm khác do các cá nhân còn lại tạo thành, mọi người phải trao đổi sản phẩm cho nhau để cùng tồn tại một cách đầy đủ hơn và tốt hơn. Quá trình trao đổi trở nên tinh vi dần với việc bắt đầu hình thành giai cấp trong xã hội. Đã có sự xuất hiện của một số cá nhân trong cộng đồng chuyên đi làm công việc trao đổi sản phẩm của người này cho người khác, mà ngày nay chúng ta gọi là buôn bán.

Giai đoạn này kéo dài khoảng 2000 năm trước Công nguyên, trước cuộc chiến thành Troie. Cần nói rằng, mức độ tiến hóa nói trên chỉ mới xảy ra ở những vùng ven Địa Trung Hải của châu Âu hoặc nằm dọc theo các con sông lớn trong các cộng đồng có tổ chức cao. Ở một số vùng khác, tổ chức xã hội chưa phát triển, chưa có phân công lao động và chuyên môn hóa, con người hầu như vẫn tồn tại theo kiểu tự cung tự cấp là chính và trao đổi nếu có, cũng chỉ là loại trao đổi thiện chí theo cách nói của David Hume. Trong những cộng đồng phát triển trước nói trên, buôn bán và sản xuất được giải quyết trực tiếp qua hình thức lấy hàng hóa trao đổi hàng hóa hay “Barter”.

Mẫu chót cơ bản để hoạt động Hàng đổi hàng hay Barter được tiến hành, là phải có sự trùng lắp nhau về nhu cầu giữa hai tác nhân hay hai người muốn trao đổi (Double Coincidence of Wants). Nếu cá nhân A có vải thừa và muốn dùng hàng hóa ấy trao đổi để lấy lúa gạo, ông A phải tìm cho được người có lúa gạo thừa và quan trọng là người đó phải có ý muốn dùng lúa gạo để đổi lấy vải. Nếu người B này có lúa gạo thừa nhưng không muốn đổi lấy vải mà chỉ muốn đổi lúa lấy bông, cuộc trao đổi sẽ bất thành. Người A hoặc phải chờ cho đến khi ông B trở nên cần vải, hoặc ông ta phải đi tìm một đối tác khác thỏa mãn 2 điều kiện để cuộc trao đổi có thể tiến hành đó là (1) đối tác mới phải có lúa thừa, và (2) đối tác này sẵn sàng dùng lúa để đổi lấy vải của ông A.

Trao đổi trong công thức như thế tốn rất nhiều chi phí (exchange cost) như chi phí thời gian, chi phí đợi chờ và chi phí tìm kiếm. Và do vậy, trong nền kinh tế Barter, thương mại rất kém phát triển. Trao đổi diễn ra khó khăn vì rất hiếm khi ngẫu nhiên đến với các cá nhân, để giúp ông ta có thể dễ dàng tìm được ngay một người trùng lắp về nhu cầu, để tiến hành nhanh chóng ý muốn trao đổi khi cần. Do vậy, rất nhiều người trong cộng đồng vẫn tiếp tục cuộc sống tự cung tự cấp cho nhu cầu của họ. Hoạt động kinh tế và sản xuất bị hạn chế rất nhiều vì loại hình trao đổi này, tuy nó là một bước tiến so với cuộc sống tự cung tự cấp của thời trước đây. Thủ hình dung một thầy giáo sống trong một nền kinh tế “Barter” muốn trao đổi lấy một bữa ăn. Cái hàng hóa mà người thầy giáo này có là những tri thức về những phạm trù nhất định, và kiến thức sư phạm có thể giúp anh ta tạo ra một dịch vụ, đó là giảng dạy, chẳng hạn triết học. Để có bữa ăn, anh ta cần tìm một người bán cơm hoặc thực phẩm nào đó, giảng cho họ một buổi về triết học để đổi lấy cái mà anh ta cần. Nhưng giả như bữa đó người bán thực phẩm không muốn nghe về triết học, anh ta chỉ muốn trao đổi thực phẩm của mình để lấy vải. Nếu khi nhà triết học tìm đến, người có vải lại cũng không muốn nghe giảng triết học, ông ta chỉ muốn dùng vải đã có để đổi lấy một con cừu. Trong trường hợp may mắn đến với thầy giáo, ông ta có thể gặp một trong số rất nhiều người chăn cừu thích nghe về triết học, hoặc con ông ta muốn hiểu biết về môn học này. Thầy giáo sẽ giảng được bài để đổi lấy cừu. Dùng cừu để đổi lấy vải, và mang vải đến cho người bán thực phẩm để trao đổi bữa ăn.

Những hoạt động như thế chiếm hết cả thì giờ của người sản xuất. Mọi người lãng phí rất nhiều nguồn lực để kiếm tác nhân trao đổi hoặc phải sản xuất ra bất cứ thứ gì mà mình cần. Khi dân số phình ra và tổ chức xã hội ngày càng lớn dần với nhiều hàng hóa hơn, chính sự trở ngại của trao đổi Barter làm xuất hiện nhu cầu thúc bách phải có những phương cách trao đổi thuận tiện hơn. Một cách rất tự phát, nhiều nhóm người bắt đầu sử dụng những vật thể trung gian trong trao đổi để hoạt động này được tiến hành thuận lợi. Khi cá nhân A muốn dùng lúa để trao đổi lấy vải, giá như vào thời điểm ấy anh ta không thể tìm ra một người có vải cần trao đổi lúa để tiến hành. Anh A có thể trao đổi lúa mình có cho một người cần lúa bất kỳ nào đó. Người cần lúa sẽ trao cho A một vật thể trung gian. Một thời gian ngắn sau đó, anh A có thể quay trở lại, lúc ấy người nhận lúa của A có thể đã tìm ra vải cho A. Cả hai lại trao đổi cho nhau, A lấy vải và người ấy nhận lại vật thể trung gian hay vật “gán nợ”.

Vật “gán nợ” này trở thành phương tiện trung gian trong trao đổi của rất nhiều cộng đồng từ những năm 2000 trước Công nguyên đến cuộc chiến thành Troie. Trao đổi qua vật thể trung gian lại càng đặc biệt thuận lợi nếu ông A sau khi dùng lúa đổi lấy nó, có thể tìm được một người có vải sẵn sàng chấp nhận dùng vải để đổi lấy vật trung gian. Nhu cầu tạo ra những điều kiện thuận lợi hơn cho trao đổi, một cách tự phát, tiếp tục thúc đẩy con người tìm cho được những vật thể trung gian cùng được nhiều người thừa nhận. Những vật thể ấy, đương nhiên phải quen thuộc với tất cả mọi người, và phải quý giá trong cách nhận thức của đa số. Vật thể trung gian ngày càng được sử dụng rộng rãi. Các thành viên của xã hội thay vì phải chạy loanh quanh kiếm đối tác trao đổi, hoặc phải tự cung tự cấp như trước, ông ta hoặc bà ta chỉ cần dùng sản phẩm thừa, đổi ngay lấy “vật thể trung gian”, rồi dùng vật thể trung gian này trao đổi ngay cái mà mình cần ở bất kỳ một đối tác khác nào có sản phẩm ấy. Đối tác có sản phẩm chấp nhận “vật thể trung gian” này một cách không băn khoăn, vì ông ta hoàn toàn cũng có thể dùng nó để trao đổi bất kỳ một thứ khác mà gia đình ông đang cần. “Vật thể trung gian” do đó đã làm cho trao đổi và tiếp đó là “buôn bán” giữa các cá nhân trong cộng đồng diễn ra rất thuận lợi. Ngày nay, người ta gọi tên những “vật thể trung gian” như thế là “Tiền”

## 1.2. SỰ PHÁT TRIỂN CỦA TIỀN TỆ

Đầu tiên tiền tệ được mọi người chấp nhận thường là những dạng vật chất quen thuộc và có ích với tất cả mọi người, hoặc được mọi người cùng coi trọng. Con lừa đã từng là vật nuôi tiện lợi trong rất nhiều nhóm người ở các vùng Bắc nước Anh thời cổ đại. Cho nên nó đã là vật trung gian trao đổi trong những khoảng thời gian khá dài ở Bắc Anh từ trước Công nguyên. Điều này giải thích vì sao danh từ tiền (money) và con lừa (donkey) có tiếp vĩ ngữ giống nhau trong tiếng Anh. Và thành ngữ “Donkey’s Years” có nghĩa là “vào những năm rất xa xưa” chứ không có nghĩa là “những năm con lừa”. Ở Ấn Độ thời cổ đại, bò là loại vật nuôi rất được tôn trọng vì quan niệm tôn giáo. Người ta không ăn thịt bò, và bò được xem như là một biểu tượng của của cải. Vì lý do được mọi người cùng tôn trọng và chấp nhận như của cải, bò đã từng được sử dụng như một vật thể trung gian trao đổi của nhân dân Ấn thời xưa. Và danh từ tiền trong ngôn ngữ Ấn là “rupee” có âm gần giống với danh từ đòn gai súc là “rupa”, xuất phát từ nguyên nhân nói trên.

Một số vùng miền núi ở Việt Nam vẫn tiếp tục coi trâu, bò là của cải và đã dùng chúng làm vật thể để qua đó trao đổi lấy các vật thể khác cho đến tận thế kỷ XIX. Những cư dân quần đảo VAP ở Micronesia đã từng sử dụng những đồng tiền bằng đá cho đến tận thế kỷ XX. Những đồng tiền bằng đá như hình 1, giống những bánh xe, ở giữa có đục lỗ cho việc vận chuyển được dễ dàng. Có những đơn vị tiền đường kính cao gấp đôi chiều cao con người. Còn những đơn vị cao bằng chiều cao của người là chuyện thường thấy. Năm 1944, Willard Price đã viết rằng một đồng tiền bằng đá có chiều rộng 5 bộ của Anh có thể đổi được 4000 quả dừa<sup>1</sup>. Những đồng tiền lớn như vậy được trưng bày ở mỗi làng như tài sản, và khi cần, nó có thể được dùng để trao đổi hàng hóa với các làng khác. Mỗi khi đồng tiền chui sọ

---

<sup>1</sup> Willard Price - Japan’s Island, of Mistery - New York: John Day, 1944, P.11

hữu, những thân cây lớn được cho xuyên vào các lỗ tiền. Rồi hàng trăm thanh niêm vừa kхиêng vừa lôi đồng tiền đến cho chủ mới. Những đồng tiền đá nhỏ hơn với chiều rộng 1,2 hoặc 3 bộ được dùng làm phương tiện trao đổi thực phẩm, vật nuôi, trái cây cho đến nhà cửa và các vật dụng khác trong sinh hoạt gia đình.

Tiền đá cũng là sự biểu hiện của tài sản. Nó được trưng bày ngay ở mọi nhà, và số lượng tiền đá là thước đo sự giàu nghèo trong cộng đồng dân cư YAP. Khó ai có thể ăn trộm loại tài sản này vì sức nặng của nó. Các thế hệ nối tiếp nhau đi qua trong cuộc sống của quần đảo này, nhưng những đồng tiền đá vẫn còn mãi với thời gian.

Những loại tiền nói trên là những loại phương tiện trao đổi. Hầu hết, nó là hàng hóa. Đây là thời kỳ của cái gọi là “tiền tệ làm bằng hàng hóa” hay hàng hóa được sử dụng như tiền. Chúng ta gọi “thời kỳ” để dễ phân biệt với những giai đoạn khác trong lịch sử tiền tệ, chứ thực ra các loại tiền hàng hóa này có mặt trong đời sống xã hội từ 2000 năm trước Công nguyên một cách tự phát, ở hầu như các vùng khác nhau trên thế giới một cách khá đồng loạt. Tuy nhiên, theo thời gian, nhiều quốc gia phát triển trước bắt đầu chuyển sang các hình thái tiền tệ khác, trong khi rất nhiều vùng còn lại vẫn lưu dụng loại tiền hàng hóa này rải rác cho đến thế kỷ XX. Bảng 1.1 cho chúng ta cái nhìn khái quát về một số loại tiền bằng hàng hóa trong hơn 4000 năm nay. Một ít vẫn rải rác tồn tại đến bây giờ.

Khi con người đã có “tiền hàng hóa” làm trung gian để trao đổi trong sản xuất và buôn bán, thương mại phát triển mạnh và hoạt động kinh tế bành trướng rất mau chóng. Đến lượt nó, khi thương mại đã lớn mạnh, khối lượng trao đổi ngày một nhiều hơn, của cải mà con người làm ra càng đa dạng và không lồ, sự tiện lợi trong trao đổi bắt đầu đòi hỏi tiền phải có những tính chất nhất định. Một cách tự phát, các nhà sản xuất và kinh doanh bắt đầu nghĩ về những tiêu chuẩn tiện lợi mà tiền - với tư cách là vật trung gian cho trao đổi - nên có. Những tiêu chuẩn tiện lợi tối thiểu đó phải là:

1. Loại tiền ấy phải có giá trị thực tế.
2. Nó phải dễ sử dụng trong tự nhiên.
3. Dễ vận chuyển và không quá cồng kềnh.
4. Có thể chia nhỏ đến bao nhiêu cũng được để phục vụ cho những giao dịch lặt vặt.
5. Tồn tại lâu dài và không hư hại.

Đương nhiên, với những tiêu chuẩn như vậy, rất nhiều loại hàng hóa trước đây là tiền bấy giờ trở nên không thích hợp. Tiền bằng đá thì không dễ dàng vận chuyển và không dễ cia nhỏ, không dễ sử dụng và nhất là không có nhiều giá trị thực tế. Hươu, bò hay lừa..., có thể có giá trị thực tế, nhưng khó vận chuyển, không thể chia nhỏ bao nhiêu tùy ý và nhất là không thể lưu trữ như tài sản đến bao nhiêu năm cũng được. Răng cá voi, lông chim như bảng 1.1 trình bày càng thiếu nhiều tính chất hơn... Do vậy, con người buộc phải nghĩ và tìm ra những dạng vật chất thỏa mãn được 5 tiêu chuẩn trên để tạo thành tiền. Kim loại bắt đầu được thử nghiệm, được coi trọng, và dần dần thay thế các loại hàng hóa khác làm tiền.

Khoảng 2000 năm trước Công nguyên, nhiều cộng đồng ven Địa Trung Hải đã sử dụng kim loại làm phương tiện trao đổi. Trong các trường ca Iliade và Odyssé của Homere, Vương quốc của vua Priam đã được tả lại là có rất nhiều tiền vàng và đồ trang sức bằng vàng. Sau sự sụp đổ của nền văn minh Troie này, những chứng tích còn lại cho thấy rằng tiền vàng và bạc tiếp tục được lưu hành ở một số nơi thuộc Bán đảo tiểu Á, Hy Lạp và bán đảo Ytalia.

Đến thế kỷ thứ VII trước Công nguyên (hơn 800 năm sau Nền văn minh Troie), tiền kim loại bắt đầu được sử dụng rộng rãi trở lại ở Lydia, một thành phố của Hy Lạp thuộc vùng Anatolia. Những đồng tiền kim loại của Lydia được làm bằng hợp kim (electrum) giữa 2 kim loại chính là vàng và bạc. Lúc ấy tiền này do các nhà thương buôn đúc ra để trao đổi với nhau. Tiền Lydia có hình thức đơn giản. Một mặt có hình chim đại bàng và những ký hiệu bằng số, mặt còn lại là những nét khắc hình học mà đối với thời bấy giờ là tượng trưng cho sự thông thái và đặc biệt.

Nghệ thuật làm tiền tiếp tục được người Hy Lạp và La mã hoàn thiện trong những thế kỷ tiếp theo đó. Vì nghề hàng hải là nghiệp chính và nó tượng trưng cho buôn bán thời bấy giờ, các thương nhân Hy Lạp nhái theo bánh lái tròn của tàu buôn để tìm ra hình thái cho tiền

kim loại. Do vậy, đầu tiên tiền có tên gọi là “steer” ở Hy Lạp vì Steer nghĩa tiếng Việt là bánh lái tàu buôn. Sau khi đế chế Alexandre Macedoine sụp đổ, văn minh Hy Lạp được mang về La Mã vào đầu Công nguyên. Từ “steer” diễn giải lại theo ngôn ngữ La Tinh trở thành từ Pecus. Từ đó cho đến thế kỷ II sau Công nguyên, từ Pecus được nhân dân La Mã chấp nhận dần dần như là một từ chỉ về vật thể có khái niệm là “tiền”. Thuật ngữ Pecus (hay tiền) tồn tại mãi đến ngày nay. Vào thế kỷ XVII, nó bước vào tự điển với tên gọi đầy đủ là “Pecuniary”, dịch nghĩa sang tiếng Việt từ này bao hàm tất cả những khái niệm liên quan đến “tiền”.

Trong một chiều dài 4000 năm phát triển, nhiều kim loại khác nhau đã được sử dụng làm tiền cho mãi đến hiện nay. Vàng, bạc, đồng, chì, kẽm, thiếc, nhôm..., đã từng được sử dụng làm tiền. Việt Nam trong hơn 2000 năm từng sử dụng kim loại “đồng” làm tiền. Do thói quen ấy, đơn vị tiền tệ Việt Nam vẫn được gọi là Việt Nam Đồng (VND) tuy hiện nay nó bằng giấy và không hề có chút đồng nào.

**Bảng 1.1. Một số tiền tệ bằng hàng hóa trên thế giới**

Các loại hình khác nhau của tiền tệ bằng hàng hóa	Nơi đã sử dụng
Răng cá voi	Fiji
Gỗ hương	Hawaii
Lưỡi câu cá	Gilbert Islands
Vô sò	Marianas
Lông chim cắt đỏ	Đảo Santa Cruz (cho đến năm 1961)
Lúa, gạo	Phillipines
Muối	Rất nhiều nơi
Hạt tiêu	Quần đảo Sumatra (Indonesia)
Đường	Barbados
Trà	Nhiều vùng ở châu Á
Nô lệ	Lục địa Phi-Nigeria- và Ireland
Hươu	Một số vùng ở nước Nga
Đồng	Ai Cập, Việt Nam, Trung Quốc
Vải lụa	Trung Quốc
Bơ	Norway
Da	Pháp và Ý
Rượu vang	Úc
Con bò	Ấn Độ

Kinh tế và các vấn đề xã hội khác càng phát triển, các câu hỏi và yêu cầu càng được đặt ra cao hơn và người ta bắt đầu tìm kiếm những phương tiện khác tốt hơn, tiện lợi hơn để dùng làm tiền. Ba nhược điểm nổi bật nhất khiến cho ngày nay trên thế giới chỉ còn một số ít quốc gia sử dụng tiền kim loại trong lưu thông, đó là: (1) tiền kim loại với số lượng nhỏ có thể được bọc trong người hoặc cầm tay một cách dễ dàng. Nhưng với số lượng lớn cho những giao dịch lớn hơn, giữa các vùng xa hơn như thanh toán quốc tế chẳng hạn, việc chuyển hàng tấn tiền kim loại đi là vấn đề không dễ dàng và rất tốn kém. (2) Những lúc giá cả tăng nhanh, tiền cũng mất giá nhanh. Đến một lúc nào đó giá trị được quy định trên bản thân đồng tiền kim loại trở thành nhỏ hơn giá trị của lượng kim loại tạo ra đơn vị tiền. Các nhà đầu cơ sẽ thu gom tiền kim loại về, nấu chảy ra thành khối và bán nó như bán một loại hàng hóa để kiếm lời. (3) Chi phí phải bỏ ra (vì tốn kém kim loại) để tạo ra tiền, càng ngày càng trở nên lớn vì sự khan hiếm kim loại để sử dụng vào các mục đích khác. Trong lúc xã hội ngày càng trở nên thiếu tài nguyên vì thế giới trở nên đông đúc hơn, và vì mọi nguồn lực không phải là vô hạn, sự tiết kiệm các dạng nguyên liệu như kim loại là vấn đề trở nên cần thiết. Tất cả là lý do giúp tiền giấy ra đời và phát triển nhanh chóng từ cuối những năm 1600 cho đến tận bây giờ. ■

## **Chương 2 - HỆ THỐNG TIỀN TỆ**

### **2.1. CÁC LOẠI TIỀN TỆ HIỆN NAY**

Tiền tệ làm bằng kim loại là loại tiền đã qua của quá khứ. Tuy vậy có rất nhiều quốc gia tiếp tục sử dụng chúng trong những giao dịch nhỏ và trả tiền xe buýt, gọi điện thoại công cộng như trường hợp tiền kim loại ở Hoa Kỳ và Thái Lan... Từ khi tiền giấy ra đời, nó dần dần chiếm chỗ của tiền kim loại vì sự tiện lợi cũng như tiết kiệm chi phí trong việc tạo ra tiền. Tất cả các quốc gia trên thế giới ngày nay đều có tiền giấy, vì lý do đơn giản là tiền giấy có thể được làm ra những số lượng rất lớn với chi phí rất hạ hơn bất cứ loại nguyên liệu hoặc hàng hóa để tạo ra tiền nào khác. Giấy, mực và công in ấn không phải là vô hạn. Tuy nhiên, chi phí để có nó là thấp nhất so với bất kỳ loại hàng hóa nào khác có thể dùng làm tiền. Do vậy, khi nền kinh tế càng ngày càng bành trướng và nhu cầu về số lượng tiền tăng lên không ngừng, thì thực sự chỉ có giấy là loại tiền tiết kiệm nhất các nguồn lực khan hiếm trong xã hội.

Tiền giấy là một bộ phận của tiền tệ ngày nay. Người ta gọi tiền giấy là tiền quy ước và để hiểu một cách dễ dàng về khái niệm này, chúng ta cần quay lại một ít khía cạnh liên quan đến loại tiền tệ bằng hàng hóa đã phân tích ở trên.

#### **2.1.1. Tiền có giá trị thực**

Tiền có giá trị thực là những loại tiền được làm ra từ các dạng vật chất mà bản thân nó đã có giá trị sử dụng sẵn. Tiền tệ bằng hàng hóa ngày xưa, đại đa số thuộc dạng này. Thí dụ như lùa, bò, vải hay vàng, bạc, đồng... Bản thân các dạng vật chất vừa kể đều có những giá trị nhất định vốn có của nó. Vải có thể dùng để may mặc, lùa hay bò có thể dùng làm súc khỏe hoặc cho sữa, cho thịt. Vàng, bạc hay đồng là những kim loại quý vì nó đẹp và hiếm. Nhất là vào thời xưa, khi mà kỹ thuật khai thác và thăm dò còn hạn hẹp, những kim loại quý trên là đồ trang sức và là biểu tượng của sự giàu có, của cải và sang trọng.

Khi tiền được làm từ những dạng vật chất có giá trị cụ thể như thế, nó được mọi người thời xưa tin nhiệm nhanh chóng. Thuở ấy, khi mà suy luận và nhận thức về tiền chưa được hoàn chỉnh, các nhà sản xuất chỉ có thể trao hàng hóa của họ, để đổi lấy một vật trung gian với giá trị ít nhất phải tương đương giá trị hàng hóa của họ. Đem 100kg lúa hay 100m vải chằng hạn trao đổi lấy về một vật trung gian như con cừu, lùa hay bò là chuyện có thể được chấp nhận, bởi vì điều hiển nhiên là giá trị của cái gọi là tiền (bò, lùa hay cừu) gần như tương đương với những gì họ đã trao đi để nhận nó về. Lúc đó, tiền tồn tại bởi vì nó có giá trị thực, và nhân dân chấp nhận nó như là vật trung gian trong trao đổi, cũng chỉ vì bên cạnh sự tiện lợi cho trao đổi, điều quan trọng là nó có những giá trị cụ thể.

Thói quen nhìn nhận về tiền như thế tồn tại dai dẳng qua cả giai đoạn tiền kim loại. Một đơn vị tiền nặng 1 gram đồng đổi được ít hàng hóa hơn một đơn vị tiền cũng nặng một gram nhưng bằng vàng vì vàng quý hơn, đẹp hơn và khó kiếm hơn. Trong cùng một loại tiền, một đơn vị tiền nặng 1 gram vàng, đương nhiên, mua được ít hàng hóa hơn những đơn vị tiền nặng 2 gram hoặc 3 gram vàng, và những đồng tiền vàng nặng 1kg vàng thời Trung cổ ở châu Âu có thể mua được số lượng hàng hóa bằng 1.000 lần những đơn vị tiền chỉ nặng 1 gram vàng, chỉ vì lý do đơn giản là 1kg vàng thì có giá trị bằng 1.000 lần 1 gram vàng. Người ta tin và chấp nhận tiền vì đơn giản là tiền có giá trị.

Nhận thức và lối chấp nhận ấy có từ khi tiền ra đời như phương tiện trung gian trao đổi mà chúng ta đã nghiên cứu ở chương 1, và kéo dài cho đến tận những năm đầu thế kỷ XX. Vào giai đoạn đầu của lịch sử tiền giấy (những năm cuối 1600), nhân dân không quen được với cách nghĩ rằng những tờ giấy giá trị rất thấp kia, những tờ giấy mà giá trị thực của nó không hơn bao nhiêu so với giấy tập viết mà họ có thể có vô số cho con họ ở nhà, lại có thể xem là tương đương với những đồng vàng quý giá, hay có thể trao đổi những loại hàng hóa cần thiết mà giá trị của nó gấp rất nhiều lần hơn giá trị của giấy. Nhân dân không tin tiền giấy

vì lý do dễ hiểu là giá trị bản thân của nó quá thấp. Quá thấp so với bất kỳ hàng hóa nào trong trao đổi. Để nhân dân chịu chấp nhận tiền giấy, các nhà phát hành tiền phải đưa ra một cam kết là mỗi đơn vị tiền giấy được quy định tương đương một lượng tiền vàng nhất định và bất kỳ khi nào, người cầm nó muốn đổi trả lại thành tiền vàng, ông ta hoặc bà ta cứ việc mang nó đến nơi phát hành để chuyển lại thành tiền vàng. Chế độ tiền giấy như thế gọi là chế độ tiền giấy có bảo chứng vàng hay "kim bản vị". Từ tiền có giá trị thực, nhân dân bắt đầu quen dần với tiền giấy có đảm bảo trên cơ sở vàng. Đó là giai đoạn bắt đầu của chế độ tiền quy ước.

### 2.1.2. Tiền quy ước

Đặc điểm quan trọng nhất của tiền quy ước từ xưa đến nay, là giá trị thực trên bản thân nó từ nhỏ đến vô cùng nhỏ so với những hàng hóa, sản phẩm hoặc dịch vụ mà nó có thể trao đổi được. Một đơn vị tiền giấy như đồng 10 Franc Pháp thời Napoleon III có giá trị bản thân được cấu thành từ chất liệu giấy, định lượng giấy, mực và công in án để tạo ra nó. Giá trị ấy là rất nhỏ so với những hàng hóa như thực phẩm, quần áo mà tờ giấy này có thể mua được khi nó ra lưu thông. Điều đó có nghĩa là giá trị trao đổi của tờ giấy 10FF không phụ thuộc vào chính bản thân nó như những đồng tiền bằng bạc hoặc vàng thời cổ đại, mà giá trị của nó do được quy ước mà thành. Có 2 loại quy ước: quy ước dựa vào niềm tin và quy ước dựa vào luật pháp. Tiền giấy được quy ước dựa vào niềm tin của người cầm nó được gọi là tín tệ (token money). Tiền giấy được luật pháp quy ước thành giá trị được gọi là tiền luật định (hay Fiat money).

#### 2.1.2.1. Tín tệ (token money)

Tiền giấy do các ngân hàng tư nhân hoặc ngân hàng cổ phần phát ra từ thế kỷ XVII cho đến trước chiến tranh thế giới II là loại tiền này. Cơ sở chủ yếu để nó được lưu hành là niềm tin của người sử dụng nó. Niềm tin này dựa trên hai điều: thứ nhất, nhân dân thấy rằng có thể dùng nó để đổi ra thành tiền vàng bất cứ lúc nào mà họ muốn tại ngân hàng đã phát ra. Và do vậy, thay vì cất giữ những đồng tiền vàng, người ta có thể cất giữ những tờ giấy mà tính chất cũng không có gì khác. Thứ hai khi nhân dân đã bắt đầu chấp nhận nó, nó dễ dàng trở thành phương tiện trung gian trong sản xuất và mua bán như những đồng tiền vàng.

Vào thời gian đầu, để đảm bảo cam kết với nhân dân, những người sử dụng tiền giấy, các ngân hàng và các tổ chức phát hành ra nó, chỉ tạo ra những lượng tiền giấy nhất định tương ứng với dự trữ vàng mà họ có được trong kho. Đây là giai đoạn của tiền giấy khả hoán (convertible paper money) nghĩa là tiền giấy có thể đổi ra thành vàng hay bạc vào bất cứ lúc nào. Tiền giấy khả hoán tồn tại từ thế kỷ XVII, được cung cấp bởi học thuyết của David Ricardo, kéo dài cho đến tận những năm 30 của thế kỷ XX.

Trong giai đoạn này, ở châu Âu cũng có những khoảng thời gian ngắn tín tệ khả hoán trở thành bất khả hoán, do nhà nước quy định vì thiếu vàng để đổi lại cho nhân dân như ở Pháp những năm 1840. Tuy nhiên, hiện tượng bất khả hoán này chỉ diễn ra tạm thời một mặt vì sự thiếu vàng cũng chỉ là hiện tượng nhất thời, mặt khác vì thực sự cho đến lúc đó, nhân dân châu Âu vẫn chưa quen với ý nghĩ rằng tiền giấy có thể được chấp nhận mà không có bảo đảm vàng.

Đến đầu thế kỷ XX, rất nhiều biến cố đã tác động đến sinh hoạt tiền tệ ở châu Âu, khiến cho tín tệ từ khả hoán trở thành bất khả hoán. Rải rác trong thế kỷ XIX, nhiều quốc gia đã thấy rằng kinh tế càng phát triển, nhu cầu về tiền ngày càng trở nên lớn dần trong khi lượng vàng để bảo đảm cho việc phát hành tiền là hữu hạn. Nếu cứ cột chặt việc phát hành tiền giấy vào vàng hay các quý kim khác, sẽ có lúc nền kinh tế thiếu tiền để vận động. Năm 1853, Hoa Kỳ đã cho phát hành những tín tệ bằng kim loại với giá trị thực dần dần nhỏ hơn giá trị bề mặt của nó. Đây là một cách đối phó với tình trạng thiếu quý kim. Và tùy theo tình trạng dự trữ quý kim, các quốc gia có giai đoạn buộc phải chuyển sang tín tệ bất khả hoán, rồi lại trở lại chế độ khả hoán. Sự lệ thuộc cung ứng tiền vào quý kim bộc lộ nhận thức thời bấy giờ về việc ngại rằng sự phát hành tín tệ quá với mức giới hạn, không có sự ràng buộc vào

quý kim có thể đưa đến tình trạng siêu lạm phát, như ở Pháp và Hoa Kỳ trong cách mạng 1789 và chiến tranh giành độc lập 1776.

Tuy nhiên, sự phát triển nhanh chóng của nền sản xuất hàng hóa đã làm cho những tín tệ có giá trị trao đổi ngày càng mạnh, ngay cả trong thời kỳ thiêu dự trữ vàng. Tình hình trên đã giúp các quốc gia dần dần nhận thức khác đi về việc có nên giữ chế độ tiền khả hoán tiếp tục hay không. Cuộc khủng hoảng kinh tế vào thập niên 30 của thế kỷ XX đã để lại hai kinh nghiệm lớn. Trong cơn hoảng loạn và thất vọng vì suy thoái, nhân dân đua nhau đem tín tệ đến để đổi ra vàng và điều đó đã nhanh chóng làm hết sạch dự trữ vàng. Tiền giấy không được chấp nhận, sản xuất hoàn toàn đình đốn và suy thoái đi đến chỗ càng nghiêm trọng hơn. Bên cạnh đó kinh nghiệm thứ hai đến từ nước Đức. Cuộc bại trận năm 1918 đã làm cho Đức cạn kiệt dự trữ vàng, và để bồi thường chiến tranh, nước này đã in ra hàng tỷ tờ tiền Mark hoàn toàn không có bảo chứng vàng. Mức cung ứng tiền giấy đã tăng lên 16 lần trong tháng giêng năm 1923 và thậm chí còn cao hơn rất nhiều trong những tháng sau đó. Chính phủ Đức đã phải mua những máy in tiền có tốc độ nhanh hơn. Nhân dân không tin ở tiền nên tìm mọi cách mua hàng hóa thật nhanh, và điều này đẩy giá cả lên theo từng giờ. Hàng hóa khan hiếm, chỉ có tiền là thừa. Vào tháng 10 năm 1923, người ta phải bỏ ra 192 triệu Reichmark để mua một cốc nước giải khát mà hồi tháng giêng năm 1922 chỉ 1 Reichmark một cốc. Hệ thống tài chính sụp đổ cho đến những năm cuối thập niên 20.

Bác sĩ Schatch đã vực dậy nền kinh tế nước Đức bằng việc phát hành đồng tiền mới (đồng Rentenmark) thay đổi đồng tiền cũ đã quá mất giá, và cưỡng bức nhân dân phải chấp nhận thông qua luật pháp. Cuối năm 1923, 1 đồng Rentenmark được dùng để đổi cho 1.000 tỷ đồng Reichmark. Bên cạnh đó, ông áp dụng chính sách tài trợ trước tài chính cho các xí nghiệp sản xuất, bao tiêu sản phẩm và phát hành trái phiếu lao động để giới hạn bớt việc phát hành tiền giấy. Đồng tiền mới bắt đầu có sức mua. Nhân dân dần dần tin nhiệm tiền mới. Thương mại phục hồi và nền kinh tế Đức gượng dậy nhanh chóng.

Những kinh nghiệm trên đã giúp các nhà kinh tế học như John Maynard Keynes hệ thống lại những nhận thức về tiền. Người ta bắt đầu tin rằng tiền giấy có giá trị khi nó mua được nhiều hàng hóa. Nó kém giá trị đí khi nó chỉ có thể mua được từ ít đến rất ít hàng. Còn khi nền kinh tế đã thiếu hàng hóa như Đức trong những năm 1922-1923, thì giá trị của tiền vẫn cứ tụt nhanh cho dù nó được bảo đảm bằng vàng.

Tín tệ khả hoán hoàn toàn chấm dứt ở Châu Âu từ sau cuộc đại suy thoái (1929-1933) nhường chỗ cho một loại tiền quy ước bởi luật pháp dùng để lưu hành trong trao đổi và hoàn toàn không đổi ra vàng hay bạc được. Đó là tiền giấy pháp định hay Fiat money.

### **2.1.2.2. Tiền pháp định**

Khi pháp luật của quốc gia quy định rằng tờ giấy này do nhà nước phát hành ra là tương đương với một giá trị nhất định trong trao đổi, lúc đó, tờ giấy trở thành phương tiện trung gian cho mua bán với giá được quy định. Ở đây, chính pháp luật đã gán cho tờ giấy một giá trị khác với giá trị của chính bản thân nó.

Tiền giấy được quy định bởi luật của nhà nước xa xưa nhất theo lịch sử có lẽ là vào thời Khan đại đế của Đế chế Nguyên - Mông ở Trung Quốc vào thế kỷ XI. Theo chuyện kể của Macro Polo, tiền giấy đã được Khan đại đế cho làm và ra lệnh lưu hành ở một số địa phương của Trung Quốc. Tuy nhiên, vào thuở ấy, tiền đồng, bạc và vàng vẫn chiếm đa số, và thực sự tiền giấy của triều đình Nguyên - Mông chỉ tồn tại khá hạn hẹp trong phạm vi Bắc Kinh và một số địa phương lớn với khoảng thời gian không dài.

Tiền pháp định đầu tiên có ý nghĩa và hiệu lực thi hành một cách tuyệt đối trên toàn lãnh thổ như phương tiện trao đổi, và được luật quy định thành những giá trị rõ ràng, không khác với tính chất của tiền giấy hiện đại bao nhiêu, có lẽ được áp dụng đầu tiên trên thế giới là tại Việt Nam trong triều đại nhà Hồ. Trước năm 1400, nhân dân Đại Việt dưới các triều đại Lý - Trần (1010 - 1400) tin và sử dụng những đồng tiền được làm bằng đồng. Niềm tin đó hoàn toàn xuất phát từ việc đồng là một loại quý kim. Kim loại này thời đó rất hiếm. Kỹ thuật thăm dò lục hậu và khai thác thô sơ đã làm cho đồng được sản xuất ra mỗi năm với số lượng rất nhỏ. Trong nhân dân, của cải được thể hiện bằng đồng.

Mâm đồng, thau đồng, gương đồng, đồ trang sức bằng đồng... là những tài sản của mỗi gia đình. Nhân dân tin rằng tiền có giá trị. Tiền có thể mua được cái này, cái khác bởi vì đơn giản những xu, hào, quan là bằng đồng. Mà đồng thì rất có giá trị. Các triều đình lúc đó chưa đủ nhận thức về nguyên lý phát hành tiền, cho nên không dùng pháp luật để quy định giá trị, mà chỉ đơn thuần đúc ra những đơn vị đồng. Đơn vị nào trọng lượng nhẹ thì giá trị thấp. Đơn vị nào trọng lượng lớn hơn thì giá trị lớn hơn, và cứ thế đúc ra tiền. Đã từng có những đơn vị tiền nặng cả kg đồng. Tiền lúc đó do triều đình tạo ra, nhưng cơ sở để nó lưu thông thực ra là giá trị của chính bản thân nó.

Năm 1400, Hồ Quý Ly nắm chính quyền lập ra triều đại nhà Hồ. Năm 1402, vì cần phải thu vét kim loại để đúc súng chuẩn bị cho cuộc kháng chiến chống Minh, Hồ Quý Ly cho gom hết tiền đồng trong nhân dân về kho nhà nước. Để thay thế tiền đồng trong lưu hành, Hồ Quý Ly cho in tiền bằng giấy. Xuất phát từ sáng kiến rằng tiền chỉ là phương tiện để nhân dân trao đổi hàng hóa và sản xuất, vì thế tiền làm bằng gì cũng được, không nhất thiết phải là đồng. Ông cho cắt loại giấy tốt nhất thời đó ra thành những khổ khác nhau. Dùng bút khắc bằng gỗ tẩm mực để in lên những mặt giấy các ký hiệu để phân biệt các loại tiền với nhau. Các đơn vị ăn 10 đồng thì ông cho in hình rong biển. Những đơn vị giá trị 30 đồng ông cho in hình sóng nước. Những đơn vị 1 tiền thì in hình đám mây. Những đơn vị năm tiền thì in hình con phượng. Một quan thì vẽ con rồng. Làm giả tiền thì phải tội chém.<sup>1</sup>

Hồ Quý Ly cưỡng chế nhân dân phải lưu hành và chấp nhận tiền giấy. Ông dùng luật quy định rằng nếu ai không chấp nhận tiền giấy của triều đình trong thanh toán, vay mượn và mua bán sẽ bị khép tội và chém đầu. Mỗi người ai cũng chỉ có 1 cái đầu, nếu bị chém đi thì cũng hơi phiền, cho nên, nhân dân Đại Việt dần dần phải chấp nhận tiền giấy. Đây là tiền pháp định đầu tiên, có hiệu lực thi hành trên toàn lãnh thổ của một quốc gia độc lập trong lịch sử tiền tệ thế giới.

Tiền giấy đã được pháp luật nhà Hồ quy định thành những giá trị cao hơn rất nhiều lần so với giá trị rất nhỏ của bản thân tờ giấy. Tiền giấy tồn tại từ năm 1402 đến năm 1407 khi nhà Minh sang xâm lăng nước ta. Sự mất chính quyền của nhà Hồ đã giúp thói quen cầm trong tay những đơn vị tiền bằng đồng nặng hàng năm trở lại với nhân dân Đại Việt. Người ta bắt đầu bỏ tiền giấy và quay trở lại tiền đồng cho đến những năm cuối cùng của triều đại nhà Nguyễn. Nếu chúng ta nhớ rằng, cho đến những năm 1700, nghĩa là gần 300 năm sau cải cách của Hồ Quý Ly ở Việt Nam, châu Âu mới bắt đầu phổ biến tư tưởng của Fransico Quesnay (1694 - 1774) về nguyên tắc phát hành tiền giấy và mãi đến năm 1826, một số vùng của nước Anh mới rải rác bắt đầu dùng luật quy định giá trị cho tiền giấy, chúng ta sẽ thấy sự vĩ đại trong tư tưởng của Hồ Quý Ly. Ông là người đã vượt trước thời đại của mình nhiều năm trong việc phát hành tiền pháp định.

Sau cải cách của Hồ Quý Ly, lịch sử tiền giấy pháp định trải qua rất nhiều giai đoạn chìm nổi. Năm 1609, Ngân hàng tư nhân đầu tiên trên thế giới được thành lập ở Amsterdam, bắt đầu phát hành tiền giấy dưới dạng các chứng thư vàng (gold certificates). Tuy nhiên, tiền giấy của ngân hàng công cộng đầu tiên này là tín tệ, không phải là tiền luật định cho đến ngày nó sụp đổ vào năm 1819. Năm 1690, tiểu bang Massachusetts, một trong các thuộc địa của Anh ở Bắc Mỹ, trả cho những người lính và một số viên chức chính quyền tiền giấy cũng dưới dạng những tín tệ hoàn toàn có thể chuyển đổi ra tiền vàng hoặc khi cần. Tuy nhiên do tiền giấy phát hành quá nhanh, đến một thời điểm, chính quyền thuộc địa không còn đủ kim loại quý để bảo đảm cho tiền. Hệ quả là Rhode Island và South Carolina bắt đầu đưa ra loại tiền giấy không đổi thành vàng vào các năm sau đó. Các xứ thuộc địa ở miền Trung như Delaware - Maryland - New Jersey - New York và Pennsylvania bắt đầu học theo cách của hai tiểu bang nói trên, phát hành loại tiền giấy do pháp luật quy định và không đổi ra vàng bạc vào các năm 20 và 30 của thế kỷ XVIII.

Chính quyền Anh quốc không đồng ý với cách làm của các xứ thuộc địa. Cho đến thời điểm ấy, Ngân hàng Anh quốc, một ngân hàng tư nhân thành lập năm 1694 cũng chỉ được

---

<sup>1</sup> Trần Trọng Kim - Việt Nam sử lược - NXB Tân Việt - Sài Gòn, 4/1958, trang 179

phép độc quyền phát hành tiền giấy trên toàn xứ Anh (England) với điều kiện phải có bảo đảm vàng. Nghĩa là, tiền giấy ở Anh, và có thể nói ở cả châu Âu, lúc bấy giờ vẫn còn là tín tệ chứ chưa phải luật định. Năm 1751, việc phát hành tiền giấy không bảo chứng quý kim bị cấm ở New England và đến năm 1764, tất cả những loại tiền giấy phát hành không có bảo đảm vàng đều bị cấm trên toàn lãnh thổ của 13 thuộc địa Bắc Mỹ. Tiền giấy pháp định lại bị đẩy lùi, nhường chỗ cho tín tệ.

Mặc dù tiền giấy pháp định lại được phát hành để phục vụ cho cuộc chiến đấu giành độc lập năm 1776, nhưng do hậu quả phát hành nhiều, dẫn đến siêu lạm phát trong các năm sau đó, khiến chính quyền liên bang và các tiểu bang của Hoa Kỳ vẫn tiếp tục cấm phát hành tiền giấy không bảo chứng vàng theo Luật Điều tiết tiền tệ năm 1780. Cho đến cuộc chiến tranh Nam Bắc năm 1861, tiền giấy ở Hoa Kỳ vẫn là tín tệ do các ngân hàng tư nhân phát ra. Giấy bạc xanh phát hành trong chiến tranh tiếp tục được phép đổi ra vàng. Và cho đến năm 1879, những tờ giấy bạc xanh tổng cộng bằng 20,67 đô la Mỹ (USD) có giá trị tương đương (và được phép đổi vào bất kỳ lúc nào) với 1 ounce vàng nguyên chất (999,9). Cùng khoảng thời gian ấy, cho đến năm 1847, 1857 và 1866, các Luật điều chỉnh của ngân hàng Anh quốc (Bank of England) vẫn quy định các ngân hàng lưu giữ dự trữ vàng tối thiểu (minimum gold reserves), để đảm bảo cho tiền giấy đã được phát hành cũng như để chuyển đổi nó cho nhân dân mỗi khi họ có nhu cầu.

Năm 1878, Quốc hội Hoa Kỳ áp dụng lần đầu việc quy định tiền giấy giá trị và không cho phép đổi ra vàng hay bạc. Tuy nhiên, thói quen giữ tiền vàng và bạc như là của cải của nhân dân vẫn còn mạnh và năm 1893, Quốc hội lại chuyển trả lại chế độ bảo chứng cho mãi đến năm 1933. Trận đại suy thoái đã thực sự chấm dứt hoàn toàn chế độ tín tệ với bảo chứng vàng. Năm 1933, nhân dân Hoa Kỳ được kêu gọi bán vàng cho chính phủ với giá mỗi ounce bằng 20,67 USD. Từ năm 1933 cho đến năm 1975, giữ vàng như một loại tài sản bị xem là hành động không hợp pháp đối với các công dân nước Mỹ. Và từ những năm sau 1933, tiền giấy, chứng thư vàng của kho bạc Hoa Kỳ, được pháp luật quy định một cách dứt khoát là không được phép đổi ra vàng, có giá trị lưu hành bắt buộc trên toàn lãnh thổ. Giai đoạn tiền giấy pháp định chính thức bắt đầu ở nước Mỹ. Người dân chỉ có thể dùng tiền giấy để mua vàng trên thị trường như một loại hàng hóa bình thường khác. Hoàn toàn không còn khái niệm đổi giấy ra vàng ở những nơi phát hành ra nó như thói quen trước đây.

Những năm đầu thế kỷ XX chứng kiến nhiều biến chuyển lớn về kinh tế và chính trị trên thế giới. Các quốc gia lần lượt đi từ chế độ tín tệ sang luật định. Năm 1928, luật pháp vẫn còn bắt buộc việc phát hành tiền của nước Anh phải có đảm bảo vàng và trong năm ấy, ngân hàng Anh quốc chỉ được phép phát hành 260 triệu pound. Đến tháng 8 năm 1931, con số này lên tới 275 triệu nhưng cũng vẫn là tín tệ. Tháng 3 năm 1933, tiền giấy trong lưu thông của nước Anh chỉ còn 260 triệu, và đến tháng 12 năm 1936, nó chỉ còn 200 triệu pound do nhân dân lo sợ sự mất giá của tiền vì khủng hoảng, đã mang một số đền đổi ra vàng. Chiến tranh thế giới II đã buộc nước này phải từ bỏ quan niệm phát hành tiền giấy bảo chứng vàng có từ những năm 1964. Chi phí cho chiến tranh và sự chuẩn bị cho những cuộc chiến kế tiếp, đã buộc chính quyền Anh phải yêu cầu ngân hàng Anh phát hành những số tiền lớn không bảo chứng. Tháng 9 năm 1939, trong khi tổng dự trữ vàng của Ngân hàng Anh chỉ có giá trị tương đương 280 triệu pound, nước Anh đã phát hành ra thị trường 580 triệu pound. Đến tháng 6 năm 1940, trong khi dự trữ vàng không thay đổi, tiền giấy phát hành đã lên tới 630 triệu, tháng 12/1942: 950 triệu, tháng 12/1945: 1.400 triệu và đến cuối năm 1953: tiền giấy Anh đã lên tới 1.675 triệu pound.<sup>1</sup>

Nước Pháp từ những năm 1928, Nhật Bản từ các năm 1939, 1941 cũng bắt đầu phát hành tiền giấy theo luật định và không có bảo chứng vàng. Số lượng phát hành vào mỗi thời kỳ chỉ nằm trong những giới hạn tối đa do luật pháp quy định (chúng ta sẽ bàn về nguyên tắc này trong các phần sau).

<sup>1</sup> M.H. De Kock - Central Banking - Staple Press, London, 1967, P.31

Sau chiến tranh thế giới II, với sự ra đời đồng loạt các ngân hàng trung ương và việc quốc hữu hóa các ngân hàng trung ương về sở hữu công cộng, việc phát hành tiền có bảo chứng quý kim (hay tín tệ) thực sự chấm dứt trên thế giới. Các nước chỉ còn lưu dụng tiền pháp định và một loại thứ hai quan trọng không kém đó là tiền của ngân hàng (Bank note hay Bank money).

### 2.1.2.3. Tiền của hệ thống ngân hàng trung gian (bank note)

Tiền pháp định (Fiat money) còn được gọi là tiền mặt ngày nay, là tiền của nhà nước, của các chính phủ. Hầu như các chính phủ đều ủy quyền việc phát hành tiền pháp định cho một ngân hàng của chính phủ đó là ngân hàng trung ương. Thông thường, chúng ta gọi tiền mặt hay tiền pháp định là tiền của ngân hàng trung ương để dễ phân biệt với một loại tiền của hệ thống ngân hàng còn lại là hệ thống các ngân hàng trung gian. (Phần 2 sẽ cho biết sự khác nhau giữa hai hệ thống này).

Tiền của hệ thống ngân hàng trung gian (bao gồm các ngân hàng thương mại, các công ty tài chính, các tổ chức tín dụng...) chiếm bộ phận lớn nhất trong tổng khối tiền tệ ngày nay. Một nền kinh tế càng đi dần vào hiện đại, càng phát triển bao nhiêu, nền kinh tế ấy càng sử dụng nhiều hơn tiền do các ngân hàng trung gian tạo ra. Năm 1980, tiền của hệ thống ngân hàng trung gian (NHTG) dưới dạng séc và tài khoản không kỳ hạn dùng trong thanh toán tại Hoa Kỳ, lón gấp 3 lần tổng khối tiền giấy do hệ thống dự trữ Liên bang Hoa Kỳ phát hành. Và đến năm 1993, tổng khối lượng thanh toán bằng séc trong lưu thông lớn gấp 39,4 lần tổng khối lượng thanh toán bằng tiền mặt của nhà nước (Bảng 2.1 dòng 1 và 2).

**Bảng 2.1: Tổng giá trị USD đã được sử dụng trong thanh toán (1978-1993)**

Phương thức thanh toán	Năm			Tỷ lệ % trên tổng giá trị đã được sử dụng		
	1978	1987	1993	1978	1987	1993
Tiền mặt	378	1.400	3.400	0,45	0,41	0,38
Séc	15.000	15.000	134.000	18,13	16,37	15,16
Các loại khác	125	125	995	0,15	0,12	0,11
Tổng giá trị thanh toán bình thường	15.500	56.234	138.395	18,73	16,49	16,65
Chuyển tiền tự động	65.983	281.000	738.300	79,75	82,45	83,52
Thanh toán qua hệ thống điện tử	1.250	3.601	7.290	1,51	1,05	0,82
Tổng thanh toán qua hệ thống điện tử	67.233	284.601	745.590	81,26	83,51	83,34
Tổng cộng	82.733	340.835	883.985	100,00	100,00	100,00

Tuy ngân hàng ra đời từ rất lâu, tiền của nó (bank notes) chỉ thực sự được lưu hành rộng rãi từ đầu thế kỷ XX. Ngân hàng có tầm cỡ lớn đầu tiên, ngân hàng Amsterdam thành lập năm 1609, chỉ làm nhiệm vụ giữ tiền là chủ yếu với một số hoạt động phát hành tín tệ thay cho chính phủ. Từ năm 1609 đến 1694, các ngân hàng đều có quyền tạo ra những tờ giấy bạc có hiệu lực pháp lý như nhau trong lưu thông. Chỉ sau khi các nhà nước lần lượt giới hạn quyền phát hành những loại giấy bạc như thế về một số ngân hàng chính, những ngân hàng còn lại mới bắt đầu có khuynh hướng tạo ra những loại chứng thư cho vay hoặc tiền gửi trong các Ngân hàng trung gian (NHTG) được chấp nhận ở mức độ khá hạn hẹp. Mãi sau 1945, khi các nhà nước đã thực sự quốc hữu hóa các ngân hàng trung ương (NHTW) và độc quyền phát hành giấy bạc pháp định, các loại chứng thư của hệ thống NHTG mới bắt đầu được chấp nhận rộng rãi như tiền.

Nếu chúng ta gửi 1.000VND vào một ngân hàng thương mại (NHTM), chúng ta sẽ nhận được một giấy chứng nhận rằng chúng ta đã gửi và có quyền sở hữu 1.000VND trong

NHTM nói trên. Giấy chứng nhận ấy (hay chứng thư) đã thay thế cho 1.000VND giấy bạc của nhà nước. NHTM hiện đại bắt đầu quá trình tạo ra tiền của nó, khi nó không giữ nguyên vẹn 1.000VND của chúng ta trong tài sản có. Ngày nay không một NHTM nào làm thế vì nó sẽ chết bởi việc trả lãi cho tiền chúng ta gửi trong khi không tạo ra được một đồng lãi khác nào. Vì lý do đó, các NHTM sẽ có khuyễn hướng tìm cách cho vay ngay số tiền chúng ta đã gửi để kiếm lời. Về mặt lý thuyết, các NHTM có thể cho vay đến đồng bạc cuối cùng trong số 1.000VND nói trên. Nhưng như chúng ta sẽ bàn trong phần kế tiếp, các ngân hàng luôn luôn cần có những khoản dự trữ tối thiểu để phòng cho những đợt rút tiền bất ngờ của chúng ta. Khoản dự trữ tiền mặt này gọi là “dự trữ bắt buộc” (reserve requirements).

Giả định rằng NHTM có tỷ lệ dự trữ bắt buộc tối thiểu là 10% nghĩa là cứ có 100VND được gửi vào, ngân hàng sẽ giữ lại 10% hay 10VND làm dự trữ, và tìm cách cho vay 90VND tiền mặt còn lại. Một ngân hàng hoạt động có hiệu quả là một ngân hàng có đủ những khách hàng an toàn để cho vay hết 90% này. Những NHTM kém hiệu quả là những ngân hàng không có đủ thân chủ có thể tin tưởng để cho vay hết tiền. Do vậy, vào cuối kỳ, dự trữ của họ hơn 10%. Trở lại thí dụ trên, giả định tiếp rằng NHTM mà chúng ta gửi 1.000VND vào là một ngân hàng hiệu quả, có nghĩa nó chỉ giữ lại 10% số tiền của chúng ta làm dự trữ và cho vay hết ngay 90% (900VND). Người đến ngân hàng nói trên (tạm gọi là ngân hàng thứ nhất) để vay tiền sẽ sử dụng ngay tiền của họ. Sẽ không ai vay tiền để giữ trong túi ở nhà mà trả lãi. 900VND được người vay tiền xài. Người bán hay người cung ứng dịch vụ cho họ nhận được 900VND, sẽ có thể gửi nó ngay vào ngân hàng. Vì gửi vào ngân hàng thì an toàn hơn và tiền có thể sinh lãi mỗi ngày. Người bán này cũng sẽ nhận được một chứng thư tương đương 900VND đã gửi.

Ngân hàng thứ hai (cũng có thể cùng một ngân hàng thứ nhất) nhận được 900VND sẽ giữ lại 10% hay 90VND trong kho tiền mặt làm dự trữ bắt buộc. Cho rằng đây cũng là một ngân hàng hoạt động hiệu quả, nó có thể cho vay được ngay 90% hay 810VND. Quá trình cứ như thế tiếp diễn, với mỗi lần nhận tiền gửi, 10% bằng tiền mặt được giữ lại và 90% được cho vay ra lưu thông.

**Bảng 2.2: Tóm tắt quá trình tạo ra Bank-notes của hệ thống ngân hàng trung gian**

Ngân hàng	Tài sản nợ		Tài sản có	
Ngân hàng I	Tiền gửi	1.000VND	- Cho vay - Dự trữ bắt buộc	900VND 100VND
Ngân hàng II	Tiền gửi	900VND	- Cho vay - DTBB	810VND 90VND
Ngân hàng III	Tiền gửi	810VND	- Cho vay - DTBB	729VND 81VND
Ngân hàng IV	...		...	
Ngân hàng V	...		...	
Tổng các ngân hàng	Tổng tiền gửi	10.000VND	- Tổng cho vay - Tổng DTBB	9.000VND 1.000VND

Bảng 2.2 là sự thể hiện tóm tắt quá trình trên. Trong thực tế, chỉ có 1.000VND đầu tiên là bằng tiền giấy của nhà nước, từ 1.000 tiền giấy này, hệ thống ngân hàng đã tạo ra tổng cho vay là 9.000VND, 1.000 tiền giấy đầu tiên rải ra thành dự trữ trong hệ thống ngân hàng. Người ta có thể nói rằng các NHTM không hề tạo ra bất cứ một đồng tiền pháp định nào khác ngoài 1.000VND pháp định đã được chúng ta gửi vào đầu tiên. Tuy nhiên, cái mà hệ thống NHTM tạo ra trong thí dụ trên là những khoản cho vay. Đã có một tổng cho vay là 9.000VND phát sinh và thông qua việc phát sinh 9.000VND cho vay này, nền kinh tế đã có những trao đổi, mua bán hoặc sản xuất chung quanh việc sử dụng nó. NHTM đã tạo ra một ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua hoạt động cho vay. Những khoản cho vay ấy là tài sản có do NHTM tạo ra và nó sẽ thu hồi.

Khi chúng ta với tư cách người gửi đến ngân hàng gửi tiền, ngân hàng trao cho chúng ta một chứng thư xác nhận việc chúng ta đã gửi tiền. Có 2 hình thức chứng thư, (1) Chứng thư có kỳ hạn cho biết rằng chúng ta gửi tiền có kỳ hạn mới lấy lại. Kỳ hạn ấy có thể là 3 tháng, 6 tháng, 1 năm hoặc hơn nữa. Tiền gửi có kỳ hạn (time deposits) ngày nay có 2 loại tiền gửi: tiền gửi tiết kiệm (savings deposits) và tiền gửi có kỳ hạn. (2) Chứng thư không kỳ hạn phản ánh rằng chúng ta gửi tiền, nhưng có thể chúng ta cần tiền và rút ra bất cứ lúc nào. Chứng thư không kỳ hạn thường ở dưới hình thức sổ séc, và tiền gửi không kỳ hạn còn được gọi là tiền gửi rút ra theo nhu cầu (demand deposits).

Trong thí dụ trên, tổng tiền gửi là 10.000VND nghĩa là NHTM đã phải xuất ra những chứng thư như sổ séc, sổ tiết kiệm, hoặc sổ tiền gửi có kỳ hạn với tổng giá trị là 10.000VND. Như chúng ta sẽ nghiên cứu kỹ hơn ở phần II, từ 2000 năm trước Công nguyên người ta đã ý thức rằng những chứng thư gửi tiền ấy là những loại hình tương đương tiền, và người ta đã từng dùng nó trong thanh toán khi cần, thay vì phải đến tận ngân hàng rút ra những đồng tiền vàng cho các giao dịch.

Người ta chấp nhận nó dễ dàng vì người ta tin rằng họ có thể dùng nó để rút tiền ra nếu cần. Điều này đặc biệt thuận lợi nếu cả hai bên thanh toán và nhận thanh toán đều gửi tiền ở cùng một ngân hàng. Đến đầu thế kỷ XX, hầu như mọi ngân hàng trong mỗi quốc gia đều liên hệ với nhau dễ dàng thông qua NHTW. Do đó, mọi người đều có thể xem như gửi tiền trong cùng một ngân hàng. Chính cơ sở này đã giúp cho sự thanh toán lẫn nhau bằng chứng thư được dễ dàng. Chứng thư ấy chính là tiền của NHTM hay Bank-notes.

Mẫu chốt để thí dụ đơn giản trong Bảng 2.2 trở thành sự thật như lý thuyết càn đến hai điều. Thứ nhất, các NHTG phải hoạt động tốt một cách tương đối đồng bộ. Nghĩa là vào cuối mỗi kỳ, mỗi NHTG đều cho vay hết đến 90% tiền đã gửi. Thứ hai, là tất cả những khoản tiền mà NHTG thứ nhất đã cho vay sau khi giao dịch sẽ được gửi lại vào hệ thống NHTG. Hay nói cách khác, không có tình trạng lưu dụng tiền mặt hoặc giữ tiền mặt trong túi với thời gian lâu. Chỉ cần lượng tiền mà một NHTG bắt kỳ trong hệ thống cho vay, sau khi giao dịch bị một công chúng giữ lại mà không gửi vào ngân hàng, quá trình trên sẽ tắc nghẽn ở đó và lượng tiền ngân hàng (bank-notes) do các NHTG khác tạo ra sẽ thấp hơn nhiều so với lý thuyết.

Thấp hay cao bao nhiêu so với mức lý thuyết là 10.000VND của thí dụ trên và nguyên nhân của nó là điều chúng ta sẽ bàn ở phần II. Điều quan trọng ở đây là, dù ít hay nhiều, khi NHTG đã nhận được tiền gửi, nó sẽ phải xuất ra các chứng thư xác nhận việc đã gửi của công chúng. Chứng thư ấy là tiền của NHTG. Trong những nền kinh tế kém phát triển, việc gửi tiền vào ngân hàng đôi khi khá khó khăn, là nguyên nhân khiến người ta ít muốn gửi tiền vào NHTM, và không muốn chấp nhận các chứng thư như séc trong trao đổi, thanh toán. Nhưng khi nền kinh tế đã phát triển, hệ thống NHTG được hiện đại hóa từ phương tiện đến con người, việc gửi tiền vào chỉ mất không quá 5 phút và rút tiền ra chỉ trong vòng 30 giây. Người ta sẽ thấy rằng gửi tiền vào ngân hàng là có lợi ích so với giữ tiền mặt trong túi. Vì tiền mặt trong túi thì không sinh lãi so với giữ tiền trong ngân hàng sinh lãi mỗi ngày. Giữ tiền mặt dễ mất hơn là séc trong khi sự tiện lợi là như nhau, vì từ séc có thể chuyển sang tiền mặt một cách nhanh chóng vào bất cứ lúc nào.

Đến lúc ấy, nhân dân sẽ xem séc và các loại chứng thư tiền gửi khác do NHTG cấp cũng chẳng khác gì tiền mà thậm chí còn tốt hơn tiền mặt về nhiều phương diện. Tiền của NHTG (bank-notes) trở thành phương tiện thanh toán như tiền mặt ở các nước Tây Âu - Bắc Mỹ và các nước đang phát triển dựa trên những cơ sở như vậy. Tiền của NHTG (bank-notes) không là tiền pháp định của nhà nước nhưng nó có giá trị không khác gì tiền của nhà nước trong thanh toán và giao dịch. Người ta gọi đó là hình thái gần tiền mặt hay chuẩn tệ (near money). Tiền của NHTG (bank notes) hình thành hai bộ phận quan trọng nhất của tiền tệ ngày nay, đó là 2 loại mà người ta đặt tên là M<sub>1</sub> và M<sub>2</sub> với:

$$M_1 = \text{Tiền mặt (tiền của nhà nước)} + \text{Tiền gửi không kỳ hạn tại các NHTG}$$

và

$$M_2 = M_1 + \text{Tiền gửi tiết kiệm và có kỳ hạn trong các NHTG}$$

Bảng 2.1 ở phần trước cho thấy trong năm 1993, thanh toán bằng tiền mặt trong nền kinh tế Hoa Kỳ chỉ chiếm 0,38% tổng thanh toán. Nhưng thanh toán bằng séc chiếm tới 15,16% hay hơn gấp 37 lần thanh toán bằng tiền mặt. Điều đó cho thấy rằng tiền của NHTG ngày càng chiếm ưu thế tuyệt đối trong giao dịch bằng tiền pháp định, séc, các chứng thư tiền gửi tiết kiệm và có kỳ hạn, một số các loại chứng thư và phiếu nợ khác hợp thành hệ thống các loại tiền tệ ngày nay.

## **2.2. Hệ thống tiền tệ ngày nay**

Thực ra cho đến những năm cuối thế kỷ XX này, định nghĩa và phân biệt giữa các loại tiền với nhau vẫn có nhiều ý kiến không thống nhất. Rất nhiều nhà kinh tế không chấp nhận rằng bank-notes là tiền. Đối với họ, chỉ có tiền mặt của NHTW mới được gọi là tiền. Bên cạnh những quan điểm cực đoan như vậy, lại cũng có những định nghĩa rất rộng về tiền. Ở Anh quốc tiền có từ  $M_0$  cho đến  $M_4$ . Ở Đức, cung ứng tiền  $M_3$  bao gồm  $M_2$  cộng với một số phiếu nợ của chính phủ và các công ty) được xem là quan trọng nhất. Trong khi ở Pháp,  $M_2$  và  $M_4$  được xem là các định nghĩa hợp lý của tiền trong lưu thông.

Trước khi đi vào tìm hiểu các loại M nói trên, điều quan trọng nhất là chúng ta phải định vị cho tiền tệ. Nếu chúng ta đã thống nhất rằng tiền tệ là một phương tiện của trao đổi và được chấp nhận theo luật định như một phương tiện thanh toán trong giao dịch kinh tế, thì điều đó có nghĩa là những loại hình nào thỏa mãn được những tính chất nói trên, đều có thể gọi là tiền. Với cách xác định như vậy thì trong nền kinh tế sẽ có rất nhiều loại tiền, và một đất nước càng phát triển, các hình thái của tiền càng trở nên đa dạng.

Điều quan trọng đầu tiên cần phải hiểu như một dẫn nhập vào hệ thống tiền tệ là tính chất của tiền. Sau khi chế độ tiền được bảo chứng bằng quý kim được thay thế hoàn toàn bởi tiền pháp định, không ai còn nghĩ rằng tiền là một loại vật chất quý như những đồng vàng hay bạc ngày xưa. Tiền mặt hay tiền của nhà nước do NHTW phát ra là một loại hình của giấy nợ hay trái phiếu theo nghĩa của từ Hán - Việt. Khi một người đi làm việc cho nhà nước, hoặc một cơ quan kinh doanh bất kỳ nào đó, cuối mỗi tháng, ông ta hay bà ta nhận được, giả thiết là lương do nhà nước (hoặc tư nhân) trả cho 1 tháng công phục vụ. Đứng trên giác độ tính chất, 1.000.000VND này là những tờ giấy do nhà nước độc quyền phát ra để lượng hóa sản phẩm, hàng hóa, và dịch vụ như sức lao động... và một tháng công lao động đã được đánh giá bằng 1.000.000 đơn vị giấy này.

Đây là một hình thức của giấy nợ, nó có 3 tính chất cơ bản: (1) nó có số đếm từ hàng đơn vị trở lên, cho nên tổng cộng các giấy nợ người ta có thể biết nó là 100, 1000, 100.000 hay 1.000.000, (2) những giấy nợ này mang ý nghĩa của một sự xác nhận rằng, người cầm nó (thí dụ như cầm 1.000.000VND trong thí dụ trên) đã phục vụ cho xã hội (nhà nước hoặc tư nhân) một tháng công lao động, hoặc đã cung ứng một sản phẩm hay hàng hóa gì tương đương như thế, (3) những giấy nợ này được pháp luật quy định rằng nó có thể được dùng để cát trữ, trao đổi thành các loại hàng hóa khác như gạo, mắm, muối, đường, sữa, đóng học phí... Chính với tính chất thứ 3 này các giấy nợ đã trở thành vật trung gian để sức lao động, chất xám, kỹ năng... được chuyên hóa thành các vật phẩm khác phục vụ cho sự tồn tại và phát triển của cuộc sống của mỗi cá nhân.

Do tiền là một giấy nợ (I owe you), một tính chất tiếp theo ràng buộc việc phát hành các giấy nợ là đơn vị phát hành (trong trường hợp tiền mặt là NHTW hay chính phủ) chỉ có thể tạo ra thêm giấy nợ nếu thực sự có những sự phục vụ khác phát sinh nghĩa là có người cho vay sản phẩm, dịch vụ hay sức lao động. Một cách dễ hiểu, chủ nợ (thí dụ là NHTW) chỉ được phép phát hành ra thị trường những đơn vị 1.000.000VND mới, nếu thực sự có những cá nhân khác đã đóng góp cho xã hội 1 tháng công lao động như người thứ nhất. Hoặc một sản phẩm, một dịch vụ hoặc một lợi ích nào đó cho xã hội tương đương với điều trên. Các loại giấy của NHTW như séc, chứng thư tiền gửi có và không có kỳ hạn, chứng thư tiết kiệm, tín phiếu... cũng mang một tính chất như thế. Cái khác nhau là trong trường hợp giấy nợ là tiền mặt pháp định của chính phủ thì người cho vay để được hưởng giấy nợ của chính phủ là tất cả các thành phần nhân

dân với khoản cho vay là sản phẩm, hàng hóa, công lao động hoặc những dịch vụ khác do chính họ làm ra cho xã hội như nhà nông, binh sĩ, công nhân, thầy giáo, kỹ sư...

Trong trường hợp giấy nợ là tiền của NHTG (bank-notes), thì người cho vay để được hưởng giấy nợ của các NHTG là những người gửi tiền pháp định vào ngân hàng. Khoản cho vay là tiền mặt pháp định của chính phủ. Điều đó có nghĩa là người cho vay đã chuyển từ một hình thức giấy nợ không lãi của chính phủ (tiền mặt pháp định) thành những loại giấy nợ khác có lãi của các NHTG. Đây là điều vô cùng quan trọng, nó quyết định sự tồn tại của các loại giấy nợ của NHTG. Trong một nền kinh tế hoạt động chặt chẽ và hiệu quả, nhân dân đồng thời phục vụ cho xã hội theo ngành nghề và theo cách của mình, để rồi cuối mỗi tuần hoặc tháng, họ nhận được những giấy nợ không lãi của chính phủ. Sau đó, để kinh tế hóa các giấy nợ này, họ cấp tốc đem nó gửi vào các NHTG để nhận một loại giấy nợ thứ hai được trả lãi đến từng ngày như một khoản đầu tư.

Xã hội tồn tại và phát triển trên sự trao đổi giữa các dạng vật chất khác nhau như sức lao động, trí tuệ, sản phẩm... để đổi lấy các dạng vật chất như thực phẩm và tiện nghi đời sống. Phương tiện để các loại hình trao đổi này diễn ra thuận lợi, thúc đẩy quá trình liên tục sáng tạo của con người là các loại giấy nợ kể trên. Các loại giấy nợ này cho đến ngày nay, được thống nhất gọi tên là tiền, là tài sản hay là các khoản đầu tư. Sự đa dạng trong các loại hình giấy nợ theo tiến trình phát triển của nền kinh tế, hình thành nên hệ thống tiền tệ. Ở các nước đã phát triển, hệ thống tiền tệ bao gồm:

### **2.2.1. Tiền mạnh**

Tiền mạnh (high-power money) là cách gọi tên của các loại tiền được xác định là tiện lợi nhất trong thanh toán. Nghĩa tiện lợi ở đây được hiểu là dễ dàng đến mức tối đa ở mọi nơi và mọi lúc khi cần trao đổi thành các vật phẩm khác để tiêu dùng. Tiền mạnh có 2 loại chính:

#### **2.2.1.1. Tiền mặt pháp định**

Thông qua NHTW, các chính phủ phát hành loại giấy nợ “tiền mặt pháp định”. Đây là loại giấy nợ hoàn toàn không có lãi suất và thậm chí lãi suất có thể âm nếu người giữ nó quá lâu, nửa năm hoặc một năm trong những nước có lạm phát cao. Nghĩa là giá trị thực của nó bị bào mòn. Tuy nhiên, tiền pháp định là loại hình thường được tín nhiệm nhất bởi hai lý do đơn giản. Thứ nhất, nó là tiền của chính phủ, mà nhân dân thì bao giờ cũng tin chính phủ của mình hơn bất kỳ tổ chức nào khác. Thứ hai là tiền mặt có hiệu lực trao đổi trên toàn lãnh thổ. Một người cầm séc của một NHTG tại Thành phố Hồ Chí Minh chưa chắc đã mua được hàng ở các tỉnh Lai Châu, Sơn La. Nhưng một người cầm tiền mặt có thể trao đổi nó để lấy những số lượng nhất định hàng hóa ở bất kỳ đâu trên lãnh thổ Việt Nam. Vì luật pháp chỉ quy định tiền mặt của chính phủ (chứ không phải séc của NHTG) là có hiệu lực thi hành ở mọi nơi, hang cùng ngõ hẻm của Việt Nam, thì séc của NHTG vẫn không có đủ sự tiện lợi như tiền mặt.

Tiền mặt là loại phiếu nợ tiện lợi nhất, hay có khả năng thanh toán cao nhất và nhanh nhất vì những lý do trên. Chính khả năng thanh toán cao nhất và nhanh nhất này giải thích vì sao có rất nhiều người thích giữ tiền mặt hơn là các loại phiếu nợ khác mặc dù nó hoàn toàn không để ra lãi. Và điều này có ở ngay những nước công nghiệp chứ không cứ gì ở các nước đang phát triển, là nơi mà hệ thống và mạng lưới ngân hàng còn chưa đầy đủ để phục vụ cho các hình thức thanh toán khác tiền mặt. Nếu có hai người, một người giữ tiền mặt và một người giữ tiền của NHTG cũng chợt phát hiện ở một cửa hàng hẻo lánh có một món hàng tốt được bán với giá rất rẻ, thì đương nhiên người có tiền mặt có thể được chấp nhận ngay, khi anh ta ngỏ ý muốn mua trong khi người cầm các loại tiền khác của NHTG sẽ mất cơ hội tốt nói trên, nếu người chủ cửa hàng không chấp nhận tiền của anh ta do không biết ngân hàng mà anh ta đã gửi tiền.

Tiền giấy, tiền mặt, tiền pháp định, tiền của NHTW, tiền của chính phủ... là những cách gọi khác nhau của cùng một loại tiền do sự biến thể của dân gian sử dụng. Tổng tiền mặt mà NHTW phát hành ra trong lưu thông được gọi là cơ sở tiền tệ (Monetary Base) bao gồm 2 phần: tổng tiền giấy trong tay nhân dân và tổng tiền giấy nằm trong kho của hệ thống ngân

hàng dưới hình thức dự trữ bắt buộc. Về nguyên tắc, tiền mặt chỉ được phát hành khi và chỉ khi có những dịch vụ, hàng hóa hay tài sản mới phát sinh trong xã hội. Trong cơ sở tiền tệ, chỉ có tiền mặt trong tay nhân dân (hay tiền mặt ngoài ngân hàng) là thành phần của  $M_1$ . Tháng giêng năm 1996, tiền mặt trong tay nhân dân Mỹ là 317 tỷ USD (nhưng cơ sở tiền tệ là 373,6 tỷ USD), của Pháp đến tháng 2 năm 1996 là 242,2 tỷ FRF.

### **2.2.1.2. Tiền gửi không kỳ hạn tại các NHTG**

Bộ phận thứ hai của tiền mạnh là tiền gửi không kỳ hạn (demand deposits) vào mỗi thời điểm trong các tài khoản không kỳ hạn của các NHTG. Tổng tiền gửi không kỳ hạn không phải là tiền mặt nhưng nó là tổng số khả năng có thể viết séc để chi tiêu hoặc chuyển nhượng khi cần. Do vậy, tiền gửi không kỳ hạn còn được gọi là tiền trong tài khoản séc (checking accounts). Tiền gửi không kỳ hạn chỉ tương đương với tiền mặt khi nó được rút ra. Vào tháng giêng năm 1996, tổng tiền gửi không kỳ hạn của nước Mỹ tương đương 811 tỷ USD.

Khả năng tiện lợi của tiền gửi không kỳ hạn trong thanh toán phụ thuộc vào tổ chức và hoạt động của NHTG đã phát hành ra nó. Nếu chúng ta gửi tiền vào tài khoản này ở một NHTG có chi nhánh ở khắp nơi trên lãnh thổ kể cả những vùng xa xôi hẻo lánh nhất, thì séc do chúng ta viết ra có hiệu lực thanh toán và được chấp nhận nhanh chằng kém gì tiền mặt. Đó là lý do ở các nước phát triển, người ta xem nó như là một loại tiền mạnh. Tuy nhiên, nếu ngân hàng mà chúng ta gửi tiền vào có quá ít chi nhánh hoặc không quan hệ tốt với các ngân hàng khác, séc của nó do chúng ta viết ra và được chấp nhận trong thanh toán ở vùng này, nhưng chưa chắc đã được chấp nhận ở các vùng khác. Điều này giải thích vì sao ở các nước mới phát triển, tiền séc (hay tiền trong tài khoản không kỳ hạn) vẫn chưa được xem là tiền mạnh.

Tiền gửi không kỳ hạn là loại hình gần tiền mặt nhất trong tất cả các loại tiền của NHTG. Khả năng chuyển đổi từ nó sang tiền mặt là nhanh nhất, vào bất kỳ lúc nào. Khả năng chuyển đổi thành tiền mặt, được gọi là khả năng thanh khoản (Liquidity). Trước thập niên 70, tiền trong tài khoản không kỳ hạn không được hưởng lãi suất. Nói cách khác, phiếu nợ loại này không có lãi vì người ta xem nó chẳng khác nào tiền mặt. Cuối thập niên 70, nhiều NHTG đã bắt đầu trả lãi trên loại tiền này. Tuy nhiên, cho đến hiện nay, lãi suất của nó vẫn là thấp nhất trong hệ thống lãi suất của các loại giấy nợ (IOU) hay tiền khác của NHTG (ngoại trừ tiền mặt của NHTW với lãi suất = 0).

Tổng tiền mặt trong tay nhân dân và tổng tiền gửi không kỳ hạn trong toàn bộ hệ thống NHTG hình thành nên tổng cung tiền  $M_1$  trong nền kinh tế. Tháng 2 năm 1996,  $M_1$  trong nền kinh tế nước Pháp là 1.621 tỷ FRF, của Mỹ là 1.119,1 tỷ USD.

### **2.2.2. Các loại tiền - tài sản khác**

Người ta gọi các loại tiền (hay phiếu nợ) sau đây là tiền - tài sản bởi vì nó đồng thời có 2 tính chất: là phương tiện trao đổi, thanh toán và cũng là một khoản đầu tư với lãi suất cao và được tính đến từng ngày. Loại tiền - tài sản này có tính thanh khoản kém hơn nhiều so với tiền mạnh, và đó là điều khác nhau cơ bản.

#### **2.2.2.1. Tiền gửi có kỳ hạn**

Tiền gửi không kỳ hạn (demand deposits) là bộ phận lớn nhất trong cung ứng tiền  $M_1$ . Vào năm 1980, 90% cung ứng tiền  $M_1$  của Hoa Kỳ là séc và chỉ có 10% là tiền mặt. Tuy nhiên, cũng vào năm nói trên, tiền gửi có kỳ hạn (time deposits) lại nhiều gấp đôi tiền gửi không kỳ hạn. Và vào tháng giêng năm 1996, chỉ có 317 tỷ USD là tiền mặt trong tay nhân dân được dùng để thanh toán trong khi có tới 811 tỷ là séc và 2559,8 tỷ USD là tiền dưới dạng tiền gửi có kỳ hạn.

Tiền gửi có kỳ hạn phổ biến nhất là tiền gửi tiết kiệm (savings deposits) trong các NHTM hoặc các ngân hàng tiết kiệm, quỹ tiết kiệm..., và những tiền gửi có thời gian xác định khác. Điểm khác nhau giữa tiền gửi có và không có kỳ hạn là tiền gửi có kỳ hạn được trả lãi suất cao (ít nhất là cao hơn tiền gửi không kỳ hạn) và chỉ được rút ra khi tới thời gian đã định trước của nó (3 tháng, 6 tháng, 1 năm hay hơn nữa...) kể từ thời điểm gửi vào. Nếu

người gửi muốn rút đột xuất ra tiền mặt, ít nhất phải báo trước cho ngân hàng một số ngày. Thông thường trong những trường hợp như vậy, lãi suất sẽ bị giảm đến mức rất thấp.

Các loại tiền gửi có kỳ hạn phổ biến hiện nay là:

#### 2.2.2.1.1. Tiền gửi tiết kiệm

Tiền mặt gửi vào tài khoản tiết kiệm là hình thức thông dụng để làm lợi cho những trái phiếu không lãi. Có 2 loại tiền gửi tiết kiệm:

a/ Tiền gửi tiết kiệm được thông báo:

Hàng tháng, những người gửi tiền mặt vào tài khoản này, nhận được một báo cáo chi tiết về tình hình phát sinh của các giá trị trong tài khoản mình: những số tiền đã được rút ra, chuyển đi hay gửi thêm vào (nếu có), lãi suất phát sinh trong tháng, tồn khoán vào cuối kỳ. Người gửi có thể rút tiền hoặc gửi thêm vào bằng đường bưu điện.

b/Tiền gửi tiết kiệm có sổ:

Những người gửi tiền mặt vào tài khoản này nhận được một cuốn sổ để theo dõi tình hình tiền gửi của mình giống như sổ tiết kiệm ở Việt Nam. Tài khoản tiền gửi tiết kiệm có sổ yêu cầu người gửi phải trực tiếp mang sổ đến ngân hàng hoặc chi nhánh của nó, mỗi khi có nhu cầu gửi thêm tiền mặt vào hoặc rút bớt ra hay chuyển vào tài khoản khác. Sau mỗi lần như vậy, ngân hàng sẽ thực hiện những ghi chú trên sổ để diễn giải những gì đã phát sinh.

#### 2.2.2.1.2. Tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ

Ở các nước đã phát triển, người ta phân tiền gửi có kỳ hạn dưới 100.000 USD ra thành nhóm tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ nhằm phân biệt với những loại tiền gửi có số lượng lớn hơn thuộc vào nhóm tiền tệ M<sub>3</sub>. Sở dĩ có sự phân loại thành M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub>, M<sub>3</sub> là vì - điều mà chúng ta sẽ làm rõ dưới đây - nhằm tách những loại tiền khác nhau về mặt thanh khoản ra thành từng nhóm. Các nhóm tiền càng đi về sau này, càng có khả năng thanh khoản kém hơn và càng mang tính chất của một khoản đầu tư. Tuy nhiên ở những nước đang phát triển với thị trường tiền tệ chưa hoàn chỉnh, chưa có sự phân biệt giữa M<sub>1</sub> và M<sub>3</sub> và tất nhiên là chưa có việc chia ra “Tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ” hay “loại lớn”.

Tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ ở các nước phát triển bao gồm các thành phần sau:

a/ Chứng thư tiền gửi có kỳ hạn

Là các loại chứng thư tiết kiệm (Savings certificates) - giấy chứng nhận tiền gửi có kỳ hạn (Certificates of deposits - CDs). Theo quy định của các NHTW các nước đã phát triển, các loại chứng thư này có giá trị không lớn hơn 100.000 USD. Các loại chứng thư này thường là những tờ giấy chứng nhận có 2 mặt (như công trái, trái phiếu ở Việt Nam) trên đó ghi rõ nơi phát hành, ngày phát hành, đơn vị phát hành, số tiền mặt đã gửi vào, lãi suất (%), ngày hoàn vốn và lãi hay là ngày đáo hạn (Maturity). Giống như các loại tiền gửi có kỳ hạn khác, loại chứng thư này có thể dùng để giao dịch, thế chấp hoặc đem bán như một loại tài sản. Nhưng nó không được dùng để rút tiền mặt ra trước ngày đáo hạn. Nếu chúng ta nhất thiết phải rút ra như thế, chúng ta phải chịu lãi suất phạt do đơn vị phát ra áp đặt.

b/ Trái phiếu tiết kiệm

Là loại hình gửi tiền có kỳ hạn bằng cách dùng tiền mặt để mua các phiếu nợ tiết kiệm do kho bạc, chính phủ, chính quyền địa phương hay các công ty, ngân hàng phát ra, tùy theo mức độ phát triển của mỗi quốc gia, loại trái phiếu thông thường khác về mục tiêu phát hành và lãi suất. Mục tiêu phát hành của loại trái phiếu này là nhằm huy động những đồng tiền để dành và tiết kiệm của nhân dân, cho nên loại vốn này - sau khi huy động - phải được dùng vào những việc có lợi ích cho xã hội và tuyệt đối an toàn. Tiếp theo là lãi suất. Lãi suất loại trái phiếu này thường cao hơn các trái phiếu đầu tư khác, nhằm thể hiện sự ưu đãi những đồng tiền gửi xuất phát từ sự dành dụm của nhân dân lao động. Thời gian đáo hạn của loại trái phiếu này thường là 1 năm trở lên đến hàng chục năm.

Trái phiếu tiết kiệm do kho bạc phát ra có thể được gọi là trái phiếu tiết kiệm kho bạc (Treasury-Saving bonds). Trái phiếu tiết kiệm do chính quyền trung ương hoặc địa phương phát ra, vì mục đích huy động vốn cho những công trình xây dựng cơ bản lâu dài vốn có thể nằm dưới tên gọi: trái phiếu đô thị hoặc trái phiếu nhà nước (công trái tại Việt Nam). Trái phiếu tiết kiệm do các công ty, tổ chức tài chính hay ngân hàng phát hành được gọi chung là trái phiếu tiết kiệm.

### **2.2.2.2. Trái phiếu ngắn hạn được mua lại của các NHTM**

Loại phiếu nợ hay tiền này được viết tắt là REPO hoặc RPs (Overnight Repurchase Agreement of Commercial Banks). Theo luật ngân hàng ở các nước phát triển, các NHTM được phép bán các loại trái phiếu của nhà nước hoặc trái phiếu của chính ngân hàng cho nhân dân, để thu tiền mặt về trong những hoàn cảnh cấp bách với thỏa thuận sẽ mua lại nó với giá cao hơn (giá cũ kèm với lãi suất) trong những khoảng thời gian rất ngắn (một đêm, một ngày, hai, ba ngày hay một tuần...). Loại tiền ngắn hạn này giúp các NHTG, các tập đoàn sản xuất giải quyết những yêu cầu gấp về tiền mặt cho sản xuất và kinh doanh.

### **2.2.2.3. Trái phiếu đô la euro (euro-dollar)**

Loại phiếu nợ này rất phổ biến ở các nước công nghiệp trong khối G-10. Đô la euro là một loại chứng thư có thể được chuyển đổi dễ dàng thành USD khi cần thiết, thường do các ngân hàng ngoại thương phát ra. Loại phiếu nợ này cũng có 2 mặt ghi chú rõ ràng ngân hàng ngoại thương đã phát hành ra nó, nơi phát hành, ngày phát hành, lãi suất, ngày đến hạn và số tiền USD trên bề mặt của nó...

Khi nhân dân muốn đầu tư vào loại tài sản (hay phiếu nợ) này để hưởng lãi suất, họ đem USD ra mua lấy nó. Giá trị của nó trên tay người cầm là tương đương với giá trị USD đã bỏ ra để mua cộng với tiền lãi tính từ ngày mua cho đến thời điểm nói trên. Loại phiếu nợ này khi mua cũng phải mua bằng USD và khi bán (hoặc khi đến hạn) cũng được các ngân hàng ngoại thương trả lại bằng USD.

### **2.2.2.4. Tiền gửi trong các quỹ tín dụng của thị trường tiền tệ**

Ở các nước có thị trường tiền tệ lớn như Nhật, Mỹ, Pháp, Đức, Anh..., khi nhân dân có một ít tiền mặt tiết kiệm và không muốn mất công làm thủ tục gửi vào các ngân hàng vì không đáng, và cũng có thể vì họ có thể bất chợt rút ra ngay sau khi gửi chỉ vài ba hôm, để thuận tiện họ thường gửi vào các quỹ tiết kiệm, các quỹ tín dụng trên thị trường tiền tệ. Hầu hết các khoản gửi này có lãi suất khá cao (vì đây là biện pháp mà thị trường tiền tệ dùng để thu hút tiền nhàn rỗi ngắn hạn). Thời gian gửi rất ngắn từ một ngày đến vài ba tuần, số lượng có thể rất nhỏ (tương đương 100 hoặc 200 USD) đến rất lớn.

Tổng hợp các loại tiền nhàn rỗi rất ngắn hạn này lại hình thành nên những khoản vốn rất khổng lồ. Người gửi cũng được phép viết séc để thanh toán và thường là họ trao thẳng chứng thư cho đối tác của họ khi thanh toán. Đối tác của họ có thể dùng chứng thư hay phiếu nợ này để mua bán tiếp hoặc đem đến quỹ để đổi tiền mặt.

### **2.2.2.5. Tài khoản gửi ở thị trường tiền tệ (money market deposit accounts)**

Loại tiền gửi vào tài khoản này có thời gian dài hơn. Người gửi cũng có quyền viết séc để thanh toán khi cần với số tiền được giới hạn. Lãi suất cũng khá cao như phiếu nợ của các quỹ tín dụng trên thị trường tiền tệ. Chứng thư của loại tài khoản này cũng là một loại tài sản mang tính đầu tư ngắn hạn vừa có thể được dùng để mua bán hoặc thanh toán trên thị trường tiền tệ.

### **2.2.2.6. Các loại tiền theo nghĩa rộng hơn (broader definition of money)**

Thành phần tiền theo nghĩa rộng (hay phiếu nợ cũng thế) bao gồm các loại tiền đã kể trên (được gọi chung là M<sub>2</sub>) với một số loại khác. Tiền theo nghĩa rộng được các nước đã phát triển thống nhất gọi tên là M<sub>3</sub>. Những loại khác trong thành phần của M<sub>3</sub>, ngoài M<sub>2</sub> là:

#### **2.2.2.6.1. Tiền gửi có kỳ hạn loại lớn**

Khác với tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ, tiền gửi có kỳ hạn loại lớn ở các nước công nghiệp tương ứng với những khoản gửi từ 100.000 USD trở lên. Cái khác nhau cơ bản giữa loại chứng thư này với loại chứng thư của tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ ở mục 2.2.2.1.2 là chứng thư loại nhỏ không được chuyển thành tiền mặt khi chưa đến hạn, trong khi loại lớn thì có thể chuyển dễ dàng mà không phải chịu phạt. Hầu hết các xí nghiệp, tập đoàn sản xuất ở các nước công nghiệp đều sở hữu rất nhiều loại trái phiếu này. Họ có thể dùng nó để thanh toán tiền hàng trong sản xuất, mua bán. Có thể dùng chính nó để mua bán trên thị trường tiền tệ. Có thể dùng nó để chuyển ngay thành tiền mặt của nhà nước hoặc cất giữ nó để hưởng lãi

suất như một loại tài sản được đầu tư. Trên thị trường tiền tệ, loại này có tên gọi là Jumbo CDs (jumbo certificates of deposits).

#### 2.2.2.6.2. Các loại trái phiếu được mua lại của các ngân hàng, quỹ tiết kiệm, quỹ tín dụng

Loại tiền này giống như tiền ở mục 2.2.2.4, với tên gọi riêng là Term RPs (term of repurchase agreement of commercial banks, savings banks, savings and loan associations). Cái khác nhau chủ yếu của loại này là trái phiếu dài hạn với thời gian tối thiểu một tuần trở lên đến hàng tháng, hàng năm. Giá trị tiền gửi trên bề mặt của nó cũng khá lớn, lãi suất cao.

#### 2.2.2.6.3. Đô la euro (euro-dollar)

Giống như đô la Euro ở mục 2.2.2.3 nhưng với thời gian đáo hạn dài hơn.

Vấn đề khác nhau rất quan trọng giữa các thành phần vừa kể trên của cung ứng tiền  $M_3$  và các thành phần tương tự của nó ở cung ứng tiền  $M_2$ , là khả năng thanh toán (liquidity) hay nói dễ hiểu hơn, là khả năng chuyển đổi từ các loại tiền nói trên trở lại thành tiền mặt của nhà nước. Các thành phần tiền của  $M_2$  (RPs - Euro dollar - CDs) có thanh khoản cao hơn những loại tương tự của  $M_3$  (Jumbo RPs, Term Euro dollar-Jumbo CDs) vì điều đơn giản là nó có thời gian đáo hạn (thời gian mà các đơn vị phát ra nhận lại nó để trả tiền mặt) ngắn hơn. Từ định nghĩa về thanh khoản (liquidity) viết tắt là L, và khả năng thanh toán nhanh hay chậm, xuất hiện loại tiền cuối cùng trong hệ thống tiền tệ ở Anh gọi là  $M_4$ , ở Hoa Kỳ, Pháp, Đức, Nhật và nhiều nước khác gọi là L.

#### 2.2.2.7. Các loại tài sản thanh khoản (liquidity assets) khác

Chứng thư của các loại tài sản thanh khoản này là một loại hình của tiền vì nó có đủ những tính chất như các loại tiền nói trên: có thể dùng để thanh toán, mua bán, trao đổi, dự trữ để lấy lãi hoặc chuyển thành tiền mặt của nhà nước khi cần.

Chứng thư tài sản thanh khoản (L) cũng là phiếu nợ (trái phiếu) như các loại trên. Đơn vị phát ra nó là con nợ hay người đi vay. Người cầm nó là chủ nợ, người cho vay, L bao gồm tất cả  $M_3$  ở trên và một số phiếu nợ khác như:

- Trái phiếu kho bạc (Treasury bonds)
- Cổ phiếu kho bạc (Treasury shares)
- Trái phiếu công ty (Corporate bonds)
- Cổ phiếu công ty (Corporate shares)
- Thương phiếu (Commercial papers)
- Hối phiếu kho bạc (Treasury bills)
- Các loại phiếu nợ hay chứng khoán (Securities) khác.

Tất cả các loại tiền nói trên hợp thành hệ thống tiền tệ. Bảng 2.3 dưới đây trình bày cách phân loại phổ biến hiện nay của các nước về hệ thống tiền tệ.

**Bảng 2.3 - Các loại tiền tệ và hệ thống tiền tệ hiện nay**

Cung ứng tiền	Thành phần của nó
$M_1A$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiền mặt của nhà nước</li> <li>- Tiền gửi không kỳ hạn</li> </ul>
$M_1B$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <math>M_1A</math></li> <li>- Tiền gửi trong các tài khoản dùng séc (NOW accounts, credit cards...)</li> </ul>
$M_2$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <math>M_1B</math></li> <li>- Các khoản gửi tiết kiệm</li> <li>- Các khoản gửi có kỳ hạn (ngắn)</li> <li>- Đơn vị nhỏ của tiền gửi có kỳ hạn (small-denomination time deposit - CDs)</li> <li>- Trái phiếu ngắn hạn được mua lại của NHTM (overnight REPOS)</li> <li>- Euro đô la loại nhỏ</li> <li>- Tiền gửi trong các quỹ tín dụng của thị trường tiền tệ (money market fund deposits)</li> <li>- Tài khoản gửi ở thị trường tiền tệ (money market deposits accounts)</li> </ul>

$M_3$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <math>M_2</math></li> <li>- Đơn vị lớn của tiền gửi có kỳ hạn (large-denomination time deposits - jumbo CDs)</li> <li>- Trái phiếu dài hạn được mua lại của NHTM và các hệ thống tài chính khác (RPs)</li> <li>- Euro đô la loại lớn</li> </ul>
$L$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <math>M_3</math></li> <li>- Các loại chứng thư Euro dollar lớn khác</li> <li>- Trái phiếu (kho bạc, công ty, đô thị)</li> <li>- Cổ phiếu (kho bạc, công ty, đô thị)</li> <li>- Trái phiếu tiết kiệm (savings bonds)</li> <li>- Thương phiếu (commercila papers)</li> </ul>

Có những lưu ý đặc biệt cần thiết để nhận thức và phân biệt các loại tiền nói trên một cách dễ dàng, đó là:

1) Tất cả những loại tiền trong hệ thống trên đều là phiếu nợ (hay trái phiếu). Hoặc là phiếu nợ của chính phủ (trường hợp tiền mặt) hoặc là phiếu nợ của các NHTG, công ty, chính quyền địa phương và các tổ chức tín dụng khác...

2) Hoạt tính cơ bản để chúng được gọi là tiền gồm 3 khả năng: thứ nhất, chúng có thể được dùng để trao đổi, thanh toán khi mua hoặc bán hàng hóa, sản phẩm, sức lao động, trí tuệ... Ở các nước công nghiệp, tiền lương hàng tháng được trả thẳng vào tài khoản tiết kiệm của công nhân ở ngân hàng. Và vì lý do thứ nhất này, chúng không khác gì tiền mặt của nhà nước. Thứ hai, chúng có thể được dùng để mua bán hoặc chuyển nhượng hoặc đầu tư bởi vì chúng sinh ra lãi mỗi ngày ngoại trừ tiền mặt với lãi suất = 0. Cuối cùng, chúng có thể được chuyển thành tiền mặt của chính phủ vào bất cứ lúc nào. Chính khả năng thứ ba này đã làm cho chúng được chấp nhận không khác gì tiền mặt.

3)  $M_1$  (bao gồm tiền mặt của chính phủ và các khoản gửi có chứng thư trong tài khoản gửi không kỳ hạn) được gọi là tiền mạnh hay tiền theo nghĩa hẹp (narrow money) bởi vì nó là những loại tiền có hiệu lực thanh toán cao nhất, được chấp nhận rộng rãi nhất, và do vậy, nó có khả năng trao đổi mạnh nhất ở bất cứ nơi đâu và bao giờ trên lãnh thổ. Tuy nhiên, loại tiền này là một loại tài sản không sinh lợi (lãi suất của tiền mặt bằng không và lãi suất của tiền gửi không kỳ hạn thì vô cùng nhỏ), cho nên, nó không có ý nghĩa như một hành động đầu tư mỗi khi chúng ta sở hữu nó.

4) Ngược lại với  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  và  $L$  là những loại vừa là tiền vừa là tài sản sinh lợi. Điều quan trọng ở đây là một nền kinh tế càng phát triển bao nhiêu, nhân dân càng quý thời gian, tiền bạc, tài sản và luôn luôn muốn làm lợi thêm từ những tài sản đã có. Do vậy, kinh tế càng phát triển, xu hướng nhân dân chuyển tiền từ loại không sinh lãi ( $M_1$ ) sang các loại cũng là tiền nhưng đem lại lãi suất ( $M_2$  -  $M_3$  -  $L$ ) là càng lớn. Điều đó giải thích vì sao ở các nước công nghiệp, các loại vừa là tiền vừa là tài sản đầu tư:  $M_2$ ,  $M_3$ ,  $L$  bành trướng nhanh chóng nhiều lần hơn  $M_1$ . Bởi vì giữ  $M_1$  trong tay chỉ được mỗi một điều tiện lợi là dễ dàng trong trao đổi và thanh toán. Trong khi giữ các loại tiền khác như  $M_2$ ,  $M_3$  và  $L$  vẫn vừa tiện lợi trong thanh toán, mà đồng thời có được điều thứ hai là nó sinh ra lợi tức mỗi ngày như một hoạt động đầu tư.

5) Tiền mặt là phiếu nợ do chính phủ phát ra. Các loại tiền còn lại trong hệ thống là phiếu nợ do NHTG và các tổ chức khác phát ra. Điều quan trọng là phải có tiền mặt của chính phủ nộp vào thì mới phát sinh các loại phiếu nợ hay tiền khác trong hệ thống. Do vậy, việc quản lý cung ứng tiền mặt là một trong các cách mà NHTW dùng để điều tiết độ lớn nhỏ của các loại tiền còn lại.

Bên cạnh đó, việc phân các loại tiền hay phiếu nợ ra thành  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ ,  $L$  không phải là việc ngẫu nhiên. Mục tiêu của nó là giúp NHTW và chính phủ: (1) theo dõi mức độ đầu tư trong nước vào các loại tài sản sinh lợi, và (2) giúp nền kinh tế - trong hoàn cảnh mà các nguồn lực đều hạn chế - huy động được một cách tốt nhất tài nguyên, các nguồn tài sản (vì tiền là tài sản,

là công sức của nhân dân) khác nhau trong toàn dân vào guồng máy sản xuất kinh doanh, tránh sự lãng phí, phục vụ tốt nhất cho việc mở rộng sản lượng và tăng trưởng thu nhập.

Trong những nền kinh tế đã phát triển, các loại phiếu nợ (ngoài tiền mặt) đồng thời cũng là hàng hóa, người ta, sau những khoảng thời gian đem tiền mặt ra mua nó từ NHTG hoặc các tổ chức khác, nếu cần tiền mặt cho những chuyến đi xa hoặc giao dịch đột xuất, có thể đem bán nó lại trên thị trường tiền tệ để lấy tiền mặt. Cần lưu ý rằng nếu phiếu nợ đó đã đáo hạn, người chủ chỉ đơn giản mang nó đến nơi phát hành là có thể nhận lại tiền mặt, vốn và lãi. Tuy nhiên, những công việc đột xuất thường ít khi cho phép chúng ta chờ, và trong những trường hợp như vậy có 1 trong 2 cách giải quyết; dùng trực tiếp phiếu nợ đó để thanh toán những chi phí cần thiết, hoặc đem bán nó đi trên thị trường tiền tệ để lấy tiền mặt về.

Trong cả hai trường hợp, giá trị của phiếu nợ sẽ được quyết định dựa trên hai cơ sở, là số tiền trên bì mặt của phiếu cộng tiền lãi của nó kể từ ngày gửi đến ngày được đem ra bán, và kết quả của thương lượng giữa bên bán và bên mua, trong đó yếu tố cần gấp hay không của người muốn bán, và tình hình của thị trường tài chính là những dữ kiện cấu thành kết quả của việc thương lượng. Trong những nước đã và đang công nghiệp hóa, dịch vụ mua bán này hàng ngày, hàng giờ diễn ra với những khối lượng khổng lồ. Rất nhiều công ty và tổ chức chuyên môn làm các công việc như phát hành trái phiếu, đại lý mua bán, cho vay mua bán hoặc môi giới cho các đối tác mua và bán trên thị trường. Đối với những phiếu nợ ngắn hạn từ 6 tháng trở xuống đến một vài ngày, thị trường mua bán nó được gọi là thị trường tiền tệ. Đối với những phiếu nợ dài hạn từ 181 ngày trở lên đến hàng vài ba năm hoặc hơn nữa, thị trường mua bán nó được gọi là thị trường tài chính. Gộp chung cả hai thị trường này, người ta thường dùng danh từ thị trường tiền tệ - tài chính. Tuy nhiên, cần hiểu rằng sự phân biệt giữa 2 khái niệm (hay 2 tên gọi) này rất không có biên giới rõ ràng. Nhất là về khoảng thời gian để gọi là ngắn hạn (short term) hay dài hạn (long term).

Năm 1995, những giao dịch mua bán phiếu nợ (hay tiền) trên thị trường tài chính tiền tệ của Hoa Kỳ lên tới 1.475 tỷ USD về giá trị. Riêng những mua bán của kho bạc Hoa Kỳ trong tuần lễ cuối tháng giêng 1996 lên tới 139 tỷ USD. Bởi vì việc phát hành thêm tiền mặt pháp định hay phiếu nợ của chính phủ luôn bị ràng buộc vào số lượng sản phẩm, hàng hóa hoặc dịch vụ phát sinh thêm trong nền kinh tế. Do vậy, chính phủ, các NHTG, các công ty, đơn vị sản xuất... phải giải quyết việc thiếu tiền mặt cho những hoạt động của mình bằng cách vay trên thị trường tiền tệ - tài chính. Thị trường này đứng về phía nhân dân, nó là nơi để đầu tư những giấy bạc không lãi của chính phủ thành những loại tài sản có lãi khác. Đứng về phía xã hội, nó là nơi huy động mọi nguồn lực tài chính và các nguồn lực khác để phục vụ một cách có ích cho sự phát triển kinh tế. Đứng về phía các nhà sản xuất, kinh doanh, nó là nơi để họ vay tài chính và sản phẩm khi cần nhằm phục vụ cho những thiếu hụt rất thường xảy ra trong hoạt động.

Vì những tính chất trên, tất cả các loại tiền - tài sản từ M<sub>2</sub> đến L và thị trường tiền tệ - tài chính tồn tại và mỗi ngày mỗi phát triển hơn.

### **2.3. TIỀN TỆ TRONG TƯƠNG LAI**

Séc và các loại chứng thư tiền gửi hay phiếu nợ khác (ngoài tiền mặt) là những cuốn sổ hoặc những tờ giấy do các NHTG và công ty tài chính cấp, có thể dùng để thanh toán dễ dàng. Nhưng khi người cầm nó muốn đổi trả lại thành tiền mặt, anh ta buộc phải đến các đơn vị nói trên hoặc đem nó ra bán trên thị trường.

Giữa các ngân hàng với nhau, tình hình không như thế. Giả sử một ngân hàng thương mại A nào đó muốn chuyển trả cho một ngân hàng B một khoản tiền là 100 tỷ. Hai ngân hàng sẽ dựa vào hệ thống thanh toán liên ngân hàng (clearing house interbank payment system) của NHTW, vì cả 2 ngân hàng này đều có tài khoản tại NHTW. Ngân hàng A sẽ gửi một điện tín đến NHTW yêu cầu chuyển 100 tỷ từ tài khoản của nó tại NHTW vào tài khoản của ngân hàng B. Chừng 1 đến 2 phút sau đó, NHTW sẽ gửi một điện tín đến ngân hàng A xác nhận đã chuyển và trong cùng lúc ấy, NHTW gửi cho ngân hàng B một điện tín thông báo về việc

chuyển vừa rồi và cho B biết nó hoàn toàn có thể sử dụng ngay 100 tỷ vừa nhận được. Toàn bộ quá trình diễn ra chừng 5 phút trên máy tính nối mạng giữa các ngân hàng, có giá trị tương đương với việc dùng xe chở 100 tỷ giấy bạc từ kho của ngân hàng A qua ngân hàng B với thời gian nhiều giờ hoặc nhiều ngày. Thanh toán qua hệ thống nói trên (hệ thống CHIPS) chỉ tốn 10 USD cho toàn bộ các dịch vụ tại Hoa Kỳ.

Từ năm 1946, thông qua Ngân hàng thế giới (World Bank) và Quỹ tiền tệ quốc tế (International Monetary Fund), NHTW một số nước cũng đã thanh toán với nhau như thế. Đến những năm của thập niên 70, 80, hầu hết các NHTG lớn trong các nước đều thanh toán tự động qua các quốc gia khác. Các nhà ngân hàng đã sớm nghĩ ra rằng liệu giữa ngân hàng và nhân dân (người gửi và vay) có thể thanh toán với nhau được như thế hay không. Nghĩa là thanh toán qua hệ thống tự động (automated clearing house) hoặc qua hệ thống điện tử (electronic fund transfer system).

Sự bành trướng sử dụng của máy tính điện tử trong thập niên 80 kết hợp với sự phát minh ra các nhựa trong thập niên 70 đã cùng giúp giải quyết câu hỏi này. Hệ thống máy tính nối mạng đã cho phép các NHTG theo dõi kết quả thanh toán lẫn nhau từng phút mỗi ngày. Đến khoảng giữa thập niên 80, thanh toán điện tử giữa ngân hàng thương mại và nhân dân đã bắt đầu phổ biến ở các nước công nghiệp. Ngân hàng thương mại bắt đầu lập ra các hệ thống thanh toán ở ngoài ngân hàng nằm rải rác khắp thành phố, chợ búa, siêu thị, phi trường. Hệ thống thanh toán tự động này - còn được gọi là hộp ATM (automated teller machine) - bao gồm một hệ thống máy tính điện tử nối mạng với toàn bộ hệ thống NHTG và một hầm chứa tiền mặt của chính phủ. Khi chúng ta đến một NHTG gửi tiền, bên cạnh việc trao cho chúng ta một chứng thư xác nhận việc gửi tiền, chẳng hạn như số tiền gửi..., ngân hàng (trong lần gửi đầu tiên) với việc mở một tài khoản mới, trao cho chúng ta một tấm thẻ bằng nhựa. Bên trong đã được mã hóa điện tử với một mật mã từ 3 đến 5 số để sử dụng. Hai phút sau khi chúng ta gửi tiền (giá trị 1.000.000 VND), toàn bộ số tiền ấy cùng với mật mã và số tài khoản của chúng ta, được máy tính điện tử thông báo trên toàn thành phố, và có thể trên phạm vi cả quốc gia, nếu ngân hàng của chúng ta gửi tiền có chi nhánh và quan hệ khắp nơi trên lãnh thổ.

Với tấm thẻ nhựa trên tay, không phải là tiền giấy, tiền kim loại hay một số séc hoặc các loại chứng thư khác (hình 5), chúng ta có thể ở bất cứ vị trí nào của thành phố, của quốc gia khi cần tiêu thụ bằng tiền mặt, khi cần chuyển tiền vào tài khoản một người nào khác..., chỉ việc nhét tấm card ấy vào khe của hộp ATM. Sau khi bấm mật mã, màn hình của máy tính hộp ATM sẽ xin lệnh. Trong vòng 1.000.000 VND đã gửi, chúng ta có thể rút tiền mặt hoặc chuyển tiền qua ngân hàng. Sau nửa phút, tất cả mọi việc hoàn tất. Chúng ta sẽ có tiền mặt trên tay hoặc đã chuyển tiền xong với một phiếu thông báo quyết toán (hình 5) được máy tính của hộp ATM in ra ngay tức khắc sau khi chúng ta rút hoặc chuyển tiền. Phiếu thông báo giao dịch, như hình 5 cho biết, trình bày rõ ràng ngày giờ đã chuyển hoặc rút tiền mặt. Số tài khoản, số các, số tiền đã chuyển hoặc rút và số dư còn lại trong tài khoản...

Tấm thẻ ấy là tiền. Một loại tiền hậu như không thể mất và chỉ duy nhất người vừa có các, vừa có mật mã mới sử dụng được. Đến đầu thập niên 90, nhiều nước đã lắp đặt hộp ATM trong nội địa hoặc trong những thành phố lớn. Những nước phát triển đã tiến thêm một bước bằng hai động tác mới là (1) đưa hệ thống ấy vào tận một số nhà hàng, khách sạn, cửa hàng bách hóa hoặc siêu thị, và (2) là thanh toán thông qua chữ ký chứ không cần phải rút tiền mặt. Người dùng một bữa ăn trong nhà hàng chỉ cần ký vào hóa đơn tính tiền, đưa các và hóa đơn cho người tính. Nhân viên phục vụ cho các vào hộp ATM cùng với phiếu tính tiền, trong vòng nửa phút, máy tính điện tử thanh toán hoàn tất việc chuyển số tiền trên hóa đơn qua tài khoản của nhà hàng. Các và hóa đơn được trả lại cho chủ nhân. Không có một đồng tiền nào cần phải trao tay.

Nhiều NHTG ở các nước công nghiệp mở chi nhánh và đặt quan hệ ở khắp các thủ đô, thành phố lớn trên thế giới. Do vậy, các nhựa do các ngân hàng này phát ra có thể được sử dụng gần như trên toàn cầu. Bản thân hệ thống vi tính của các ngân hàng sẽ làm công việc chuyển đổi đồng tiền của nước này sang đồng tiền của nước khác mỗi khi người cầm các chi tiêu. Một người cầm các loại các nhựa như master card - credit card - visa card của một số

công ty tài chính hàng đầu ở Mỹ, không cần mang theo tiền mặt hoặc USD, có thể chi tiêu và sinh sống một thời gian nhất định trên khắp thế giới một cách dễ dàng, mà không phải bận tâm về việc đổi tiền mặt của nước này sang tiền mặt của nước khác...

Tất cả các loại thẻ nhựa nói trên (visa card - master card - ATM card...) là một hình thức tiền hoàn toàn khác với các loại tiền giấy bình thường. Nó là tiền của ngày mai. Nhiều nhà hàng, siêu thị ở Hoa Kỳ, Thái Lan, Nhật Bản... hiện nay hoàn toàn không nhận tiền mặt mà chỉ nhận thanh toán bằng các thẻ, tức thanh toán qua ngân hàng. Bảng 2.1 cho thấy rằng trong năm 1993, Hoa Kỳ chỉ có 3.400 tỷ USD thanh toán bằng tiền mặt (= 0,38%), 134.000 tỷ USD thanh toán bằng séc (= 15,16%) nhưng có đến 745.590 tỷ USD thanh toán qua hệ thống điện tử như trên (=83,34%). Có nghĩa là thanh toán bằng tiền mặt, séc chỉ diễn ra ở những giao dịch nhỏ. Những giao dịch lớn hầu hết đều được thanh toán qua hệ thống điện tử tự động (wire transactions).

Bất kỳ nền kinh tế nào, dù ở mức độ phát triển nào, cũng có tính đa dạng nhất định của nó. Và vì thế, sự tồn tại nhiều loại tiền mặt để thỏa mãn tất cả những nhu cầu đa dạng của xã hội, của các cá nhân là điều tất nhiên. Ở Thái Lan, Nhật Bản hay Hoa Kỳ ngày nay, tiền giấy loại nhỏ, tiền kim loại vẫn còn cần thiết cho việc trả tiền xe buýt, gọi điện thoại công cộng... Nhưng bên cạnh đó, nhu cầu cần sự gọn nhẹ, bảo đảm, có lãi cho tài sản, và dễ dàng trong thanh toán ở mọi lúc mọi nơi, vẫn tạo ra các hình thức tiền khác của  $M_2$ ,  $M_3$ , L và các thẻ tín dụng. Nhiều nhà kinh tế tiên đoán rằng, trong tương lai, với sự phát triển của sản xuất, chi phí lắp đặt các hệ thống điện tử như hộp ATM sẽ càng ngày càng thấp hơn, hiện đại hơn đến mọi ngõ ngách của đời sống xã hội và địa phương. Lúc đó, kể cả việc mua vé xe buýt..., người ta đều có thể dùng các thẻ và thế giới sẽ tiến dần (với từng quốc gia một) đến thế giới của nền kinh tế không có tiền mà chỉ có các thanh toán kín bằng điện tử qua các ngân hàng,

Thế kỷ XXI sẽ là thế kỷ chứng kiến những thay đổi nói trên ■

## **Chương 3 - CHỨC NĂNG VÀ VAI TRÒ CỦA TIỀN TỆ**

Trong thực tế, các hình thức phiếu nợ như chứng thu tiền gửi không kỳ hạn, có kỳ hạn và các loại khác trong M2, M3, L, cho đến card nhựa tín dụng là những loại hình của tài sản mà hàng ngày, hàng tháng người sở hữu nó nhận được những khoản lãi suất nhất định. Các loại tài sản phiếu nợ này được gọi là tiền vì điều quan trọng bậc nhất là chúng thực hiện được những chức năng và vai trò của tiền mặt, mà từ hơn 2000 năm trước Công nguyên từ khi bắt đầu của lịch sử tiền tệ, con người một cách tự phát đã đòi hỏi nó phải có khi thỏa thuận với nhau tạo ra nó.

Thế nhưng những chức năng và vai trò đó là gì. Phản sau đây sẽ trả lời câu hỏi này. Thông qua phân tích, chúng ta sẽ hiểu vì sao hình thái này được gọi là tiền trong khi những hình thái khác thì không. Một vật thể, để được gọi là tiền, phải có đầy đủ 5 chức năng hoặc vai trò chính sau đây:

### **3.1. PHƯƠNG TIỆN TRAO ĐỔI**

Những đồng tiền khổng lồ bằng đá của cư dân quần đảo Yap hay những tờ giấy bạc hiện tại của chúng ta về thực chất chỉ có giá trị bản thân rất thấp, nhưng mọi người đều chấp nhận nó như tài sản không ngoài lý do nó là phương tiện trao đổi lấy những thứ khác mà người ta cần. Phương tiện trao đổi (medium of exchange) là chức năng cổ điển nhất của tiền tệ, và là chức năng quan trọng nhất mà mọi thứ để được gọi là tiền phải có.

Cư dân quần đảo Yap, ông bà ta ngày xưa và chúng ta ngày nay chấp nhận tiền bằng đá, bằng đồng, bằng kim loại khác, bằng giấy, bằng nhựa... không phải vì mọi người có thể ăn đá, ăn kim loại hay giấy, nhựa để sống, mà điều then chốt là từ những loại vật chất gọi là tiền nói trên, con người có thể trao đổi được thực phẩm, vải vóc, vật dụng và các dịch vụ khác trực tiếp cần cho đời sống. Ý nghĩa trung gian trao đổi nằm ở chỗ tiền không là thứ mà mọi người thực sự cần, nhưng từ nó hoặc thông qua nó mọi người có được cái mà họ cần.

Do đã có những khoảng thời gian tiền được làm từ những kim loại quý, nhiều người đã đánh đồng tiền là mục đích, là của cải, là sự giàu có, là quyền lực... Thực ra tiền chỉ là phương tiện để giúp mọi người có những thứ mà họ cần kể cả các mục đích nói trên ở một số nơi. Tiền chỉ là phương tiện, không là cứu cánh. Tiền là loại phương tiện để mọi thứ có thể chuyển hóa lẫn nhau, giúp xã hội phát triển. Từ sức lao động, sự khéo léo và trí óc, con người làm ra những sản phẩm hoặc dịch vụ phục vụ cho xã hội. Thủ lao của những công sức ấy là tiền. Từ tiền, họ chuyển đổi nó thành những sản phẩm khác do người khác tạo ra để thỏa mãn cho nhu cầu tồn tại và phát triển của cá nhân như mua gạo, mắm, muối, đường, sữa, vải vóc, xe cộ, nhà cửa, đóng học phí để học nghề hay các loại kiến thức khác cho mình và cho những người liên hệ.... Thông qua tiền, một con người từ bất kỳ góc nào đó của trái đất vẫn có thể trao đổi được những sản vật không do mình làm ra, không do quốc gia mình làm ra, nhằm thỏa mãn một cách tốt nhất nhu cầu của đời sống. Một người Việt Nam ở Đồng Tháp, Cà Mau, trên Tây Nguyên, Việt Bắc..., có thể mua vải do Mỹ sản xuất, trái cây từ Trung Quốc, kẹo Sewingum từ Singapore, máy ảnh được chế tạo ở Nhật Bản và đi những chiếc máy bay do Liên bang Nga, Tây Đức, hoặc Boeing của Mỹ sản xuất, thông qua những đồng tiền do sức lao động của họ chuyển hóa thành.

Thương mại và kinh tế càng phát triển, nhu cầu của con người càng trở nên đa dạng và do vậy, nhu cầu cần những loại hình làm trung gian để thỏa mãn sự phức tạp của đời sống càng phát triển. Chính sự đòi hỏi tiện lợi cho trao đổi mà tiền đã đi từ hình thái của những con bò, con lừa, vải vóc, đá, tiền đền tiền kim loại, tiền giấy, và rồi sẽ là card nhựa, có khả năng giúp cho họ trao đổi trên khắp thế giới. Tiền tệ càng nhiều, càng tiện lợi, phổ biến, sự trao đổi càng dễ dàng. Ngược lại, tiền tệ càng khan hiếm, trao đổi càng khó khăn. Thương mại và kinh tế, do đó, sẽ kém phát triển. Những nền kinh tế Barter thời thượng cổ là một ví dụ.

Khả năng trao đổi là chức năng quan trọng nhất của tiền và do vậy khả năng trao đổi xét về tính chất rộng hay hẹp, sẽ quyết định việc tiền được chấp nhận nhanh hay chậm, dễ dàng hay khó khăn. Đồng USD của Hoa Kỳ được chấp nhận dễ dàng trên gần như toàn thế giới, bởi vì lý do đơn giản nó là đồng tiền có khả năng trao đổi mạnh nhất so với những đồng tiền của các quốc gia khác. Trong hệ thống tiền tệ đã phân tích ở chương 2, tiền mặt của chính phủ được chấp nhận dễ dàng và nhanh chóng nhất trên toàn lãnh thổ của mỗi quốc gia, vì khả năng trao đổi của nó thành các loại hàng hoá khác là mạnh hơn hết so với các loại tiền còn lại. Người ta gọi nó là “tiền mạnh” cũng một phần xuất phát từ nội dung này.

Khả năng trao đổi xét về lượng, sẽ quyết định giá trị của tiền. Có nghĩa là một đồng tiền càng trao đổi được nhiều hàng hóa thì càng có giá trị hơn. Tháng 4 năm 1996, một cây bút máy hiệu Uni-ball 150 của Nhật có thể được trao đổi bởi các đơn vị tiền sau (theo sức mua tương đương).

1 bút máy Uni-ball-150	= 1 USD
	= 106 Yen Nhật
	= 1 1.000 VND
	= 25 Baht Thái Lan
	= 1,4 Deutsche Mark
	= 0,6 Pound Anh

Như vậy đồng tiền của Anh là có giá trị nhất vì 1 đơn vị tiền của nó mua được đến hơn 1 cây bút máy, thứ hai là USD, thứ ba là đồng Deutsche Mark của Đức, thứ 4 là Baht của Thái, thứ 5 là Yen của Nhật và thứ sáu là VND trong thí dụ trên. Giá trị của đồng tiền, do vậy không phụ thuộc vào tiềm lực kinh tế của mỗi nước (Nền kinh tế của Mỹ và Nhật mạnh hơn Anh và Thái Lan rất nhiều lần) mà chỉ phụ thuộc vào số lượng hàng hóa mà nó có thể trao đổi được. Tiền tệ càng trao đổi ít hàng hóa càng mất giá trị và ngược lại. Đó là nguyên nhân vì sao khi một đồng tiền bị mất giá quá nhanh, nghĩa là khả năng trao đổi về lượng của nó giảm sút mau chóng như trong những đất nước có lạm phát cao (Đức năm 1922 - 1923 và Bolivia năm 1985 với 11.000 %), người dân không dám chấp nhận tiền như phương tiện trao đổi mà họ bắt đầu quay lại tích trữ hay đầu cơ vào hàng hóa tương đương giống như nền kinh tế Barter ngày xưa.

Ngày nay, các NHTW bằng việc quản lý cung ứng tiền, đã quản lý mức độ trao đổi, cường độ hoạt động và khả năng trao đổi của tiền trong nền kinh tế. Có thể nói chính chức năng và vai trò trung gian trao đổi của tiền đã một mặt giúp nền kinh tế hoạt động thuận lợi, mặt khác tạo ra một lợi khí cho các NHTW và chính phủ tác động và điều tiết đến sản xuất và kinh doanh.

### **3.2 PHƯƠNG TIỆN BẢO TỒN GIÁ TRỊ**

Phương tiện trao đổi là chức năng và là vai trò quan trọng nhất của tiền. Nhưng để được mọi người thừa nhận như là một phương tiện trao đổi, tiền buộc phải có tính chất bảo tồn giá trị. Từ tính chất bảo tồn giá trị, tiền mặc nhiên có thêm chức năng bảo tồn giá trị.

Chúng ta sẽ không dám chấp nhận tiền nếu nó chỉ có hiệu lực trao đổi trong ngày hôm nay mà không thể dùng để trao đổi từ ngày mai trở đi. Để được thừa nhận, tất cả các loại tiền đều có hiệu lực trao đổi càng ổn định trong thời gian càng lâu càng tốt, thí dụ trong nhiều trăm năm. Những loại tiền được tin tưởng nhất là những loại tiền mà trải qua hàng trăm năm nó không giảm sút, hoặc chỉ giảm sút rất ít hiệu lực trao đổi. Ngược lại, tiền càng giảm sút giá trị trong trao đổi nhanh càng bị coi thường. Trong thời kỳ siêu lạm phát 1922 - 1923 ở Đức, tiền giảm sút giá trị trao đổi quá nhanh đến mức kẻ cướp khi cướp xe chở tiền chỉ lấy xe mà không lấy tiền.

Sự mất giá nhanh trong trao đổi một mặt là tác nhân phá hoại chức năng bảo tồn giá trị của tiền, mặt khác, nó làm giảm khả năng được chấp nhận trong thanh toán. Như trên đã nói, chúng ta chấp nhận tiền chỉ vì đơn giản trong tiền chứa khả năng trao đổi thành hàng hóa. Đó là giá trị chính thức của tiền. Giả sử có 2 đơn vị tiền, một là đồng USD của Mỹ và một là

đồng Peso của Mexico. Cho rằng cả hai đồng tiền đều bị mất giá dần dần do lạm phát trong quá trình phát triển kinh tế, và mức độ mất giá giống nhau là 1000%. Tuy nhiên, thời gian mất giá không giống nhau. USD mất giá 1000% hay 10 lần chỉ trong vòng 1 năm (như năm khủng hoảng tài chính 1993).

Giá định vào thời điểm tháng 7 năm 1996

10 USD mua được 10 cây bút máy

10 Peso mua được 1 cây bút máy

Thì 1 năm sau:

10 USD mua được hơn 9 cây bút máy

10 Peso mua được 1/10 cây bút máy

Và 100 năm sau

10 USD mua được 1 cây bút máy

10 Peso mua được 1/1.000 cây bút máy

Trong vòng 1 năm, USD bảo vệ được hơn 90% khả năng trao đổi thành hàng hóa của nó, trong khi Peso chỉ bảo vệ được có 10% giá trị hàng hóa có thể trao đổi được. Do vậy, nếu phải cất giữ tiền để 1 năm sau mới sử dụng, người ta sẽ nhanh chóng chọn đồng USD hơn là Peso. Lý do không phải vì nền kinh tế nước Mỹ mạnh hay nước Mỹ giàu hơn Mexico, mà điều thực tế nhất là nếu giữ Peso, sau 1 năm tài sản của họ bay hơi mất đến 90% chỉ còn lại 10%. Trong khi nếu giữ USD, tài sản của họ sau một năm chỉ hao tổn không tới 10%. Ích lợi từ việc cất giữ USD cao hơn Peso và đó là lý do nếu phải bảo lưu tài sản, đồng USD sẽ là đồng tiền được chọn.

Những đồng tiền chỉ mất giá có 5% một năm như đồng VND vào các năm 1994 và nửa đầu 1995, thì vào đầu năm 1995, 10.000 VND mua được một cây bút máy. Đến đầu năm sau, 10.000 VND vẫn có thể trao đổi được đến 95% cây bút hay gần như vẫn được 1 cây bút. Giá trị trao đổi của nó không bị bay hơi nhiều và do vậy người ta sẽ có thể chấp nhận nó như một loại tài sản để dành không bị hư hao.

Tiền càng bảo tồn giá trị trao đổi (hay số lượng hàng hóa nó có thể trao đổi được) càng lâu, càng được coi trọng và chấp nhận nhanh. Với những loại tiền mà đến hàng trăm năm không giảm sức mua, thì thay vì cất giữ hàng hóa, nhà cửa, đất đai, xe cộ, vàng bạc cho con cháu hay những thê hệ mai sau sử dụng, người ta có thể cất giữ loại tiền ấy, vừa dễ dàng, nhẹ nhàng và bảo đảm. Bởi vì tiền ấy ngày hôm nay, có thể mua được bấy nhiêu nhà cửa, đất đai, xe cộ, vàng bạc thì 100 năm sau nó vẫn có thể trao đổi được đúng bấy nhiêu lượng nhà cửa, đất đai, xe cộ, vàng bạc. Lúc đó cất giữ tiền làm tài sản hay cất giữ các loại hàng hóa kia, tính chất cũng như ý nghĩa không khác gì nhau. Và trong khi nhà cửa, đất đai, xe cộ, vàng bạc có thể bị thoái hóa biến chất và nhất là không dễ gì mang theo người khi di chuyển đây đó, thì ngược lại một xấp tiền giấy vừa gọn nhẹ, dễ bảo quản, không bị hư hại và có thể mang theo người bất kỳ lúc nào. Sự tiện lợi nhất định sẽ dẫn chúng ta đến chỗ chọn tiền để cất giữ và bảo tồn tài sản hơn là chọn các loại tài sản cồng kềnh và khó giữ kia.

Với chức năng và vai trò này, tiền là một loại tài sản như những tài sản khác, chỉ với một điều là nó không sinh lợi theo thời gian.

### **3.3. ĐƠN VỊ TÍNH TOÁN**

Thông qua số lượng đơn vị tiền tệ được dùng để trao đổi lấy nó, hàng hóa, dịch vụ được xác định bằng cái mà chúng ta vẫn gọi là giá cả. Chúng ta gọi hàng hóa A có giá là 10.000 VND, vì để có hàng hóa A, người có nhu cầu (hay người mua) cần phải dùng 10.000 đơn vị tiền tệ Việt Nam để trao đổi. Giá cả do vậy được xác định, được so sánh cao thấp, được đánh giá “mắc” hay “rẻ” thông qua số lượng đơn vị tiền tệ phải bỏ ra để có được hàng hóa.

Hàng tháng chúng ta nhận tiền lương, trợ cấp, chi tiêu..., mức lương cao hay thấp, chi tiêu nhiều hay ít, học phí cao hay không cao..., những nhận định này cũng phải dựa trên cơ sở của số lượng đơn vị tiền ta đã nhận được hay phải chi ra. Tiền giúp cho mọi việc đều có thể

được định lượng và đánh giá, từ GNP, thu nhập, thuế khóa, chi phí sản xuất, vay nợ, trả nợ cho đến sở hữu...

Từ chỗ là đơn vị tính toán, tiền kiêm cả chức năng đo lường giá trị. Trong những nền kinh tế phát triển cao, mọi thứ đều được xem là hàng hóa từ rau, đậu, gạo, muối cho đến tàu chiến, máy bay, nhà cửa, con người, chất xám và cả uy tín. Ở Hoa Kỳ, uy tín cá nhân cũng là một loại hàng hóa, một loại tài sản được lượng giá thành tiền để đóng góp vào cổ phần các công ty khi có một nhân vật quan trọng tham gia. Vì mọi thứ đều được xem là hàng hóa, loại thước đo cần để phân biệt giá trị của các loại hàng hóa này cái nào cao, cái nào thấp cũng là tiền, là số lượng tiền phải bỏ ra để có được hàng hóa ấy. Cho nên khi tiền là đơn vị tính toán, nó đồng thời là tiêu chuẩn, là thước đo của các loại giá trị khác nhau của mọi vật chất.

Dĩ nhiên có một số ngoại lệ. Đó là khi các biến động của cung và cầu trong nền kinh tế khiến giá cả hay số lượng đơn vị tiền tệ phải bỏ ra để sở hữu hàng hóa không phản ánh đúng giá trị thực của loại hàng hóa ấy. Trường hợp ngoại lệ này (mà chúng ta sẽ có dịp nói đến sau) làm cho thước đo giá trị của tiền trở nên sai lệch. Tuy nhiên, mức độ sai lệch sẽ không nhiều vì bản thân sự khan hiếm có thể làm cho giá cả vượt quá giá trị thực, nhưng khan hiếm cũng là một nhân tố làm cho giá trị thực của hàng hóa được nâng lên, bởi vì nó phản ánh một điều là các nguồn lực cần để tạo ra loại hàng hóa khan hiếm nói trên trở nên ít và đắt đỏ hơn. Vì những lý do đó, giá cả hay số lượng đơn vị tiền tệ thực cần phải bỏ ra để có được hàng hóa vẫn luôn luôn là thước đo tương đối chính xác mọi giá trị vật chất trong các nền kinh tế hiện đại.

### **3.4. PHƯƠNG TIỆN THANH TOÁN**

Chức năng này nằm trong hoạt tính của sản xuất và trao đổi hàng hóa. Thực ra phương tiện thanh toán là một chức năng gộp của 2 chức năng: Trung gian trao đổi và đơn vị tính toán. Tuy nhiên các nhà kinh tế học tiền tệ vẫn cứ muốn tách nó riêng ra để phản ánh một tính chất điển hình của tiền: Tiền là phiếu nợ (trái phiếu).

Chúng ta diễn giải mọi thứ nợ và thanh toán trong đời sống bằng các đơn vị của tiền. Cuộc sống của con người và nền kinh tế là một chuỗi vận động xoay quanh tất cả các loại nợ. Trong giác độ này, tư tưởng kinh tế khá gần với triết học. Chúng ta đi làm, phục vụ xã hội như một khoản cho vay ứng trước, để rồi vào cuối mỗi kỳ, nhận được những giấy nợ của nhà nước (tiền mặt) xác nhận và đánh giá giá trị của những khoản chúng ta đã cho xã hội vay.

Khi chúng ta đi mua hàng hóa, chúng ta chuyển các loại giấy nợ cho người khác dưới hình thức mà ngày nay người ta gọi là thanh toán, để nhận về những thứ cần cho sự tồn tại. Người nhận phiếu nợ (tiền) của chúng ta lại tiếp tục dùng nó để trao đổi với những người khác cái mà họ cần. Quá trình cứ thế tiếp diễn với những phiếu nợ được luân chuyển qua tay từng người.

Khi chúng ta đem phiếu nợ của nhà nước (tiền mặt) để gửi vào ngân hàng, chúng ta nhận được loại tiền - tài sản của ngân hàng, hay là một hình thức phiếu nợ khác. Đến hạn, chúng ta hoặc người đã mua phiếu nợ ngân hàng của chúng ta, đến nhận lại loại phiếu nợ của chính phủ từ ngân hàng cộng với thêm một ít phiếu nợ khác như tiền lãi. Quá trình đơn giản như thế cứ vận động liên tục mỗi phút, mỗi giờ, mỗi ngày, năm này qua năm khác để hình thành nên các loại hoạt động kinh tế khác nhau và nền kinh tế với đầy đủ sự đa dạng của nó.

Các loại tiền là phiếu nợ luôn luôn nằm vào 3 trạng thái: (1) vay, cho vay, (2) nhận, trả và (3) cát giữ. Cả ba trạng thái này là động thái của tiền. Dù nó ở động thái nào, tiền cũng chỉ là giấy nợ và dứt khoát đến ngày phải quyết toán. Cho nên người ta gọi nó là phương tiện để thanh toán. Cái khác nhau chỉ ở chỗ hiện nay hay tương lai.

### **3.5. CÔNG CỤ ĐỂ ĐIỀU TIẾT KINH TẾ**

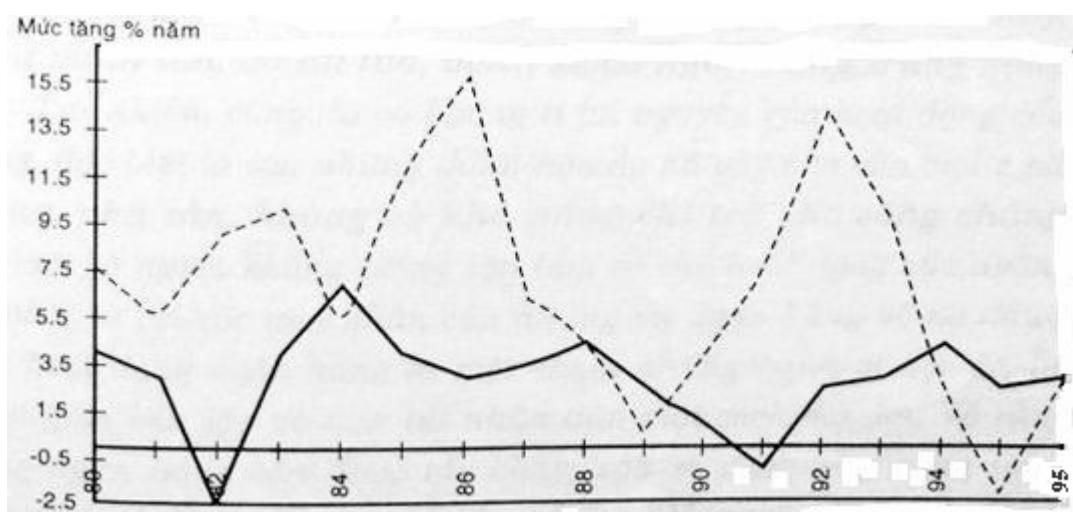
Số lượng tiền tệ được cung ứng cho mỗi thời điểm của nền kinh tế tùy thuộc vào 2 điều: (1) Nhu cầu tiền tệ (Demand for money) của nền kinh tế vào thời điểm nói trên. Thông thường, nhu cầu về tiền, nếu để tự nhiên, nó phụ thuộc vào tình trạng hoạt động của nền kinh

tế. Đây là nhân tố xác định thu động; (2) Số lượng cung ứng tiền phụ thuộc vào quyết định của mỗi chính phủ thông qua NHTW của mình, và đây là nhân tố xác định chủ động.

Vì tiền tệ là phương tiện của trao đổi, thanh toán, đo lường giá trị, bảo tồn giá trị, cho nên mọi sự thay đổi của số lượng tiền sẽ làm cho trao đổi trở nên dễ dàng hay khó khăn hơn, thanh toán thuận tiện hơn hay là trở ngại, giá trị (hay giá cả) của các loại hàng hóa trở nên cao hơn hay thấp hơn, mất giá hay được giá. Tài sản mà nhân dân đang giữ trong tay (như các loại tiền hoặc được đo lường thông qua tiền) trở nên lợi hơn, sinh lãi hơn hay bị bốc hơi giá trị đi...

Vì thái độ và các quyết định sản xuất, lao động, phục vụ, buôn bán... của tất cả nhân dân phụ thuộc một cách thực tế vào các vấn đề trên, do vậy, khi cung ứng tiền thay đổi, nó gián tiếp làm chuyển đổi tình trạng sản xuất và trao đổi trong nền kinh tế, thông qua thái độ và phản ứng của các cá nhân trong đời sống. Nói một cách khác, thay đổi trong cung ứng tiền ảnh hưởng toàn diện và sâu rộng đến GNP, sản lượng và giá cả.

**Biểu đồ 3.1: Tương tác giữa cung ứng tiền M<sub>1</sub> và GNP thực trong nền kinh tế Hoa Kỳ từ năm 1980 đến tháng 6-1996.**



Mỗi khi cung ứng tiền tăng hoặc giảm, sau một khoảng thời gian nhất định thường là từ 6 tháng đến 1 năm, tùy theo phản xạ của mỗi nền kinh tế để các tác động của thay đổi cung ứng tiền đủ thời gian ngấm vào các hoạt động kinh tế, các nhân tố như sản lượng, tốc độ trao đổi hay thương mại, giá cả hàng hóa bắt đầu thay đổi. Trong phần IV chúng ta sẽ nghiên cứu cụ thể hơn cơ chế này. Biểu đồ 3.1 trình bày ảnh hưởng sự tăng giảm cung ứng tiền M<sub>1</sub> đến GNP thực (thước đo tổng hợp nhất về tình hình kinh tế một quốc gia) của Hoa Kỳ từ năm 1980 đến năm 1996. Điểm đặc biệt quan trọng trong biểu đồ nói trên là: (1) Sự giảm (hoặc tăng) trong cung ứng tiền M<sub>1</sub> tất yếu kéo theo sự giảm (hoặc tăng) trong GNP thực của cả nền kinh tế, (2) Cung ứng tiền giảm (hoặc tăng) vào năm trước thì bắt đầu năm sau GNP thực mới giảm (hoặc tăng), và (3) Cung ứng tiền giảm (hoặc tăng) liên tục trong mấy năm thì kéo theo GNP cũng giảm (hoặc tăng) liên tục đúng bằng khoảng thời gian ấy. Thí dụ như giai đoạn 4 năm liên tục giảm 1986 - 1989 và 3 năm liên tục tăng 1990 - 1992

Việc cung ứng tiền tệ do vậy gắn bó chặt chẽ cùng chiều với sản lượng quốc gia. Tính chất này đã được các chính phủ và NHTW sử dụng như là một phương pháp để điều tiết sức sản xuất, trao đổi, mức độ thất nghiệp và giá cả trong nền kinh tế. Đây là chức năng và vai trò thứ 5 của tiền tệ: công cụ để điều tiết kinh tế.

Phần 4 chúng ta sẽ quay trở lại chủ đề này ■

## PHẦN II - HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG

Ít có thiết chế kinh tế nào tác động đến đời sống con người và xã hội mạnh mẽ bằng ngân hàng và hoạt động của nó kể từ thế kỷ XVII đến nay. Bản thân các nhà ngân hàng và hoạt động ngân hàng đã có cả hai loại danh dự. Họ được tôn vinh như những cơ sở, động lực cho sự phát triển của nền kinh tế hiện đại. Nhiều người đã thăng thắn cho rằng không có hệ thống ngân hàng và hoạt động của nó, thì thế giới và nền kinh tế không có được như ngày hôm nay. Hệ thống ngân hàng với chức năng nổi bật là huy động tài chính nhàn rỗi và các nguồn lực khan hiếm trong xã hội, để cung ứng một cách tốt nhất cho nhu cầu sản xuất, trao đổi, đã từng được xem là một trong những sáng kiến vĩ đại của con người. Will Rogers cho rằng: “Từ ngày có nhân loại đến nay, có 3 phát minh lớn, đó là: lửa, bánh xe và ngân hàng trung ương”. Tuy nhiên, cũng đã có không ít lời nguyền rủa hoạt động của ngân hàng, đặc biệt là sau những thảm họa do nó gây nên cho mọi người như vỡ nợ, phá sản, không có khả năng chi trả cho công chúng... Đối với một số người không tường tận lầm cơ chế hoạt động của ngân hàng, và nhất là với các nạn nhân của những vụ ngân hàng vỡ nợ đầu thế kỷ XX, hoạt động ngân hàng là một chuỗi những hành vi độc ác, lừa bịp, buôn gian bán lận và móc túi nhân dân một cách mờ ám. Và rằng hoạt động ngân hàng cần được tẩy chay, xóa sổ càng sớm càng tốt. John Kenneth Galbraith trong tác phẩm “Money” của mình đã dẫn lời của một vị tổng thống Hoa Kỳ: Thomas Jefferson trong một lá thư ông viết cho bạn mình là John Adams rằng: “Tôi đã từng có một kẻ thù đáng sợ, đó là các ngân hàng. Nó đáng sợ không phải vì chuyện nó chiết khấu tiền mặt của chính phủ, mà vì nó luôn luôn lén lút tuồn ra lưu thông những chứng thư của nó và do vậy đẩy lùi tiền mặt của chế độ chúng ta. Nỗ lực chống lại hệ thống ngân hàng là vô cùng nóng bỏng trong tôi từ khi có sự thành lập Ngân hàng Hoa Kỳ, đến nỗi lầm lúc tôi muốn điên lên giữa bộ lạc những ngân hàng lừa đảo, những kẻ luôn luôn nghĩ cách móc túi và xoáy đi những tài sản của công chúng một cách lạnh lùng và độc ác... Liệu chúng ta có thể xây dựng một chỗ đứng vững vàng cho tiền mặt của chính phủ liên bang được phát hành từ những ngày giành độc lập, hy sinh quần chúng để cứu lấy nền cộng hòa bằng cách đốt toàn bộ tiền của hệ thống ngân hàng, cũng như những thiết chế, di sản của nó hiện nay và tương lai. Bởi vì một việc làm như thế sẽ làm sụp đổ quần chúng và cả nền kinh tế quốc gia”<sup>1</sup> Những quan điểm mâu thuẫn như thế phần nào phản ánh vai trò cực kỳ quan trọng của hoạt động ngân hàng. Chính Thomas Jefferson trong đoạn trên cũng nhận rằng chấm dứt hoạt động ngân hàng là đồng nghĩa với việc làm sụp đổ nền kinh tế và công chúng. Dù phản đối hay ca ngợi, các nhà phê bình, một cách vô tình hay cố ý, đã chứng minh một cách rõ ràng hơn sự liên đới mật thiết và vô cùng phụ thuộc giữa nền kinh tế với hoạt động ngân hàng. Thế nhưng không phải bỗng dung hoạt động ngân hàng đột nhiên hiện sảnh ra trong nền kinh tế như từ phép tiên của Bà tiên tóc bạc. Giống như mọi thiết chế vật chất và tinh thần khác, để có được vị trí của ngày hôm nay, hệ thống ngân hàng và hoạt động của nó đã đi từ những bước hình thành cực kỳ thô sơ và không gì khác hơn, chính nhu cầu cần phát triển của xã hội loài người và nền kinh tế đã là tác nhân nâng cao cả về thực hành lán lý thuyết để có được như ngày hôm nay. Chương 4 sẽ giới thiệu cho chúng ta về nguồn gốc và lịch sử hình thành này. Chương 5 cung cấp cái nhìn khái quát về hệ thống ngân hàng và thị trường tài chính hiện nay. Các chương 6, 7, 8 giúp chúng ta bắt đầu thâm nhập và làm quen với những quy luật vận động của thế giới tiền tệ và tài chính, hiện đang là những cơ cấu phổ biến nhất, quan trọng nhất trong nền kinh tế của một số nước phát triển trên thế giới ■

---

<sup>1</sup> John Kenneth Galbraith - Sách đã dẫn - Trang 73 74

## **Chương 4 - LỊCH SỬ HÌNH THÀNH HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG**

Khoảng 3500 năm trước Công nguyên trở về trước nữa, có rất ít tư liệu về sự hoạt động của một cái gì mang tính chất giống như ngân hàng. Trong giai đoạn khi mà các định chế nhà nước, pháp luật, tổ chức xã hội và kỷ cương đều chưa rõ ràng, đời sống và tính tình con người còn khá thuần phác, các cộng đồng người sống ven Địa Trung Hải, ven các con sông lớn ở châu Âu, châu Á và Bắc Phi tồn tại và sinh hoạt chủ yếu thông qua trao đổi Barter. Hầu như chưa có quan hệ buôn bán. Sự chuyên môn hóa hay phân chia giai cấp trong cộng đồng chưa rõ rệt. Nghiên cứu những chứng tích xưa nhất trong các trường ca và sử thi như Iliade và Odyssée của Homere hay sử thi Bhagavad Gita của Ấn Độ, chỉ thấy có một số lượng rất ít sự tồn tại của tình trạng, mà ngày nay chúng ta gọi là cho vay lãi lãi trong một vài nhóm người. Chủ yếu là vay và trả bằng sản vật. Vàng bạc hay một số kim loại khác đã được biết đến. Tuy nhiên, chưa được cộng đồng cùng xem là của cải.

Đến giai đoạn khoảng 3500 trước Công nguyên (BC), đã có một vài cộng đồng sử dụng các loại phương tiện trung gian trao đổi tuy mức độ phổ biến chưa rộng. Từ thời gian này cho đến năm 1800 BC nghĩa là trước cuộc chiến thành Troie (1500 - 1000 BC), tư liệu cho biết là đã có một vài hoạt động mang tính chất khá tương tự như một số hoạt động của ngân hàng. Lịch sử gọi đây là giai đoạn của các ngân hàng sơ khai. Các ngân hàng này ra đời khi các cơ cấu tổ chức xã hội bắt đầu hình thành.

### **4.1. HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG SƠ KHAI**

Ngân hàng vào thời gian này chưa có tên. Vào thời điểm mà lãnh thổ, khu vực của các cộng đồng chưa được phân định, chiến tranh và cướp bóc giữa các quần cư với nhau xảy ra ở khắp nơi trên những vùng có cư dân. Dân chúng có của cải sản vật thừa từ quá trình sản xuất và trao đổi trở thành mục tiêu của tranh cướp. Người ta, do đó, chỉ tìm thấy sự an tâm cho các tài sản kỵ cóp được khi đem gửi nó vào nhà thờ, vào kho các nhà quyền quý hoặc các thợ vàng. Những người này, với lâu dài và lực lượng bảo vệ, có thể đem lại sự bảo đảm cho tài sản của họ. Một cách rất tự phát, một số nhà thờ, người có quyền thế và các thợ vàng trở thành những nơi giữ của cải và tài sản cho công chúng. Hoạt động của các đối tượng này mang tính hình thức như những tiệm cầm đồ với bảng kê toán đơn giản như sau:

TÀI SẢN NỢ	TÀI SẢN CÓ
Của cải, sản vật do công chúng gửi: 1.000	Dự trữ cho đến cuối kỳ: 1.000
$\Sigma$ Nợ: 1.000	$\Sigma$ Có: 1.000

Công chúng gửi tài sản vào đầu kỳ, các đối tượng nói trên nhận lấy, vào sổ, xuất biên nhận và chỉ việc cất thật kỹ cho đến cuối kỳ. Đến ngày hẹn, hoặc khi cần đột xuất, chủ nhân nó đến nhận lại tài sản, trả biên nhận cho nhà thờ, thợ vàng hoặc lãnh chúa kèm theo khoản thù lao tiền công đã cất giữ, bảo quản. Không có một nghiệp vụ hoạt động nào khác phát sinh.

Đọc theo thời gian cho đến cuộc chiến thành Troie, do tổ chức xã hội đã khá phát triển, phân công lao động, chuyên môn hóa đã phổ biến ở một vài cộng đồng ven Địa Trung Hải, các loại phương tiện trung gian trao đổi ra đời. đã có một số vùng có tiền bằng vàng, bạc, đồng..., như trong Vương quốc của vua Priam thành Troie mà sau này Heinrich Schliemann đã khai quật được. Do vậy thương mại đã mở rộng giữa một vài cộng đồng. Có 2 phát kiến quan trọng đã biến những tiệm cầm đồ nói trên và những người giữ của trở thành các ngân hàng và chủ ngân hàng sơ khai.

Thứ nhất, những người vẫn gửi tài sản, sản vật và sau này là tiền nhận thấy rằng trong một số thanh toán, thay vì họ phải mang biên nhận (tạm gọi là chứng thư) gửi tiền, tài sản đến

nơi gửi như nhà của thợ vàng, nhà thờ... (tạm gọi là ngân hàng) để đổi trả lại thành tài sản phục vụ cho việc thanh toán, họ có thể giao cho người nhận thanh toán chứng thư nói trên do ngân hàng cấp, xác nhận về việc họ đang gửi tiền hoặc tài sản ở ngân hàng. Chứng thư này đầu tiên được chấp nhận một cách dễ dặt. Nhưng dần dần nó được chấp nhận rộng rãi hơn, bởi vì người nhận thanh toán thấy rằng họ hoàn toàn có thể đến ngân hàng để đổi lại ra tiền không trả ngại.

Sự thanh toán bằng chứng thư càng đặc biệt thuận lợi, nếu cả hai tác nhân mua bán đều có gửi tiền hay tài sản ở cùng một nơi (hay ngân hàng). Thanh toán bằng chứng thư ngày càng phát triển, vì người chấp nhận chứng thư không gặp khó khăn gì mỗi khi cần dùng nó để đổi lại thành tiền hay tài sản khác. Hơn nữa, cất giữ và bảo quản chứng thư hoặc mang đi theo người vừa nhẹ nhàng, dễ dàng và an toàn hơn các loại tiền hoặc tài sản khác. Công chúng thực sự bắt đầu quen dần với ý nghĩ rằng tổng số tiền hay tài sản mà họ có, bao gồm những tiền hoặc tài sản đang có trong túi, cộng với chứng thư xác nhận có gửi tiền ở ngân hàng. Chứng thư nói trên, ngày nay chúng ta gọi là Séc (Check, Cheque). Tiền hay tài sản ở ngân hàng được gọi là khoản ký gửi (deposit) hay ngắn gọn hơn khoản gửi.

Phát triển quan trọng thứ hai xảy ra về phía các nhà cất giữ tài sản, tiền (hay ngân hàng).

Một chủ ngân hàng thông minh trong giai đoạn ấy, nhanh chóng nhận thấy rằng trong mỗi đơn vị thời gian, chẳng hạn một ngày, có nhiều người đến rút tiền, trả lại chứng thư. Nhưng đồng thời cũng có rất nhiều người mới đến gửi tiền vào. Sự xê xích giữa tổng khoản ký gửi và tổng khoản được rút ra thường không lớn, và về mặt dài hạn, thí dụ như một tuần hoặc một tháng, các khoản gửi và rút thường triệt tiêu nhau. Do vậy tiền được cất giữ trong kho (vault cash) hầu như không đổi trong những khoảng thời gian rất dài. Điều này trở nên thật phi phạm, trong lúc có nhiều thương nhân rất cần vay tiền để kinh doanh, sản xuất hoặc tiêu dùng... Nhận thức đầy dẫn các nhà ngân hàng đến chỗ bắt đầu dùng tiền của công chúng gửi (không phải tiền của họ) để cho vay. Nếu người chủ ngân hàng có thể điều chỉnh khối lượng cho vay mỗi ngày không vượt quá một giới hạn nào đó, nhằm đảm bảo rằng luôn luôn có những khoản tiền mặt dự trữ tối thiểu trong kho, nhằm đáp ứng việc rút tiền bất ngờ của người gửi, thì ngân hàng vẫn bảo vệ được uy tín của mình. Công chúng gần như không biết đến việc tiền của họ đã được cho vay, và hệ thống ngân hàng sẽ phát triển bình thường.

Với việc mạnh dạn cho vay, ngân hàng đã bước vào giai đoạn hai, giai đoạn tạo ra các khoản tiền mới trong lưu thông. Nghĩa là ngân hàng đã tham gia vào hoạt động cung ứng tiền. Chính tiến trình cung ứng đã biến một ngân hàng sơ khai thành một ngân hàng hiện đại. Ngân hàng thay sơ khai với bảng quyết toán đơn giản trong đó, tổng dự trữ cuối kỳ luôn bằng tổng các khoản ký gửi như trên, được gọi là trung tính trong cung ứng tiền, vì không có một đồng tiền mới nào được tạo ra từ hoạt động của nó. Dự trữ tiền mặt trong kho như thế được gọi là dự trữ 100%. Ngân hàng ở giai đoạn sau không giữ dự trữ (reserves) đến mức như thế. Khi có một khoản ký gửi mới phát sinh, ngân hàng có khuynh hướng tìm cách cho vay. Tùy theo mức độ uy tín và khả năng hoạt động, nó có thể cho vay từ 10% cho đến hết 100% khoản tiền công chúng đã gửi. Các bảng kết toán sau đây cho thấy điều đó.

Nợ	Ngân hàng A	Có	Nợ	Ngân hàng B	Có
Ký gửi: 100	Cho vay: 10 Dự trữ: 90		Ký gửi: 100	Cho vay: 80 Dự trữ: 20	
Σ Nợ: 100	Σ Có: 100		Σ Nợ: 100	Σ Có: 100	

Ngân hàng có thể cho vay đến 100% tiền công chúng gửi, nghĩa là hạ dự trữ xuống đến bằng không. Tuy nhiên, như đã nói ở trên, chủ ngân hàng thừa hiểu rằng không thể xác định được vào thời điểm nào công chúng sẽ cần tiền mặt bất ngờ, có những thời gian tiền được rút ra nhiều hơn gửi vào. Cho nên, ngân hàng luôn luôn cần có những khoản dự trữ tiền mặt tối thiểu cho những đợt rút tiền bất ngờ như thế. Bởi vì chỉ cần có một lúc nào đó, người gửi đến rút tiền mà ngân hàng không có đủ tiền mặt cho họ, câu hỏi ngân hàng dùng tiền của họ làm gì và liệu có an toàn không lập tức được đặt ra. Niềm tin tự phát của nhân dân vào

ngân hàng sẽ sụp đổ và cơn hoảng loạn sẽ bộc phát. Tất cả mọi người sẽ ủa nhau đến ngân hàng rút tiền. Không một cơ chế nào có thể giúp ngân hàng thu hồi ngay được những khoản đã cho vay để đáp ứng, hệ quả là tất cả các ngân hàng có thể sẽ vỡ nợ. Đó là lý do tất cả các ngân hàng vào cuối mỗi kỳ phải cân đối để lưu lại một khoản tiền mặt dự trữ tối thiểu, mà ngày nay chúng ta gọi là dự trữ bắt buộc (reserve requirements).

Ngân hàng nào tồn dự trữ nhiều (như ngân hàng A) lợi nhuận thu được từ cho vay sẽ thấp, tuy nhiên rủi ro vì không đủ tiền chi trả cho nhân dân khi cần, cũng sẽ rất thấp. Ngược lại, ngân hàng nào cho vay nhiều nghĩa là dự trữ thấp (như ngân hàng B) lợi nhuận từ cho vay sẽ cao và đương nhiên rủi ro vì mất khả năng thanh toán sẽ lớn theo (insolvency).

Một cách thụ động theo sự thúc đẩy của nhu cầu thương mại và trao đổi, các ngân hàng hoạt động nhu trên cho đến thời La Mã. Hình thức nhận tiền gửi và cho vay phát triển khá mạnh trong các cộng đồng người Mesopotamia và Greeks ở ven Địa Trung Hải. Ở các vùng khác, hoạt động ngân hàng yếu hơn và chỉ có tính chất nhỏ hẹp trong một số các thương nhân với nhau.

Năm 323 trước Công nguyên, sau cái chết của Alexander Macedoine, đế quốc Hy Lạp tan rã, mở đầu cho thời kỳ La Mã thống trị Hy Lạp về mặt quân sự và chính trị, nhưng lại bị người Hy Lạp - với đời sống và tổ chức xã hội cao hơn - đồng hóa về mặt văn hóa. Người ta gọi đây là thời kỳ Hy Lạp hóa. Trong đó, các thiết chế tổ chức đời sống chính trị, triết học, văn hóa, kinh tế... của người Hy Lạp đã được người La Mã mang về đế quốc của họ, cung cấp vào văn hóa bản địa. Nghệ thuật ngân hàng sơ khai cũng được mang theo về La Mã, và trước Thiên Chúa giáng sinh, hoạt động này đã được một số người gọi tên chinh thức là “ngân hàng”. Cái tên gọi được tiếp tục giữ và phát triển cho đến ngày nay.

Danh từ ngân hàng (Bank) phát xuất từ chữ La Tinh là Bancus. Bancus có nghĩa là một chiếc bàn dài có nhiều hộc được những người nhận tiền gửi và cho vay tiền, tài sản thời đó sử dụng để ngồi làm việc, giao dịch, cất giữ tiền, tài sản và sổ sách. Cái tên gọi và hoạt động ngân hàng bắt đầu phát triển từ đế quốc La Mã cho đến thế kỷ V sau Công nguyên.

### **4.2. HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG GIAI ĐOẠN II**

Mặc cho sự cấm đoán nghiêm khắc của Giáo hội Thiên Chúa, hoạt động ngân hàng vẫn lén lút được tiến hành. Khi mà trong nền kinh tế, nhu cầu vay tiền để kinh doanh vì thiếu vốn của các thương gia, các nhà sản xuất, thợ thuyền càng ngày càng lớn, và tại thời điểm đó vẫn có rất nhiều bộ phận nhân dân khác có tiền hoặc tài sản thừa, muôn sinh thêm lợi tức bằng hình thức cho vay lãi lãi và nhất là nặng lãi, thì không có gì có thể hạn chế được sự phát triển ngầm của hoạt động ngân hàng.

Trong quan điểm của Giáo hội La Mã, cho vay lãi là một hình thức ăn cướp và bóc lột, xuất phát từ cách nghĩ rằng mọi hình thức sản xuất chân chính phải là quá trình sáng tạo ra những vật phẩm có thực, nhìn thấy được, sờ được và cần thiết cho cuộc sống con người như các loại hàng hóa hữu hình, gạo, mắm, muối, vải vóc... Người cho vay với việc xuất ra một lượng tài sản, hoặc tiền, là A để rồi sau một thời gian nhất định lấy về một số lượng khác là A' với  $A' = A + \lambda$ . Các giáo sĩ gọi  $\lambda$ , phần phát sinh thêm (mà ngày nay chúng ta gọi là tiền lãi) là khoản ăn cướp. Người cho vay đã ăn cướp của người vay, bởi vì tài sản thực của người cho vay chỉ là A mà thôi. Do cách nhìn đơn giản như thế, Giáo hội La Mã cho rằng các nhà ngân hàng (Banker) thực ra không sáng tạo được gì cho xã hội, không sản xuất ra được bất cứ tài sản nào nhìn thấy được và có ích cho đời sống, mà chỉ tìm cách bóc lột của cải và sản vật của những người trực tiếp tạo ra nó như nông dân, người dệt vải, thợ thuyền... Bởi những nguyên nhân trên, cho vay lãi nói chung và hoạt động ngân hàng (Bancus) nói riêng bị cấm triệt để. Những người lén lút cho vay nhiều lần bị bắt quả tang, có thể bị khép vào tội thiêu sống.

Đến thế kỷ X (sau Công nguyên), sau nhiều lần được tác động và thuyết phục, Giáo hội bắt đầu cho phép một cách giới hạn một số bộ phận được làm công việc ngân hàng. Hai bộ phận được chính thức cho phép hoạt động là các giáo sĩ, con chiên gốc Do Thái và dòng tu

Lombardis. Điều này giúp những công dân trong hai dòng nói trên được mở hiệu, nhận tiền gửi, cho vay công khai trong khi đại bộ phận khác bị cấm đoán mãi đến thế kỷ XV. Sự mâu thuẫn quyền lợi phát sinh. Những công dân trong 2 cộng đồng nói trên phải gánh chịu sự thù ghét ngầm ngầm của những nhà ngân hàng khác. Đó là nguyên nhân giải thích vì sao cho đến thế kỷ XX, người Do Thái ở một số nơi vẫn bị xem, bị nguyên rủa như là một biểu tượng của sự cho vay nặng lãi.

Trong vòng 5 thế kỷ - từ thế kỷ V đến thế kỷ X - các nhà ngân hàng đã áp dụng nhiều nghiệp vụ mới trong hoạt động, khiến cho một ngân hàng vào thế kỷ X đã rất tiến bộ so với hoạt động của các ngân hàng sơ khai, và đó là lý do các nhà ngân hàng học gọi đây là giai đoạn phát triển thứ II của lịch sử ngân hàng. Các chủ ngân hàng đã bắt đầu ghi chép và theo dõi hoạt động, tài sản gửi của các thân chủ thông qua sổ hiệu tài khoản. Đây là những loại ký hiệu riêng do các chủ ngân hàng tự đặt ra. Trong đó gồm những mã số và chữ số La Tinh, Ả Rập mà vào giai đoạn đầu nhằm mục đích phân nhóm (hoặc đối tượng) thân chủ, phân loại tiền hoặc tài sản mà họ gửi, thời gian và số lượng tiền gửi... Đó là về phía sổ hiệu tài khoản gửi. Với những thân chủ chuyên vay tiền, một ngân hàng giai đoạn II cũng dùng những số hiệu nói trên để tách ra đối tượng vay (thương nhân, thợ thủ công, binh lính, chính quyền, người nước ngoài, hay người nghèo...), mục đích vay (mua hàng, đi buôn, xây dựng hay tiêu xài) và nhóm vốn cho vay (dài hạn hay ngắn hạn ...).

Nghiệp vụ bù trừ (compensation) cũng đã được áp dụng. Những chủ nợ của cùng một loại tiền hay tài sản thì được phép thanh toán, chuyển nhượng lẫn nhau trong mua bán giữa họ ở cùng một ngân hàng và kể cả với các đối tác tại các ngân hàng khác. Kết số dư cuối mỗi kỳ (1 tháng, 3 tháng hoặc 6 tháng, 1 năm) còn lại bao nhiêu là nợ thu hồi.

Nghiệp vụ chuyển ngân và bảo lãnh cũng được áp dụng trong thời kỳ này. Một thương nhân có tài khoản tại một ngân hàng ở Florence cần đến mua hàng ở Athene. Đường sá xa xôi và cướp bóc khiến thương nhân này không dám mang theo mình nhiều tiền vàng. Ông ta có thể mang theo chứng thư tiền gửi của mình (tạm gọi là Séc) ở ngân hàng Florence đến thẳng Athene. Tại Athene, điều trước tiên ông ta đi tìm một ngân hàng bất kỳ nào đó ở Athene đã từng giao dịch hoặc có quan hệ với ngân hàng của ông ta ở Florence. Điều này dễ dàng vì thương mại thời đó khá phát triển, và các ngân hàng tại các thành phố lớn vì nhu cầu phục vụ cho khách hàng của họ, có quan hệ trong ngành với nhau rất rộng rãi. Khi tìm được một ngân hàng như thế, ông ta xuất trình chứng thư của ngân hàng Florence cho ngân hàng Athene. Sau khi kiểm chứng chứng thư bằng cách đối chiếu với chứng thư cũ có lưu tại ngân hàng Athene xác nhận rằng chứng thư của Florence là thật. Có nghĩa những khoản tiền mà thương nhân có trong tài khoản ở Florence là thật. Đến lúc đó, thương nhân bắt đầu đi mua hàng. Ông ta có thể ký gửi chứng thư tại ngân hàng Athene, vay tiền mặt của ngân hàng đó để thanh toán cho chủ hàng. Hoặc ông ta có thể trực tiếp trao chứng thư đó cho chủ hàng và đi cùng chủ hàng đến ngân hàng Athene, để ký xác nhận việc thanh toán tiền hàng bằng chứng thư cho chủ hàng. Xong, ông ta đóng hàng lên tàu và về Italy. Đến Florence, một vài ngày sau, thương nhân báo cho chủ ngân hàng của mình biết về tình hình đã qua, số tiền đã chi và số dư còn lại là bao nhiêu, thiếu hay thừa.

Có thể thương nhân mua không hết tiền trong tài khoản, có thể đã mua thêm hơn số có của mình. Nếu ông ta mua thêm hơn, ông ta phải nộp tiền thêm vào ngân hàng Florence để bù cho đủ. Điều quan trọng là như thế ngân hàng Florence đã trở thành con nợ của chủ nợ là ngân hàng Athene, bây giờ trở thành người giữ chứng thư của ngân hàng do thương nhân giao cho. Nhưng trong cùng khoảng thời gian nói trên, lại có một số (thậm chí khá nhiều) các thương nhân khác ở Athene qua Florence mua hàng và làm các động tác tương tự như thương nhân thứ nhất. Do vậy, một số thương vụ khác đã làm cho ngân hàng Florence trở thành chủ nợ với con nợ là ngân hàng Athene, bởi việc một vài thương nhân đã trao chứng thư xác nhận tiền gửi của họ ở ngân hàng Athene cho Florence trong quá trình mua hàng. Với những số liệu và chứng thư trên tay, cả Florence và Athene nhanh chóng nhận ra rằng tổng số mình có tại ngân hàng đối tác là bao nhiêu. Mình nợ đối tác bao nhiêu. Cuối cùng nợ ròng phải trả là bao nhiêu.

Sau những khoảng thời gian khá dài (6 tháng hoặc 1 năm) với sự tích lũy phát sinh như vậy, hai ngân hàng hẹn ngày quyết toán. Nếu sau khi kết sổ dư, Florence thấy rằng mình vẫn còn nợ ngân hàng Athene thí dụ 5.000 đồng vàng. Nó sẽ thuê xe chở vàng, thuê quân lính bảo vệ để đưa vàng đến tận Athene trả nợ cho ngân hàng ở đó.

Ngân hàng Florence cũng có thể đơn phương làm nghiệp vụ chuyển ngân như trên mà không cần đến ngày bù trừ. Nếu trong thí dụ nói trên, thương nhân thứ nhất nhận thấy rằng ông ta cần tiền mặt để có thể mua hàng tại Athene với giá hời hơn. Hoặc ở Athene có nhiều ngân hàng, nhưng chưa có ngân hàng nào có quan hệ với ngân hàng của ông ở Florence và như vậy thanh toán bằng chứng thư sẽ khó khăn. Ông ta có thể nhờ ngân hàng trực tiếp chuyển ngân nếu số tiền của ông cần mua hàng thực sự lớn. Ngân hàng ở Florence sẽ đứng ra thuê quân đội, xe cộ để chuyển hoàn tất số tiền đến Athene cho thương nhân với chi phí do thương nhân chịu trách nhiệm. Đây là nghiệp vụ chuyển ngân đơn giản.

Trong trường hợp có những tàu hàng cập cảng Florence, hoặc Athene, nhiều thương nhân ở đó muốn mua một số hoặc có thể nguyên cá tàu hàng. Nhưng họ lại không đủ tiền kẽ cả tiền trong tài khoản ở ngân hàng. Nếu một trong số họ là thân chủ làm ăn rất nhiều năm với ngân hàng, được ngân hàng tín nhiệm, họ có thể tiến hành việc mua bán bằng cách nhờ ngân hàng đứng ra bảo lãnh. Họ và chủ tàu hàng cùng kéo nhau đến ngân hàng. Chủ ngân hàng sẽ cấp cho chủ tàu hàng một chứng thư với nội dung trong đó bảo đảm rằng 3 tháng hoặc 6 tháng sau đến hạn chót là ngày đó tháng đó, chủ hàng cầm giấy nợ quay lại, thương nhân (sau khi bán hết hàng), sẽ thanh toán toàn bộ tiền của tàu hàng với giá cả đã được thống nhất, kể cả tiền lãi chậm trả trong thời gian nói trên, nếu có. Nội dung chứng thư cung nhấn mạnh rằng, nếu đến ngày đó, tháng đó, mà thương nhân không thanh toán nổi, hoặc không muốn thanh toán nợ, ngân hàng sẽ có trách nhiệm đứng ra trả thay toàn bộ số tiền ấy cho chủ tàu. Sau đó, ngân hàng và thương nhân sẽ làm việc riêng với nhau.

Nhờ có đường biển, thương mại giữa các vùng như Ai Cập, Ba Tư, Thổ Nhĩ Kỳ, Hy Lạp, La Mã... với nhau phát triển rất nhanh. Do vậy, lối bảo lãnh nợ này càng ngày càng phổ biến. Các ngân hàng tiến thêm hai bước trong việc bảo lãnh: (1) Với những đối tượng đặc biệt, ngân hàng sẵn sàng cấp trước thư bảo lãnh, để họ cầm thư từ La Mã qua Ai Cập, Hy Lạp hoặc Ba Tư (hay ngược lại) để mua hàng, đem về bản xứ tiêu thụ, sau đó nộp tiền vào cho ngân hàng để thanh toán hoặc thanh toán trực tiếp với chủ ngân hàng. Với nghiệp vụ ấy, cả chủ ngân hàng và thương nhân cùng chia lãi với nhau và cả hai đều thỏa mãn. (2) Trong một số trường hợp khác, nếu không tin tưởng lắm ở lời cam kết của thương nhân, ngân hàng vẫn bảo lãnh. Song nó đứng ra trực tiếp bán hoặc theo dõi việc bán hàng của thương nhân, cho đến khi thu đủ vốn và lãi về phần nó. Toàn bộ thao tác bảo lãnh nói trên, mà ngày nay chúng có tên là thư tín dụng (letter of credit), đã được thực hiện từ thế kỷ X.

Florence, Genoa và Lucca ở La Mã bắt đầu trở thành những trung tâm tài chính và thương mại lớn nhất cho đến thế kỷ XII và XIII. Cũng trong thời gian này, hoạt động ngân hàng lan truyền dần, tuy chậm chạp, đến các vùng còn lại của châu Âu. Cuối thế kỷ XIII, Barcelona của Tây Ban Nha cũng đã trở thành một trung tâm ngân hàng. Vào những năm 1480, hoạt động ngân hàng bành trướng sang đô thị các vùng thuộc Đức và Thụy Sĩ ngày nay, sau đó là Hà Lan. Cuối thế kỷ XVII hệ thống Ngân hàng Anh quốc mới bắt đầu hình thành và phát triển một cách chính thức.

Trong cuộc thập tự chinh về Jerusalem (thế kỷ XIII), các giáo sĩ dòng Temples đã áp dụng kế toán kép vào hoạt động tính toán của ngân hàng. Cũng trong khoảng thời gian ấy, ở Florence, Lucca và Genoa, các chủ ngân hàng đã bắt đầu áp dụng nghiệp vụ chiết khấu thương phiếu (Commercial Paper Discount). Có những thương nhân sau khi mua hàng về, họ gấp phai những nhu cầu gấp về tiền mặt, chờ hàng bán xong thì rất lâu mà tiền mặt thì nằm ở cả trong hàng hóa, họ phải đến nhờ ngân hàng. Có 2 cách nhò: (1) Thương nhân ấy mang toàn bộ chứng từ hàng hóa và chứng từ gửi hàng (ở kho nào đó) đến ngân hàng để nghị thế chấp để vay tiền giải quyết cơn ngặt. Sau khi giám định, ngân hàng chấp nhận các chứng từ hàng hóa ấy (ngày nay ta gọi là thương phiếu) như một loại tài sản ký quỹ (collateral) và cho thương nhân ấy vay tiền. Khi nào hết khó khăn, thương nhân đem tiền vay và lãi đến trả cho ngân

hàng, nhận thương phiếu về và đem hàng hóa ra bán. (2) Thương nhân có thể mang thương phiếu đến gần như bán thẳng cho ngân hàng, với giá trị đương nhiên là thấp hơn giá trị bè mặt để ngân hàng có lãi. Tùy theo loại hàng hóa, nhu cầu của thị trường về nó và mức độ cấp bách về nhu cầu tiền mặt của thương nhân, giá trị của thương phiếu sẽ thấp hoặc cao trong phạm vi giá trị bè mặt (face value) trở xuống. Nếu chấp nhận được vì thấy có lãi sau khi cân nhắc rủi ro, ngân hàng sẽ xuất tiền trả cho thương nhân và sở hữu thương phiếu.

Ngân hàng không giữ thương phiếu áy lâu. Chỉ trong vòng hai, ba ngày nó tìm cách bán đi. Cách bán phổ biến nhất là thỏa thuận với các thương nhân khác thừa tiền trong tài khoản mà không có việc làm. Các thương nhân này sau khi bàn bạc giá cả với ngân hàng thấy có thể có lời, sẽ cắt tiền từ tài khoản ra trả cho ngân hàng, sở hữu lấy thương phiếu, có thể tiếp tục bán nó đi như trên, hoặc mở kho lấy hàng ra bán một cách thông thường.

Một thương phiếu, vì thế, có thể được mua bán qua tay rất nhiều người. Ngân hàng cũng có thể sau vài ngày làm chủ thương phiếu đem nó ra đấu giá công khai (public auction). Barcelona, Florence và Athene lúc ấy đều có thị trường đấu giá cho những việc như vậy. Toàn bộ quá trình trên được gọi là chiết khấu thương phiếu tồn tại cho đến ngày nay. Trong câu chuyện “Người lái buôn thành Vienne”, William Shakespear có nhắc đến những hình ảnh tương tự của hoạt động này.

Từ đó đến cuối thế kỷ XVII, hoạt động ngân hàng đã phát triển vô cùng nhanh chóng theo sự bành trướng của thương mại quốc tế, hệ quả của việc tìm ra châu Mỹ cũng như các vùng đất mới và sự suy tàn ảnh hưởng của Giáo hội La Mã. Năm 1690, một ngân hàng lớn, chính thức được nhà nước cấp giấy phép hoạt động, có tổ chức hẳn hoi, ra đời ở Amsterdam với những công việc thương mại bận rộn, như chuyển ngân, bảo lãnh, bù trừ, chiết khấu và phát hành tín tệ, giữ tài sản cho chính quyền và công chúng. Tuy nhiên khi ngân hàng này bắt đầu cho vay những khoản tiền lớn vào tay chính quyền các thành phố và Công ty Đông Á của Hà Lan, các đơn vị này không trả nổi nợ. Các thân chủ của ngân hàng nghe thế vội vàng đến ngân hàng rút hết tiền, vàng về. Ngân hàng Amsterdam sụp đổ năm 1819 sau 210 năm hoạt động, kéo theo sự khốn đốn của một loạt các thương gia và các nhà kinh doanh.

Trong hơn 200 năm nói trên, hàng loạt hệ thống ngân hàng ở các vùng khác ra đời. Và chính quá trình hoạt động của các ngân hàng mới này đã liên tục bổ sung, củng cố và hoàn thiện hoạt động ngân hàng từ thao tác nghiệp vụ, tổ chức, cho đến các nhận thức về một lý thuyết cho khoa học ngân hàng hay ngân hàng học. Lịch sử ngân hàng đã đi vào giai đoạn thứ III của nó, giai đoạn phát triển với sự xuất hiện của Hệ thống Ngân hàng Anh quốc (Bank of England) năm 1694, Ngân hàng Hoa Kỳ năm 1791, Ngân hàng Pháp (Banque de France) năm 1800.

### 4.3. HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG GIAI ĐOẠN III

Đến giai đoạn III, ngân hàng thực sự được công nhận như là một doanh nghiệp hữu hình, chính thức có những tổ chức và cách thức hoạt động đặc biệt trong nền kinh tế. Bản thân ngân hàng về tính chất là một doanh nghiệp tài chính. Nó là cầu nối trung gian giữa những người có tiền hoặc tài sản thừa muộn cho vay, và những người có nhu cầu vay trong nền kinh tế gặp nhau. Mục đích của các ngân hàng giống nhau đó là tìm kiếm lợi nhuận. Phương thức hoạt động để thực hiện mục đích nói trên là nhận tiền ký gửi của người cho vay với lãi suất phải trả là  $r$ , xong tìm mọi cách càng nhanh càng tốt, cho các đối tượng khác vay với lãi suất nhận được là  $r'$ .  $r'$  luôn luôn lớn hơn  $r$ . Và phần chênh lệch là lợi nhuận của ngân hàng. Ngoài ra, những hoạt động thường thấy khác, để giải quyết số dư tiền mặt cuối mỗi kỳ khi không thể cho vay hết, là đầu tư vào các loại tài sản...

Chúng ta sẽ tiếp tục quay trở lại điều này ở phần sau. Một ngân hàng ở giai đoạn 2 vào cuối thế kỷ XVII và XVIII là một ngân hàng có tính chất tổng hợp. Ngoại trừ những hoạt động vay và cho vay đã nói ở trên, ngân hàng khi thành lập và hoạt động còn xuất ra thị trường các loại chứng thư tiền gửi. Chứng thư này, như chúng ta từng phân tích, từ xa xưa đã được một số cộng đồng chấp nhận như phương tiện thanh toán trong giao dịch và trao đổi.

Đến thế kỷ XVIII các chứng thư ấy lại càng phát triển hơn. Châu Âu bắt đầu sử dụng rộng rãi chứng thư của các ngân hàng như “tiền”.

Lúc đầu, các chứng thư chỉ được phát ra mỗi khi có một khoản gửi mới vào ngân hàng bằng tiền vàng hoặc tiền đúc. Đó là điều chúng ta đã biết từ thời trước Công nguyên đến giờ. Thế nhưng đến thế kỷ XVIII, một tình trạng khác phát sinh trong các ngân hàng. Vì chứng thư được chấp nhận một cách hết sức rộng rãi nhu tiền do các ngân hàng đều có liên đới với nhau, nhiều lúc nhu cầu về tiền loại này trong nền kinh tế cho các hoạt động sản xuất và thương mại tăng lên rất bất ngờ, vượt quá số lượng tiền hiện có. Các ngân hàng mạo hiểm bắt đầu xuất ra các chứng thư tự do của ngân hàng khi chưa có người gửi thêm. Vào giai đoạn thứ nhất không có gì trực trặc, bởi vì mỗi ngân hàng trong quá trình hoạt động của mình đều tích lũy được nhiều tài sản. Những tài sản đó, cộng với vốn tự có do các cổ đông đóng góp, là những khoản vàng bảo đảm cho số lượng tiền hay chứng thư tự do nói trên. Hơn nữa, lúc đầu loại tiền này chỉ được đưa ra rất dè dặt và nhanh chóng được thu hồi. Mỗi khi người dân cần đổi ra tiền vàng, với dự trữ trong tay, ngân hàng đáp ứng nhu cầu đó một cách mau lẹ. Vì thế người ta bắt đầu quen dần với ý nghĩ tiền chứng thư do các ngân hàng phát ra cũng chẳng khác nào những đồng tiền vàng.

Khi đại đa số nhân dân đã quen với ý nghĩ đó và chấp nhận tiền - chứng thư một cách tin tưởng, không do dự, các ngân hàng vì nhu cầu hoạt động của mình dần dần phát ra nhiều loại tiền này. Ngày nay ta gọi đó là nghiệp vụ phát hành và loại tiền nói trên, lúc đó có tên gọi là tiền ngân hàng để phân biệt chúng với tiền vàng, tiền đúc.

Đầu thế kỷ XVII, gần như mọi ngân hàng lớn đều làm những công việc tổng hợp như trên, nghĩa là nhận tiền gửi của công chúng, cho vay và phát hành tiền ngân hàng. Tình trạng được phép phát hành chẵng bao lâu đã bị lạm dụng. Năm 1837, ở tiểu bang Massachusetts của Mỹ, một ngân hàng tư nhân đã phát hành ra 500.000 USD tiền ngân hàng trong khi chỉ có dự trữ 86.48 USD vàng trong kho của mình để bảo chứng. Và đến trước cuộc chiến tranh Nam - Bắc Mỹ, năm 1861, ở Hoa Kỳ có tất cả 7000 loại tiền ngân hàng khác nhau cùng lưu thông, trong đó chỉ có 5000 loại là có bảo đảm thực sự bằng vàng.

Tình trạng các ngân hàng tư nhân, vì cho đến lúc ấy tất cả các ngân hàng đều là của tư nhân và chỉ một số rất ít có cổ phần của nhà nước, đua nhau phát hành tiền ngân hàng một cách liều lĩnh, bất chấp khả năng đột xuất nhân dân cùng đưa nhau đến ngân hàng đổi tiền lấy tiền vàng, sẽ có thể dẫn đến những sụp đổ tài chính và hoảng loạn, gây tác hại đến các công dân gửi tiền, thương mại và sản xuất trong nhiều năm, đã thúc đẩy các nhà nước bắt đầu có ý thức can thiệp vào hoạt động ngân hàng để hạn chế việc phát hành. Hơn nữa, cứ giả thiết là tất cả tiền do mọi ngân hàng phát ra đều có bảo đảm bằng vàng trong kho để đổi lại cho nhân dân khi cần, thì việc mọi ngân hàng đều có thể và có quyền tạo ra tiền như trên sẽ làm cho lượng tiền trong lưu thông có lúc quá thừa, có lúc quá thiếu, không ổn định, dẫn đến kết quả là sản xuất, thương mại và giá cả thay đổi rất bấp bênh. Châu Âu lúc ấy phát triển thuận túy theo cơ chế thị trường. Nhà nước hoàn toàn không can thiệp đến nền kinh tế. Học thuyết của Adam Smith công bố năm 1776 cũng có thêm cách phát hành tiền này. Đến năm 1819, sau ảnh hưởng từ sự sụp đổ của ngân hàng Amsterdam (Hà Lan), các chính quyền ở các nước châu Âu và ngay cả giới ngân hàng đều ý thức rằng, việc giới hạn quyền phát hành rõ ràng là một việc làm cần thiết.

Năm 1826, Ngân hàng cổ phần tư nhân Anh Quốc (Bank of England) được độc quyền phát hành tiền trong phạm vi London với bán kính 65 dặm. Những ngân hàng khác muốn được quyền phát hành phải ở ngoài phạm vi nói trên. Năm 1833, Ngân hàng Anh được độc quyền phát hành tiền trên toàn xứ Anh (Chính quốc nước Anh lúc ấy có 4 vùng: England, Scotland, Wales và Irelands), và năm 1844 Luật ngân hàng của Anh Quốc bắt đầu áp đặt mức giới hạn tối đa cho quyền phát hành tiền của các ngân hàng khác. Năm 1848, với sự rút quyền phát hành của 9 ngân hàng tư nhân lớn khác về các chi nhánh của Ngân hàng Pháp (Banque de France), Ngân hàng Pháp được quyền phát hành tiền trên toàn lãnh thổ nước Pháp.

Năm 1864, để giới hạn bớt quyền phát hành của các ngân hàng, Quốc hội Hoa Kỳ áp dụng chế độ đánh thuế lên các loại tiền do ngân hàng phát ra. Mức thuế đầu tiên là 1% trên

tổng giá trị, rồi lên 2% và năm 1865 là 10%. Dọc theo các thời điểm nói trên cho đến hết thế kỷ XIX, ở tất cả các nước còn lại, các chính phủ cũng lần lượt giới hạn quyền phát hành của các ngân hàng về một số ít ngân hàng và cuối cùng về chỉ còn 1 ngân hàng. Ở Pháp từ năm 1848, Ngân hàng Pháp là ngân hàng duy nhất được độc quyền phát hành. Năm 1882, chính phủ Nhật Bản chính thức giao cho Ngân hàng Nhật Bản độc quyền này.

Năm 1870, Ngân hàng Nga (Bank of Russia) cũng được Chính phủ Nga hoàng giao cho độc quyền phát hành. Năm 1875, Reichsbank và các chi nhánh của nó là ngân hàng duy nhất được quyền tạo ra tiền trên toàn lãnh thổ Đức. Sau đấy một thời gian, Chính phủ hoàng gia Thụy Điển cũng giới hạn quyền phát hành về duy nhất cho Ngân hàng Thụy Điển năm 1879. Và đến năm 1914, Quốc hội Hoa Kỳ nhập 12 ngân hàng lớn nhất của Mỹ thành Hệ thống dự trữ liên bang và giao cho nó được độc quyền phát hành.

Với việc hạn chế quyền phát hành tiền về cho một ngân hàng duy nhất, những ngân hàng còn lại chỉ còn hưởng một quyền đó là vay và cho vay tiền tệ. Thế nhưng, cho đến lúc ấy một vài ngân hàng được hưởng độc quyền phát hành, vẫn còn tiếp tục tham gia vào hoạt động cho vay và vay trực tiếp với nhân dân như các ngân hàng còn lại. Điều này dẫn đến những xung đột và một số mâu thuẫn giữa ngân hàng độc quyền phát hành và các ngân hàng khác. Do vậy, để sắp xếp một cách tốt hơn hệ thống ngân hàng, đầu thế kỷ người, các chính phủ tiến thêm một bước, không cho các ngân hàng độc quyền phát hành tiếp xúc với công chúng nữa. Ngân hàng này trở thành ngân hàng trung tâm của các ngân hàng còn lại. Đây là sự bắt đầu của việc tách rời các bộ phận quan trọng trong lĩnh vực ngân hàng, báo hiệu cho sự phát triển sang giai đoạn mới của hoạt động này... Giai đoạn hiện đại.

#### 4.4. NGÂN HÀNG TRONG GIAI ĐOẠN HIỆN ĐẠI

Lịch sử ngân hàng hiện đại gắn chặt với những ảnh hưởng từ Ngân hàng Anh Quốc. Có thể nói rằng về cơ bản, những nền tảng và nguyên tắc hoạt động của hệ thống ngân hàng hiện đại được thiết lập từng bước qua thực tế vận hành và phát triển của Ngân hàng Anh.

Suốt thế kỷ XVII, XVIII và nửa đầu thế kỷ XIX, Anh quốc là cái nôi sản sinh ra rất nhiều bước ngoặt lớn cho lịch sử kinh tế thế giới từ cuộc cách mạng tư sản, học thuyết của Adam Smith, cuộc cách mạng công nghiệp, chiến tranh thuộc địa và thương mại quốc tế. Sự bành trướng của thương mại quốc tế theo sau chiến tranh xâm lăng, giành thuộc địa của người Anh đã diễn ra vô cùng nhanh chóng. Nước Anh có mạng lưới ngoại thương lớn nhất thế giới suốt thời kỳ nói trên dựa vào những nguồn sản vật, tài nguyên cướp bóc được và sức lao động của những lãnh địa trải dài khắp mọi miền, từng là niềm kiêu ngạo của họ với câu nói: “mặt trời không bao giờ lặn trên đất Anh”. Sự phát triển nhanh và mạnh của ngoại thương để ra nhu cầu huy động tài chính và tích lũy. Hoạt động ngân hàng, do vậy, có những điều kiện tốt nhất thế giới để phát triển trước các nơi.

Có thể nói, nếu Hy Lạp và La Mã là nơi sinh ra hoạt động ngân hàng, thì nước Anh mới là nơi nuôi dưỡng và phát triển hoạt động này. Năm 1844, Ngân hàng Anh được độc quyền phát hành, Ngân hàng Anh trở thành nơi cung cấp tài chính cho hoạt động của chính phủ hoàng gia. Nó cũng là nơi gửi tiền thuế của chính phủ. Một cách tự phát, Ngân hàng Anh tiến lên bước nữa: đại lý cho Chính phủ Anh trong các giao dịch tài chính với nước ngoài.

Những ngân hàng còn lại trên lãnh thổ Anh rất nhạy bén nhận thấy rằng nó sẽ có rất nhiều ích lợi nếu mở một tài khoản tại Ngân hàng Anh. Bởi vì Ngân hàng Anh là ngân hàng độc quyền phát hành, là đại lý của nhà nước và do vậy có dự trữ vàng lớn nhất quốc gia. Với dự trữ vàng đó, các ngân hàng còn lại có thể vay khi cần thiết để giải quyết những đợt rút tiền ồ ạt của công chúng. Ý thức này ngày càng lan rộng và cho đến năm 1854, hầu như mọi ngân hàng trong lãnh thổ Anh Quốc và cả ở các thuộc địa đều có tài khoản tại Ngân hàng Anh.

Vô hình chung, khi mọi ngân hàng trong nước đều có tài khoản tại ngân hàng này, nó bắt đầu trở thành trung tâm thanh toán của các ngân hàng. Giống như một ngân hàng bình thường có nhiều chủ, khi người A cần thanh toán một khoản tiền cho B, lối đi diễn nhất là A và B đưa nhau đến ngân hàng của A để rút tiền mặt ra trả cho B. Điều trên vốn từng đă

thịnh hành từ 2000 năm trước Công nguyên, vẫn sẽ trở thành lần thản nếu B cũng gửi tiền cùng một ngân hàng như A. Do vậy, từ xa xưa con người đã tự giác biết rằng, thay vì kéo nhau đến ngân hàng để A nộp chứng thư vào, rút tiền ra trả cho B để rồi cuối cùng B lại nộp vào ngân hàng trả lại, A có thể giao trực tiếp chứng thư hay séc cho B để B tự đến một mình. Và ngân hàng chỉ cần ghi chép trên sổ chuyển tiền từ tài khoản A qua tài khoản B.

Điều trên hoàn toàn có ý nghĩa trong trường hợp A và B là các ngân hàng bình thường, và ngân hàng trong thí dụ là Ngân hàng Anh Quốc. Do các ngân hàng đều có tài khoản tại một ngân hàng là Ngân hàng Anh, mọi khoản phát sinh trong giao dịch giữa các ngân hàng đều được thanh toán và bù trừ tại Ngân hàng Anh. Các ngân hàng đều có thẻ gửi vàng tại Ngân hàng Anh như những khoản ký gửi có lãi suất. Do đó, nếu trước đây các ngân hàng phải giữ lại những khoản dự trữ vàng tối thiểu như dự trữ tự nguyện trong kho của họ, hoàn toàn không sinh ra đồng lãi nào nhằm để phòng những đợt rút tiền bất ngờ của nhân dân, thì nay, họ có thể đem số vàng ấy ký gửi vào Ngân hàng Anh để tạo thêm lợi từ dự trữ. Một cách măc nhiên, Ngân hàng Anh trở thành trung tâm thanh toán, bù trừ và là trung tâm cất giữ dự trữ tự nguyện của các ngân hàng còn lại.

Các cuộc khủng hoảng tài chính năm 1847 - 1857 và 1866 đã giúp thêm phuong tiện cho Ngân hàng Anh. Sự bành trướng cho vay quá mức của các ngân hàng còn lại đã dẫn một số đến tình trạng mất khả năng chi trả và phải cầu cứu đến Ngân hàng Anh. Sau khi xuất vàng dự trữ từ kho cho các ngân hàng vay, như điều mà sau này chúng ta gọi là cứu cánh cho vay cuối cùng, để dập tắt cơn hoảng loạn khởi lan rộng, Ngân hàng Anh, nhằm tránh sự lạm dụng của các ngân hàng khác một cách quá đáng vào nguồn cho vay của Ngân hàng Anh vì điều đó có thể dẫn đến những hoạt động bừa bãi trong hệ thống ngân hàng, bắt đầu áp đặt mức lãi suất trên những khoản cho vay như vậy. Lãi suất này ngày nay ta gọi là lãi suất chiết khấu (discount rate) hay lãi suất của ngân hàng trung ương (Bank rate).

Cuộc khủng hoảng năm 1873 và 1890 đã làm cho Ngân hàng Anh thấy cần phải có biện pháp hạn chế lượng cho vay từ các ngân hàng còn lại. Bởi vì cho vay quá mức dự trữ tối thiểu đã là nguyên nhân của tình trạng mất khả năng chi trả, dẫn đến khủng hoảng. Cho nên Luật ngân hàng bổ sung năm 1890 bởi Quốc hội Anh, cho phép Ngân hàng Anh quyền áp đặt tỷ lệ dự trữ bắt buộc tối thiểu cho các ngân hàng còn lại. Vấn đề dự trữ từ chỗ tự nguyện đã trở thành bắt buộc. Khái niệm tỷ lệ dự trữ bắt buộc ra đời.

Các biện pháp nói trên đã tăng cường quyền kiểm soát hoạt động của tất cả các ngân hàng cho Ngân hàng Anh một cách mạnh mẽ. Ngân hàng Anh trở thành ngân hàng thủ lĩnh của mọi ngân hàng từ năm 1890 cho đến hết chiến tranh thế giới II. Theo kinh nghiệm của nước Anh, trong cùng khoảng thời gian nói trên, nhiều nước lần lượt giao cho các ngân hàng độc quyền phát hành quyền kiểm soát dự trữ vàng, kiểm soát tín dụng và thực hiện việc điều hòa thanh toán cho cả hệ thống ngân hàng trong nước. Danh từ ngân hàng trung ương (central bank) bắt đầu ra đời từ cuối thế kỷ XIX, trên những bước phát triển như vậy.

Ngân hàng Anh quốc và Ngân hàng Pháp là hai ngân hàng trung ương (NHTW) lớn nhất với những dịch vụ giao dịch và hoạt động đa dạng. Do các ngân hàng còn lại (được gọi là ngân hàng trung gian: intermediary institutions) từ khi có danh từ NHTW, ngày càng bành trướng hoạt động ra nước ngoài, các NHTW trở thành kiêm luôn chức năng thanh toán quốc tế cho các ngân hàng trung gian (NHTG) và mặc nhiên nó trở thành thiết chế quản lý ngoại tệ và dự trữ quốc gia cho các chính quyền.

Thế kỷ XX mở ra một bước ngoặt lớn trong lịch sử hình thành NHTW và ổn định tổ chức lẫn hoạt động ngân hàng. Năm 1920, hội nghị tài chính và tiền tệ quốc tế lần đầu tiên được mở ra ở Brussels, nhấn mạnh rằng những quốc gia nào chưa có một NHTW cho các ngân hàng và chính phủ giống Ngân hàng Anh và Ngân hàng Pháp nên sớm có một ngân hàng như thế. Vì một NHTW với ý nghĩa đó, không những thực hiện tốt nhiệm vụ quản lý dự trữ quốc gia, cung ứng và điều tiết tiền tệ, bảo vệ giá trị đồng tiền nội địa, quản lý hoạt động ngân hàng, mà còn tạo nhiều thuận lợi trong quan hệ quốc tế về thương mại, tài chính và hợp tác kinh tế. Trong vòng 30 năm tiếp theo, hàng loạt NHTW khắp thế giới ra đời, củng cố vai trò

quan trọng của thiết chế NHTW trong điều tiết, vận hành và phát triển kinh tế, cũng như sắp xếp lại tổ chức và nâng cao thêm một bước phát triển nữa cho hoạt động ngân hàng.

Năm	1921	Ngân hàng Nam Phi được thành lập
	1922	Ngân hàng dự trữ Peru ra đời
	1923	Ngân hàng Cộng hòa Columbia
	1924	Ngân hàng Ba Lan
	1925	Ngân hàng quốc gia Albani
	1926	Ngân hàng quốc gia Czechoslovakia, Ngân hàng Chi Lê, Ngân hàng Guatemala
	1927	NHTW Ecuador, Ngân hàng Estonia
	1928	Ngân hàng quốc gia Iran, NHTW Trung Quốc, Bolivia...
	1931	NHTW Cộng hòa Thổ Nhĩ Kỳ
	1932	Ngân hàng Mexico
	1934	Ngân hàng dự trữ trung ương New Zealand, Salvador
	1935	Ngân hàng Canada, Ngân hàng dự trữ Ấn Độ, NHTW Cộng hòa Argentine
	1936	Ngân hàng Cộng hòa Paraguay
	1937	Ngân hàng quốc gia Costa Rica
	1940	NHTW Venezuela
	1941	Ngân hàng quốc gia Afghanistan, Nicaragua
Năm	1942	NHTW Ireland, Ngân hàng Thái Lan, Ngân hàng nhà nước Ethiopia
	1945	Ngân hàng quốc gia Ba Lan
	1947	NHTW Cộng hòa Dominican
	1948	Ngân hàng nhà nước (NHNN) Pakistan, Ngân hàng liên bang Miền Điện, NHTW Philippines, Ngân hàng quốc gia Cuba
	1949	Ngân hàng quốc gia Iraqi
	1950	NHTW Ceylon, NHTW Honduras
	1952	NHTW Belgian Congo, Ngân hàng phát hành Liên bang Đông Dương (Sài Gòn)
	1954	Ngân hàng Israel

Điều quan trọng trong giai đoạn 30 năm lịch sử này (1920 - 1950) là sự thay đổi trong nhận thức của các chính quyền, giới sản xuất kinh doanh châu Âu về vai trò của tiền và hoạt động ngân hàng và ảnh hưởng to lớn của nó đối với nền kinh tế quốc gia. Hai trận thế giới đại chiến (1914 - 1918 và 1939 - 1945), cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới (1929 - 1933) đã để lại nhiều bài học quý giá về việc phát hành tiền, quản lý tài chính và tác động của chính sách tiền tệ đến các động thái của nền kinh tế vĩ mô, như tăng trưởng và suy thoái, thất nghiệp và toàn dụng, ổn định giá cả và lạm phát. Tiền mỗi ngày mỗi trở nên quan trọng khiến cho các chính phủ đều nhận thấy cần phải nắm chắc lấy NHTW, cơ quan phát hành tiền và đầu não của hệ thống ngân hàng trong nước.

Cho đến năm 1945, tất cả các NHTW vẫn là những ngân hàng cổ phần tư nhân. Ngân hàng Anh từ ngày thành lập vào năm 1694 cho đến lúc ấy là một công ty cổ phần. Trong đó vốn của tư nhân chiếm đa số tuyệt đối. Ngân hàng Pháp từ năm 1800, mặc dù Thủ tướng và 2 Phó Thủ tướng do Chính phủ Pháp bổ nhiệm, vẫn là một ngân hàng cổ phần, trong đó vốn của chính phủ chỉ chiếm 10%. Reichsbank của nước Đức thành lập năm 1875 chỉ có 5% vốn của nhà nước, còn lại là tư nhân. Ngân hàng Nhật Bản đầu tiên là một công ty tư nhân, đến năm 1882 mới có một ít cổ phần của nhà nước... Điều đó có nghĩa là quyền phát hành tiền, điều tiết cung ứng tiền, quản lý lưu thông tiền tệ, đại diện về tài chính cho chính phủ trong và ngoài nước vẫn nằm trong tay tư nhân. Đây là một điều nguy hiểm vì không có gì chắc chắn những tư nhân này sẽ không đưa ra những chính sách có hại cho nhân dân, cho quốc gia, cho

## Chương 4 - Lịch sử hình thành hoạt động của ngân hàng

nền kinh tế vào những khi mà quyền lợi cá nhân của họ bị đe dọa hoặc mâu thuẫn với quyền lợi tổ quốc.

Chính phủ nào cũng phải nghĩ đến toàn cục, toàn bộ phận, toàn thể nhân dân, cả nước... vì họ được nhân dân bầu ra cho những trách nhiệm như thế. Nhưng tư nhân thì không thấy họ phải có trách nhiệm như chính phủ. Họ hành động vì quyền lợi cục bộ hơn, cá nhân hơn. Do vậy, để một điều vô cùng hệ trọng đến đời sống của toàn dân như việc cung ứng tiền vào tay tư nhân mà không phải là các tổ chức có trách nhiệm chung với dân là việc hoàn toàn không hợp lý. Vì lý do đó, với việc ra đời của tiền mặt pháp định trước chiến tranh, sau năm 1945, các chính phủ lần lượt quốc hữu hóa NHTW, đưa bộ phận đầu não của hệ thống ngân hàng này về sở hữu công cộng.

Năm 1946, nước Pháp quốc hữu hóa Ngân hàng Pháp.

Năm 1946, Hoa Kỳ quốc hữu hóa Hệ thống dự trữ liên bang.

Năm 1947, Anh quốc quốc hữu hóa Ngân hàng Anh.

Ngày 29 tháng 12 năm 1954, Viện phát hành Liên bang Đông Dương bị giải tán sau khi Pháp rút khỏi Việt Nam. Ngày 31 tháng 12 năm 1954 thành lập Ngân hàng nhà nước Việt Nam. Ngân hàng trung ương từ thời điểm đó trở thành ngân hàng mẹ của các ngân hàng còn lại trong lãnh thổ (NHTG), các tổ chức tài chính và tín dụng... với nhiều chức năng đặc thù. Phần sau chúng ta sẽ đi vào chi tiết với sự công hữu hóa và tách NHTW ra khỏi hệ thống ngân hàng, cơ cấu tổ chức của hoạt động ngân hàng hiện đại đã hình thành sau hơn 4000 năm phát triển ■

## Chương 5 - HỆ THỐNG NGÂN HÀNG HIỆN NAY

Hệ thống ngân hàng hiện nay được chia làm 2 bộ phận chính: NHTW và các ngân hàng trung gian. Vì sự liên đới mật thiết với nhau trên thị trường tiền tệ và tài chính, nhiều tổ chức không phải là ngân hàng nhưng cũng tham gia vào hoạt động vay, cho vay và kinh doanh tiền tệ như các tổ chức tín dụng, công ty bảo hiểm, công ty tài chính, các quỹ tiền tệ..., được nhiều nước xem là bộ phận thứ ba của hệ thống ngân hàng.

### 5.1. HỆ THỐNG NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

Ngày nay, tất cả các quốc gia trên thế giới dù lớn hay nhỏ đều có một NHTW. Các ngân hàng này đảm nhận nhiều vai trò rất quan trọng như việc kiểm soát và điều tiết mức cung ứng tiền cũng như các vấn đề liên quan đến tiền tệ, quản lý hoạt động của hệ thống tài chính và tiền tệ trong nước; thực hiện nhiều nhiệm vụ với chính phủ.

Phương thức tổ chức và hoạt động của mỗi NHTW có thể khác nhau khi so sánh NHTW này với một NHTW khác tùy theo mức độ phát triển của nền kinh tế và thị trường tài chính ở mỗi quốc gia. Với từng giai đoạn phát triển của mình, nền kinh tế thường đòi hỏi những cơ cấu tổ chức và hoạt động thích hợp của các thiết chế có liên quan để phục vụ cho nó như NHTW, bộ máy chính quyền và nguyên tắc quản lý. Đó là nguyên nhân giải thích vì sao có những NHTW rất nhỏ với tầm hoạt động thu hẹp và đơn giản, nhưng cũng có những NHTW đầy quyền lực với các hoạt động quản lý tinh vi, phức tạp, công việc và phạm vi ảnh hưởng lan ra toàn thế giới như NHTW Hoa Kỳ, NHTW Nhật Bản, Pháp, Đức... đến nỗi mà hoạt động của nó đã từng được giải thích như là nghệ thuật NHTW hay Khoa học NHTW.

Ngay tên gọi của các NHTW cũng khác nhau. Có những tên gọi mang tính chất kế thừa lịch sử như Ngân hàng Anh, Ngân hàng Pháp, Ngân hàng Nhật Bản... Có những NHTW được gọi tên theo thói quen về một danh từ riêng từ khi thành lập như Reichs Bank và Deutsche-Bundes Bank của Đức trước và sau chiến tranh thế giới II. Cũng có những NHTW được gọi tên theo cách phản ánh tính chất sở hữu hoặc thiết chế chủ quản của nó như Ngân hàng nhà nước Việt Nam (State Bank of VN), Ngân hàng quốc gia Ethiopia, Pakistan, Ngân hàng quốc gia Hungary, Ngân hàng quốc gia Iran hoặc được gọi thẳng là NHTW, thí dụ như NHTW Chile, NHTW Guatemala, NHTW Cộng hoà Thổ Nhĩ Kỳ, hay Ngân hàng dự trữ Nam Phi, Ngân hàng dự trữ Peru, New Zealand, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ...

Dù được gọi tên như thế nào đi nữa, tính chất, hoạt động và vai trò của các NHTW đều có rất nhiều điểm chung do cùng phục vụ những mục tiêu khá giống nhau và xuất phát hầu như từ một lý thuyết chung. Những điểm tương đồng nói trên của NHTW (để đơn giản chúng tôi gọi các NHTW với những tên riêng khác nhau về một tên chung như thế) có thể quy về những nhóm sau đây.

#### 5.1.1. Tính chất và cơ cấu tổ chức của ngân hàng trung ương

##### 5.1.1.1. Tính chất

Song song với sự phát triển của các hoạt động cụ thể, lý thuyết về NHTW cũng được hình thành theo những nhận thức có từ đầu thập niên 50. Ngân hàng trung ương có những tinh chất chính như sau:

- Ngân hàng trung ương là một định chế công cộng có thể biệt lập hoặc phụ thuộc chính phủ, chịu trách nhiệm trong việc quản lý và điều tiết các vấn đề liên quan đến tiền tệ, để phục vụ cho sự tồn tại và phát triển của cộng đồng.

- Ngân hàng trung ương là thực thể tài chính cao nhất và lớn nhất trong nước, cùng chính phủ chịu trách nhiệm trước toàn dân về việc vận hành chính sách tiền tệ - tài chính làm sao để khai thác ngày càng hiệu quả hơn tài nguyên sản xuất các loại, giúp nền kinh tế đạt

mức tăng trưởng thực hàng năm cao, với việc liên tục mở rộng đường giới hạn khả năng sản xuất của nền kinh tế và ổn định giá cả.

- Ngân hàng trung ương là cầu nối giữa chính phủ với các hoạt động tài chính của nó với nền kinh tế.

- Ngân hàng trung ương là cầu nối giữa thị trường tài chính - tiền tệ nội địa với nước ngoài.

- Ngân hàng trung ương vừa là một thiết chế hành chính vừa là một doanh nghiệp. Lợi tức của nó (đến từ việc kinh doanh các loại tài sản liên quan đến tiền và hoạt động đầu tư) dùng để trang trải các chi phí cho hoạt động toàn hệ thống. Phần còn lại nộp về Kho bạc chính phủ.

- Ngân hàng trung ương cũng là cơ quan chủ chốt nghiên cứu về khoa học tiền tệ và ngân hàng, gánh trách nhiệm đào tạo các thế hệ tương lai để quản lý và phát triển hệ thống ngân hàng trong nước.

- Chính sách tiền tệ của NHTW phải hỗ trợ chính sách tài chính của Chính phủ và ngược lại.

- Ngân hàng trung ương cũng là cơ quan chịu trách nhiệm chính trong việc cung cấp một thị trường thứ hai vững mạnh làm sân sau cho kinh tế phát triển, cũng như chịu trách nhiệm về những đỗ vỡ tài chính nếu có.

Ngoài một số quan điểm trên về tính chất của NHTW, hiện nay còn có nhiều đặc trưng khác nằm lẩn trong chức năng và vai trò của hệ thống này. Tuy nhiên, điều thú vị ở đây là hầu hết các nhà ngân hàng học và NHTW ở các nước phát triển đều cho rằng NHTW là một định chế hỗn hợp của 2 tính chất: doanh nghiệp và quản lý hành chính. Có nghĩa là một mặt nó vận động theo quy luật thị trường và mặt kia nó tìm cách quản lý và uốn nắn quy luật thị trường. Nó là một biểu hiện thu nhỏ của mô hình kinh tế hỗn hợp (Mixed Economy). Điều quan trọng là nó sử dụng các phương tiện gián tiếp: “công cụ của chính sách tiền tệ” ngay cả trong trường hợp thực thi quản lý hành chính. Và đó là sự khác nhau giữa NHTW và tổ chức chính quyền trong lúc cùng hướng về phục vụ những mục tiêu giống nhau.

### **5.1.1.2. Cơ cấu tổ chức của ngân hàng trung ương**

Tính đa dạng về văn hóa và lịch sử hình thành là nguyên nhân chính tạo ra sự khác nhau trong cách thức tổ chức đời sống và xã hội giữa các quốc gia trên thế giới. NHTW cũng như cơ cấu chính quyền là các thiết chế phản ánh ý thức tổ chức đời sống và xã hội của mỗi quốc gia, do vậy cũng khác nhau giữa các quốc gia này khi so sánh với quốc gia khác. Sự khác nhau này diễn ra không những trong quan hệ tổ chức NHTW với chính quyền mà còn trong cả quan hệ tổ chức nội bộ của NHTW.

#### **5.1.1.2.1. Quan hệ tổ chức giữa NHTW và chính quyền**

Hình thức tổ chức của bất kỳ một định chế xã hội nào bao giờ cũng bị tác động bởi 3 nhân tố: Thói quen về văn hóa, Quan điểm chính trị và Nhu cầu hiện có của nền kinh tế. Trong từng quốc gia, cả 3 nhân tố này đều có những nét khu biệt nhất định. Điều đó giải thích vì sao lề lối tổ chức, cơ cấu bộ máy của mọi nhà nước trên thế giới không ít thì nhiều, đều khác nhau.

Quan điểm giữa NHTW và chính quyền ở mỗi nước cũng khác nhau. Có những sự khác nhau khá rõ ràng, thậm chí tới mức đối lập. Nhưng cũng có những sự khác nhau vừa phải hoặc rất ít. Đại đồng mà tiểu dị. Bằng cách đưa những quan hệ tổ chức đại đồng mà tiểu dị về cùng nhóm với nhau, người ta tách bạch được 2 trường phái về quan hệ tổ chức giữa NHTW và chính quyền. Đó là, (1) trường phái NHTW là một định chế biệt lập, và (2) trường phái NHTW trực thuộc chính phủ.

##### **a/ Ngân hàng trung ương biệt lập với chính phủ:**

Điển hình cho trường phái thứ nhất: NHTW là một định chế biệt lập với chính phủ, gồm có các nước như Hoa Kỳ, Pháp, Cộng hòa liên bang Đức, Anh quốc và Nhật Bản trong những năm gần đây. Quan điểm nổi bật của việc đặt NHTW biệt lập với hành động của chính phủ xuất phát từ quan điểm dân chủ cổ truyền của Châu Âu.

Người Châu Âu, chịu ảnh hưởng bởi tư tưởng tự do và dân chủ của triết học cổ Hy Lạp, từ xa xưa đã cho rằng trong 2 khái niệm dân tộc, nhân dân và quốc gia, khái niệm dân tộc, nhân dân là lớn hơn. Một vùng đất, một lãnh thổ không hề có người ở, không có dân cư, chẳng hạn như Mặt Trăng, Sao Kim hay Lục địa Nam Cực ngày nay, không ai gọi đó là quốc gia của mình hay của đất nước người khác. Thế nhưng, một khi nơi ấy đã có cộng đồng dân cư nào đó tồn tại, mang hẳn một tính cách đặc trưng rõ ràng, chẳng chóng thì chày, cộng đồng hay dân tộc ấy cũng sẽ xác lập được chỗ cư trú, chỗ sống hay lãnh địa cho riêng mình. Như vậy cộng đồng nhân dân hay dân tộc để ra quốc gia, chứ không phải quốc gia để ra dân tộc.

Khi đã xem dân tộc, nhân dân là khái niệm lớn nhất thì mọi hành động chỉ có ý nghĩa khi nó hướng về việc cung cấp, xây dựng và phát triển dân tộc, nhân dân. Để duy trì cho cộng đồng được tồn tại, phát triển, tự bảo vệ mình và không tan vỡ, từ hơn 1000 năm trước Công nguyên, người ta đã hiểu rằng cần có những ước lệ, những ràng buộc, những quy phạm nhất định để hướng các thành viên trong cộng đồng phải tuân theo nhằm bảo vệ quyền lợi chung cho mọi người. Pháp luật, phát sinh và để pháp luật được duy trì, cần có một bộ máy tổ chức chuyên làm việc theo dõi, cung cấp việc thực thi pháp luật trong cộng đồng. Xuất phát từ nhu cầu đó, cộng đồng bâu ra thiết chế mà ngày nay chúng ta gọi là nhà nước hay chính quyền.

Tuy nhiên, khi nhà nước hay chính quyền nắm được trong tay quyền lực (do nhân dân trao cho) để thực thi những nhiệm vụ chung vì sự tồn tại của dân tộc và nhân dân như: (1) huy động mọi người, khi cần thiết, chiến đấu để bảo vệ cộng đồng, (2) áp dụng những sự trùng phạt cần thiết để bảo vệ pháp luật, kỷ cương và an ninh chung cho nhân dân..., (3) cũng như được phép thay mặt dân tộc, sử dụng mọi nguồn lực mà cộng đồng đang có để phục vụ tốt nhất cho việc xây dựng và phát triển cộng đồng..., thì khả năng có những nhà nước tốt, biết lo cho cả dân tộc, nhân dân và khả năng có những nhà nước chỉ nghĩ nhiều hơn đến cá nhân, tha hóa trong quyền lực dẫn đến chỗ làm những việc sai lầm để nô dịch nhân dân (những người tạo ra mình) là cùng có thể xảy ra. Chính vì nhận thức như thế, kết hợp với ý nghĩ rất rạch ròi rằng, nhân dân hay dân tộc là chủ, chính quyền chỉ là cơ cấu được nhân dân xây dựng lên để thay mặt nhân dân thực hiện một số công việc chung cho cả cộng đồng mà thôi, người Hy Lạp, La Mã ngày xưa đã cùng bâu ra những đại biểu của nhân dân vào tổ chức mà ngày nay ta gọi là Quốc hội, để theo dõi và quản lý hoạt động của chính quyền.

Nếu so sánh giữa Quốc hội và chính quyền hành pháp, thì điều đương nhiên là Quốc hội quan trọng hơn và lớn hơn, bởi vì Quốc hội là cơ quan đại diện cao nhất, hợp pháp nhất của toàn thể nhân dân và dân tộc. Đó là lý do vì sao Pháp luật - Hiến pháp phải do Quốc hội định ra chứ không phải do chính quyền. Ngay cả mức thuế phải đóng để nuôi bộ máy chính quyền cũng phải do Quốc hội quyết định. Bởi vì Quốc hội là toàn thể nhân dân. Không có khái niệm nào lớn hơn toàn thể nhân dân. Và do vậy, với những vấn đề quan trọng hàng đầu, tác động đến đời sống và sinh mạng của toàn thể nhân dân như: Hiến pháp, Pháp luật, Thuế, quyết định chiến tranh hay hòa bình và các vấn đề khác, phải do toàn thể nhân dân (hay đại diện của họ là Quốc hội) quyết định.

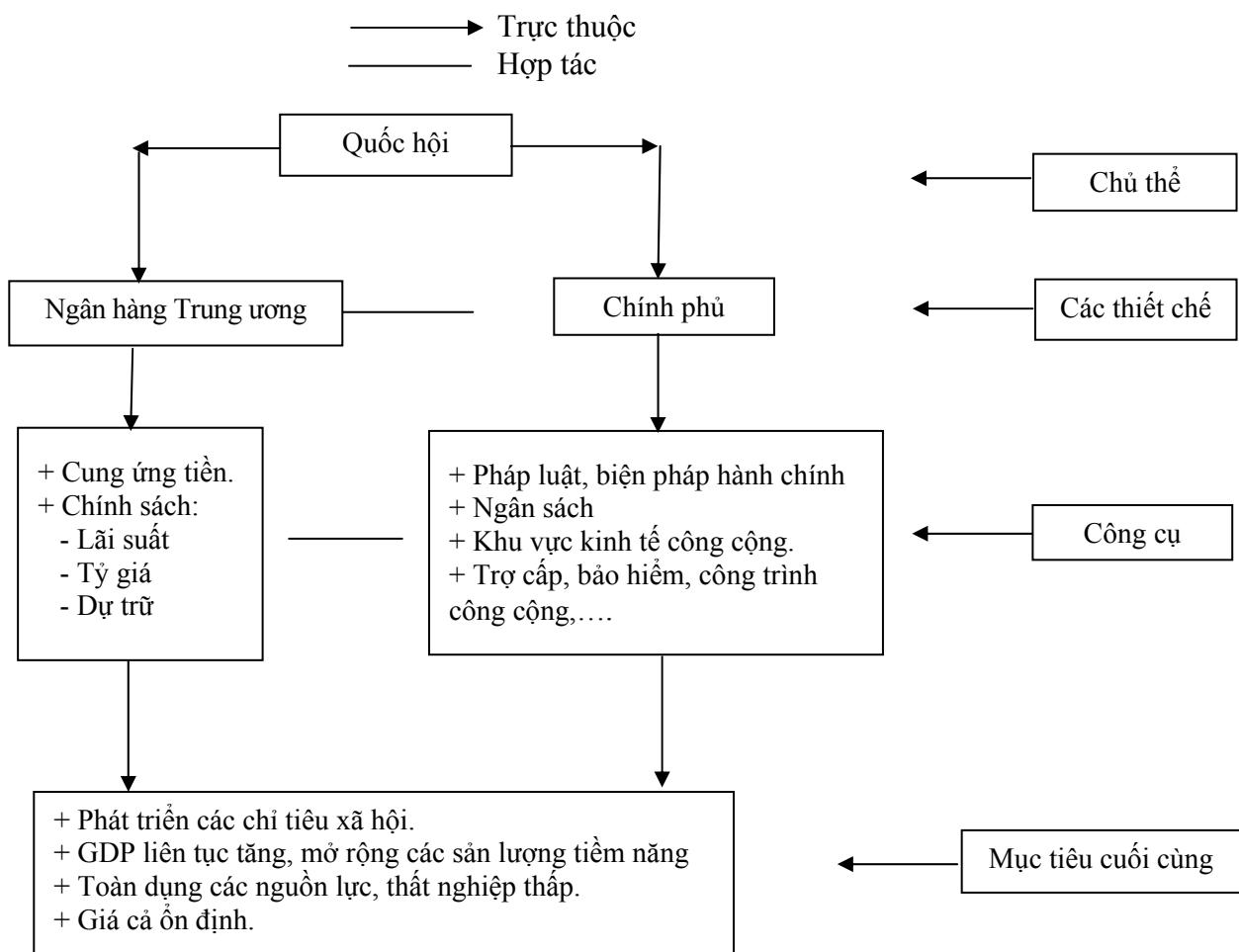
Cách thức tổ chức và ra quyết định của Quốc hội La Mã thời xưa là minh chứng. Từ thời gian đó đến thế kỷ XX, Quốc hội luôn luôn là định chế cao nhất của hầu như tất cả các quốc gia ở châu Âu. Kinh tế càng phát triển, người ta càng nhận thấy rằng ngoài việc quyền lực và sự tồn tại của nhà nước tác động đến đời sống nhân dân, hoạt động của hệ thống ngân hàng và sau này là NHTW cũng ảnh hưởng đến đời sống của người dân không kém. Các cuộc khủng hoảng tài chính ở Anh vào cuối năm 1847-1857-1866-1873-1890, ở Hoa Kỳ 1837-1873-1907 đều bị gây ra bởi những khủng hoảng trong hoạt động ngân hàng. Hậu quả tai hại của nó đến nền kinh tế và đời sống toàn dân kéo dài trong nhiều năm và không lường hết. Bên cạnh đó, vì NHTW và hệ thống ngân hàng nắm trong tay quyền phát hành và tạo ra cái gọi là tiền, trong khi đó tiền là tài sản, là vật chuyển hóa các nguồn lực và tài nguyên của các dân tộc. Vì cả hai nguyên nhân trên, NHTW, cơ quan đầu não của hệ thống ngân hàng phải được toàn dân quản lý để tránh những tác động có hại cho nhân dân. Nhưng toàn dân là ai, Quốc hội hay bộ máy đại diện của nó là chính quyền?

NHTW là cơ quan quản lý tiền, mà tài chính lại là nguồn sống và tồn tại của mọi chính quyền, do đó đã có không ít áp lực muốn đặt NHTW dưới sự quản lý trực tiếp của nhà nước. Thủ tướng Anh Benjamin Disraeli, Thủ tướng Đức Bismarck đã từng cố gắng làm điều đó. Tuy nhiên, vì hoạt động của NHTW ảnh hưởng quá nhiều mặt đến đời sống của toàn dân, và nếu để nó trực thuộc vào tay chính quyền, không có gì bảo đảm rằng chính phủ sẽ không có lúc ra lệnh cho NHTW thực hiện những nghiệp vụ trái với kế hoạch mà nó nhận định là cần phải làm để thúc đẩy sự ổn định và phát triển kinh tế. Hơn nữa, thâm hụt tài chính là những vấn đề có tính kinh niên của các chính quyền. Nếu NHTW ở dưới quyền của chính phủ, thâm hụt tài chính có thể dẫn đến việc phát hành tiền quá giới hạn cho phép. Giá cả sẽ mất ổn định. Đời sống nhân dân sẽ khó khăn hơn.

Từ những nguyên nhân trên, các nước châu Âu đều thấy sự cần thiết phải đặt NHTW trở thành một định chế biệt lập với chính phủ, dưới sự giám sát trực tiếp của Quốc hội. Năm 1908, Luật Aldrich - Vreeland được Quốc hội Hoa Kỳ thông qua, thuyết minh rõ ràng tính chất cần thiết phải đặt hệ thống ngân hàng và tiền tệ quốc gia biệt lập với các quyết định của chính phủ. Từ thời gian đó cho đến Luật Dự trữ liên bang (Federal Reserve Act) năm 1913, Luật Ngân hàng năm 1935 và Thỏa thuận 1951 giữa Kho bạc liên bang và Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ, đã xác lập sự độc lập hoàn toàn trong việc quyết định cung ứng tiền và các chính sách tiền tệ cho NHTW nước Mỹ.

Anh, Pháp và Tây Đức cũng đã thực hiện những việc làm tương tự ngay sau khi Chiến tranh thế giới II chấm dứt. Ngày nay, NHTW ở các nước là một thiết chế tổ chức cùng tồn tại song song với chính quyền. Và khi nhiệm vụ của chính quyền là quản lý hành chính, duy trì pháp luật, bảo vệ lãnh thổ, thực hiện các nhiệm vụ công cộng khác để ổn định và phát triển cộng đồng theo những nguyên tắc xưa nay, thì việc NHTW cung ứng, quản lý và điều tiết hoạt động cung ứng tiền, tài chính, hoạt động ngân hàng... là cách riêng có của nó để hướng tới những mục tiêu quản lý kinh tế chung của đất nước.

**Biểu đồ 5.1: Quan hệ tổ chức giữa NHTW và chính phủ theo trường phái 1**



NHTW và chính phủ cùng chịu trách nhiệm trước toàn dân (mà cơ quan đại diện của toàn dân là Quốc hội) về tất cả những hoạt động của mình. Hàng năm, NHTW phải báo cáo chi tiết các vấn đề về cung ứng tiền, chính sách kinh tế nói chung, ảnh hưởng của các hoạt động trên trong năm qua và những dự trù cho các năm tới với Quốc hội. NHTW cũng có thể phải báo cáo với chính phủ như trường hợp ở Đức. Tuy nhiên, giữa NHTW và chính phủ chỉ có quan hệ hợp tác chứ không chi phối nhau.

Biểu đồ 5.1 là sự tóm tắt quan hệ tổ chức giữa NHTW và chính phủ của trường phái này. Phương thức này chủ yếu thịnh hành ở Châu Âu, Bắc Mỹ, một số nước Nam Mỹ, Nam Phi, Châu Á và Nhật Bản thời gian gần đây. Phương thức tổ chức nói trên phản ánh sự coi trọng chính sách tiền tệ và vai trò của nó trong phát triển kinh tế. Tất cả các nước đã phát triển đều đi theo mô hình này. Nó phản ánh một sự thật lịch sử, là trong suốt quá trình đi lên trở thành một nước phát triển, chính sách tiền tệ đã là động lực cực kỳ quan trọng nếu không muốn nói là quan trọng nhất. Và do vậy, bằng sự gia tăng các biện pháp điều tiết kinh tế gián tiếp thông qua tiền tệ và tài chính, thay thế cho các biện pháp điều tiết trực tiếp bằng hành chính của chính phủ, các nước đều coi trọng vai trò của NHTW. Để đảm bảo rằng nó luôn luôn được độc lập nhằm phát huy hết năng lực, NHTW được tách khỏi sự điều khiển của chính quyền.

#### b/ Ngân hàng trung ương trực thuộc chính phủ:

Cùng tồn tại song song với mô hình trên là mô hình tổ chức NHTW trực thuộc chính phủ. Tùy theo đặc điểm lịch sử của từng nước theo trường phái này, NHTW có thể ở dưới quyền trực tiếp của người đứng đầu chính phủ, thí dụ: Thủ tướng, mà cũng có thể NHTW ở dưới quyền điều khiển của một đại diện của chính phủ như Bộ trưởng tài chính. Lối tổ chức này phản ánh thái độ coi Chính sách tiền tệ là một bộ phận của chính sách cai trị, cũng như tài chính và tiền tệ là phương tiện của chính quyền. Các nước Á Đông hầu hết đều đi theo mô hình này. Tất cả các nước Xã hội chủ nghĩa cũ và Liên Xô trước đây cũng vậy. Điều dễ hiểu ở đây là trong quá trình xây dựng và phát triển kinh tế của mình từ một đất nước nghèo hoặc thiếu thốn nhiều mặt do di sản của chiến tranh, việc huy động toàn bộ các nguồn tài nguyên khan hiếm của đất nước một cách triệt để nhất, nhằm phục vụ hiệu quả cho chính sách và kế hoạch phát triển kinh tế của chính quyền, bao giờ cũng đòi hỏi một sự tập quyền cao độ. Chỉ có những chính phủ có mức tập quyền cao mới tạo được sự ổn định cần thiết về chính trị và vận dụng được toàn bộ tài nguyên cho các mục tiêu đầu tư và phát triển lâu dài. Do vậy, điều tất nhiên là NHTW phải nằm dưới chính quyền như một công cụ huy động tài chính cho các chương trình khác nhau của chính phủ.

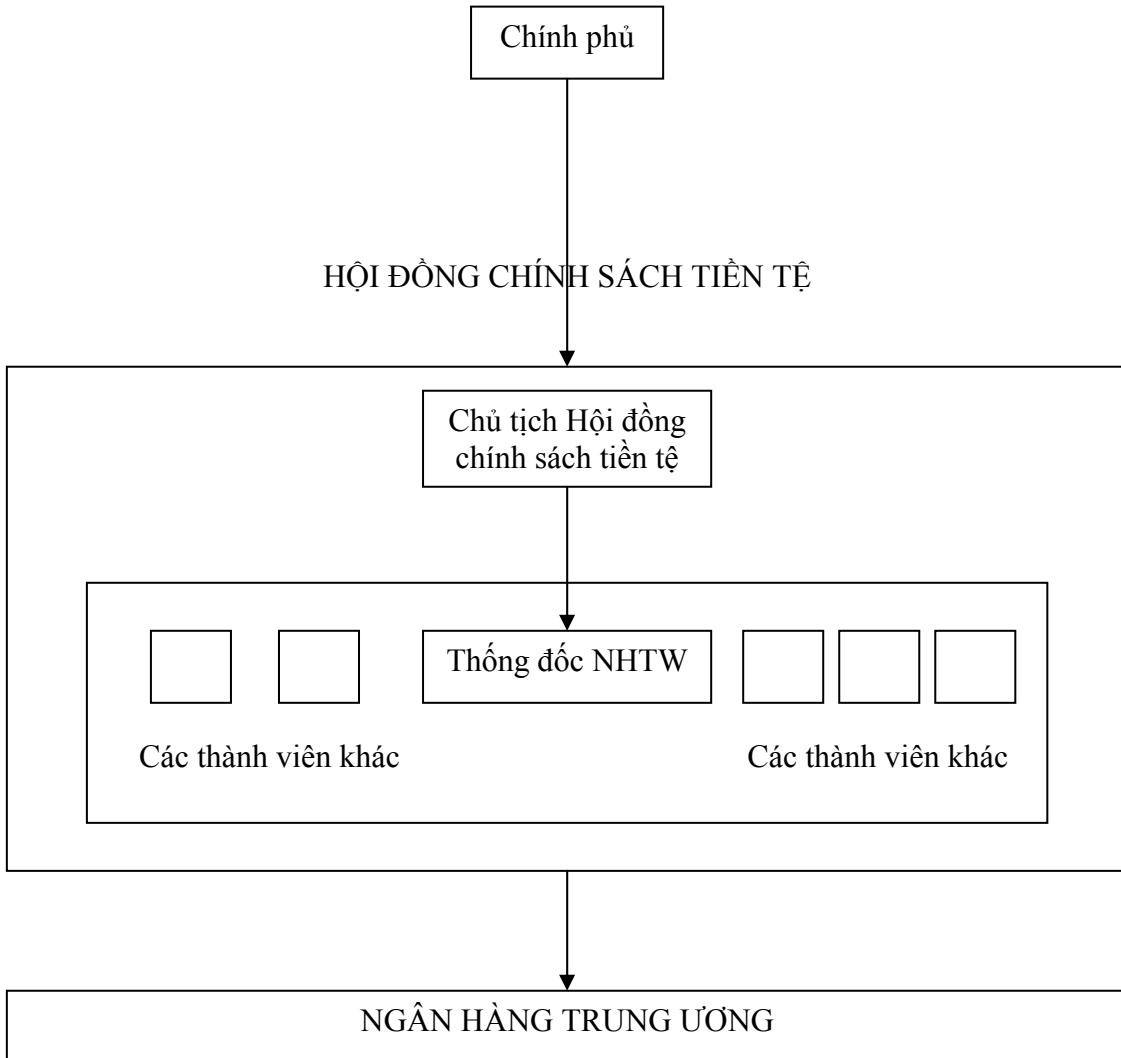
Hàn Quốc, Đài Loan, Singapore, Indonesia... trong giai đoạn tiền phát triển là những điển hình. Tất cả các nước này đều có một chính quyền chuyên chính kéo dài rất lâu và NHTW chỉ là một bộ phận trong guồng máy các chính phủ ấy mà thôi. Nhưng cái ích lợi hiển nhiên mà cơ cấu tổ chức ấy mang lại là chính sách tiền tệ trở thành một bộ phận của kế hoạch phát triển, và các chính quyền đạt được sự tập trung cao nhất về nguồn vốn trong nước cho đầu tư và chi tiêu. Sự thành công của các con rồng Hàn Quốc, Đài Loan và Singapore từ những năm 1960 đến 1990 là sự chứng tỏ tính thích hợp của các mô hình tập quyền và tổ chức với văn hóa Á Đông.

Trong tương lai, khi nền kinh tế đã phát triển, đất nước đã được công nghiệp hóa, sự đòi hỏi những cơ cấu tổ chức thích hợp hơn của một xã hội có đời sống cao yếu sẽ phát sinh. Đến lúc đó, quan hệ tổ chức giữa NHTW và chính quyền có thể khác đi chăng. Đó là điều mà chúng ta sẽ bàn và sẽ chứng kiến về sau. Còn cho đến hiện nay, cơ cấu tổ chức trực thuộc vẫn tỏ ra có hiệu quả như nó đã từng như vậy trong hơn 30 năm về trước ở các nước trên. Chính sự tồn tại và hiệu quả, đã xác lập cho tổ chức này thành một mô hình riêng, mà các nhà Ngân hàng học phương Tây đã gọi cho nó một cái tên là Cơ cấu tổ chức NHTW giai đoạn mới phát triển.

Việt Nam hiện nay là một nước có quan hệ tổ chức giữa NHTW với chính phủ trong mô hình này. Phương thức tổ chức như thế đặt các quyết định về cung ứng tiền và chính sách tiền tệ của NHTW nằm dưới sự chuẩn y tối hậu của Chính phủ. Với mô hình 1, NHTW, Hệ

thông ngân hàng và chính sách tiền tệ đứng về phía xã hội, là một thiết chế. Đứng về phía nền kinh tế, nó là tác nhân điều tiết, hướng dẫn và kế hoạch. Trong mô hình 2, NHTW, Hệ thống ngân hàng và chính sách tiền tệ đứng về phía xã hội là những cơ quan bộ phận của guồng máy chính quyền. Đứng về phía nền kinh tế, nó là công cụ, là phương tiện trong chính sách kinh tế của chính phủ.

**Biểu đồ 5.2 - Quan hệ tổ chức giữa NHTW và Chính phủ theo trường phái 2**



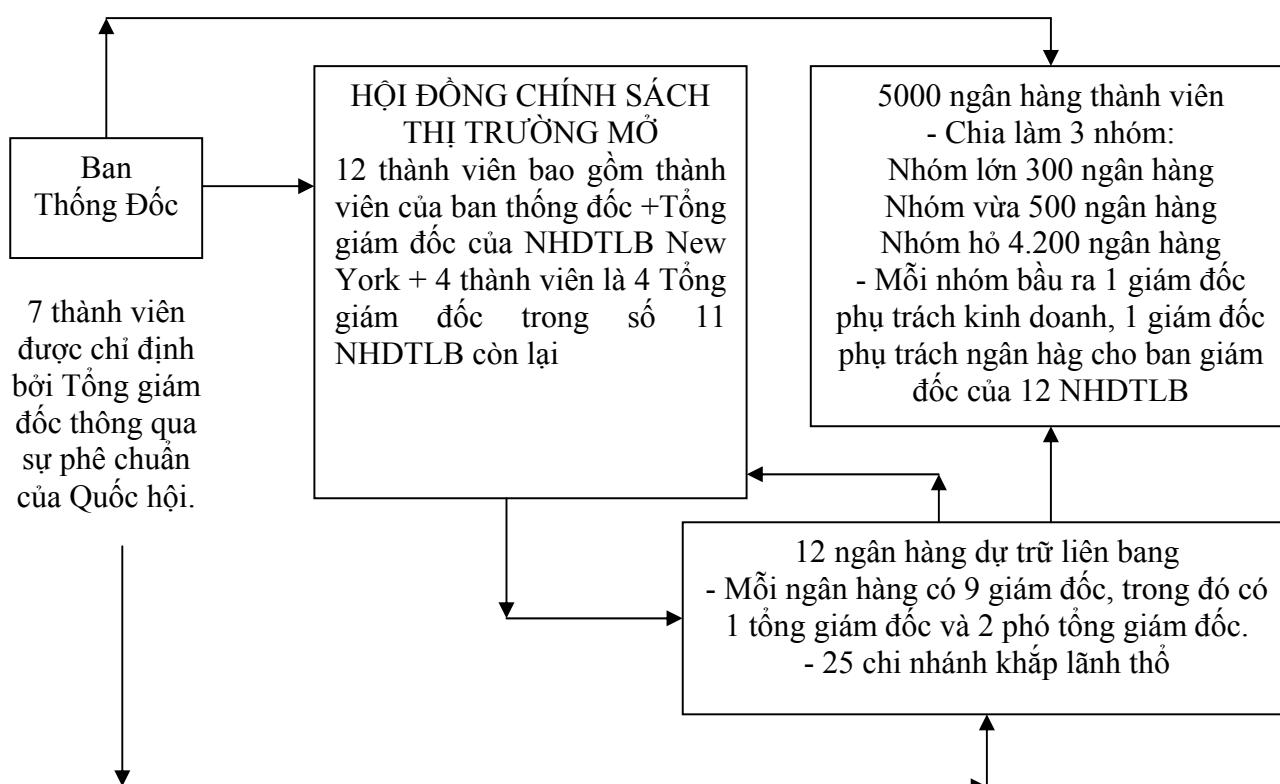
Biểu đồ 5.2 là sự tóm tắt quan hệ tổ chức nói trên. Điểm giống nhau giữa các nước theo mô hình 2 là chính sách tiền tệ được hình thành từ một cơ quan được gọi là Hội đồng chính sách tiền tệ. Bộ trưởng Bộ tài chính, Kinh tế thường là chủ tịch của hội đồng này. Các thành viên của hội đồng là Thống đốc NHTW và các cá nhân khác do sự chỉ định của Thủ tướng hoặc Tổng thống. Nhiệm kỳ làm việc của các cá nhân trong hội đồng phụ thuộc vào nhiệm kỳ chính thức của chức vụ chính, vì họ hầu như chỉ là những cán bộ kiêm nhiệm (trường hợp Việt Nam). Đối với Hàn Quốc, ngoại trừ Chủ tịch hội đồng là bộ trưởng tài chính, với Phó chủ tịch duy nhất là Thống đốc NHTW có nhiệm kỳ làm việc theo chức vụ chính của họ, các ủy viên còn lại của Hội đồng là những chuyên gia về tài chính và tiền tệ, không đảm nhiệm việc nào khác ngoài chức vụ trong hội đồng. Do vậy họ có nhiệm kỳ không giới hạn trừ trường hợp họ bị thuyên chuyển đi theo quyết định của Tổng thống hoặc Chủ tịch hội đồng chính sách tiền tệ.

Chính sách tiền tệ bị ảnh hưởng bởi chính sách tài chính. Ngân hàng và chi tiêu của chính phủ là hệ quả tất nhiên của mô hình này. Đó là nguyên nhân vì sao trong vòng 15 năm

nay luôn luôn có sự kêu gọi dành thêm quyền tự chủ cho việc quyết định chính sách tiền tệ của NHTW ở Hàn Quốc, Đài Loan và Indonesia. Bản thân việc sắp xếp Thống đốc NHTW thành Phó Chủ tịch duy nhất của Hội đồng nói trên ở Hàn Quốc là một bước tiến từ sự kêu ca này. Xã hội và nền kinh tế là không ngừng đi lên, và chúng ta có thể hy vọng rằng các nước Á Đông, trong đó có Việt Nam, sẽ có thể tìm được cho mình một mô hình thích hợp nhất cho thực tiễn phát triển. Mô hình đó có thể là 1, 2 hoặc là sự cải tiến của 1, 2 hay là sự dung hòa giữa 1 và 2. Hiệu quả kinh tế sẽ là thước đo tốt nhất cho việc chọn lựa trong tương lai.

#### 5.1.1.2.2. Quan hệ tổ chức nội bộ của NHTW

Mỗi Ngân hàng trung ương có một cách tổ chức nội bộ khác nhau tùy theo đặc điểm lịch sử và chính trị mỗi nước. Vì cơ cấu tổ chức chỉ được xác định sau mục tiêu hình thành của đơn vị, có rất nhiều cách tổ chức hiện nay trong các NHTW. Dưới đây là một số mô hình khá phổ biến.

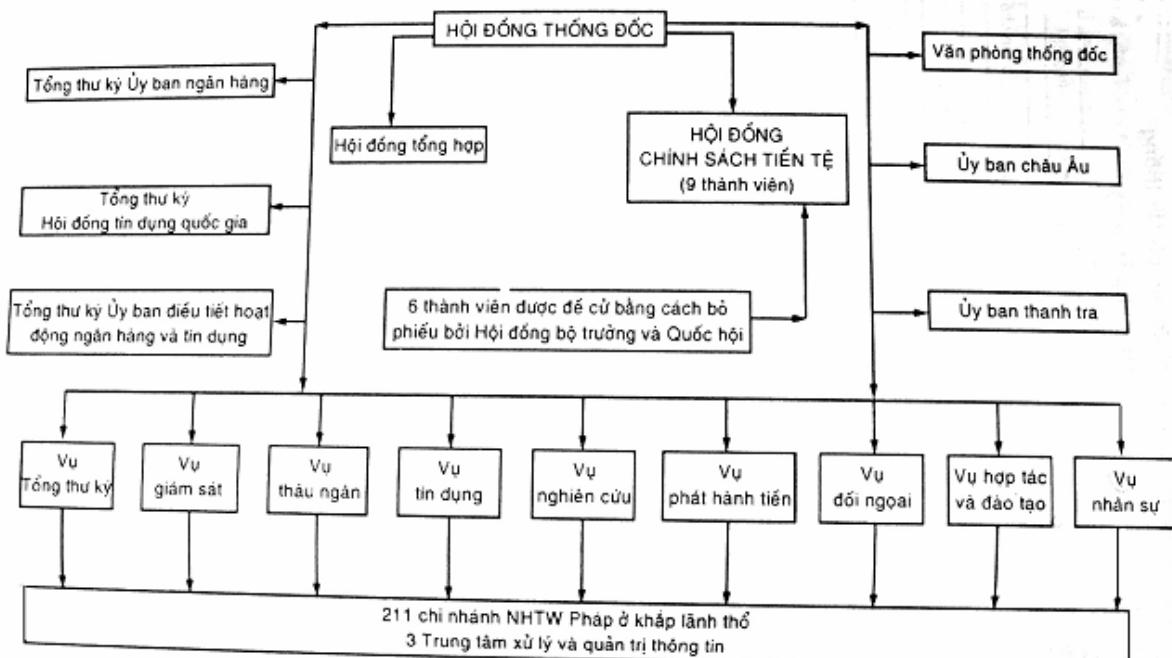


**Biểu đồ 5.4: Tổ chức nội bộ Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ**



Đây là cơ cấu tổ chức của NHTW Bắc Mỹ. Điện hình của cơ cấu châu Âu là mô hình của NHTW Pháp và Deutsche Bundesbank. Trong hai mô hình này, mô hình Pháp là lâu đời và chi tiết hơn (biểu đồ 5.4).

Biểu đồ 5.5: Cơ cấu tổ chức NHTW Pháp (Banque de France) cho đến tháng 6/1996.



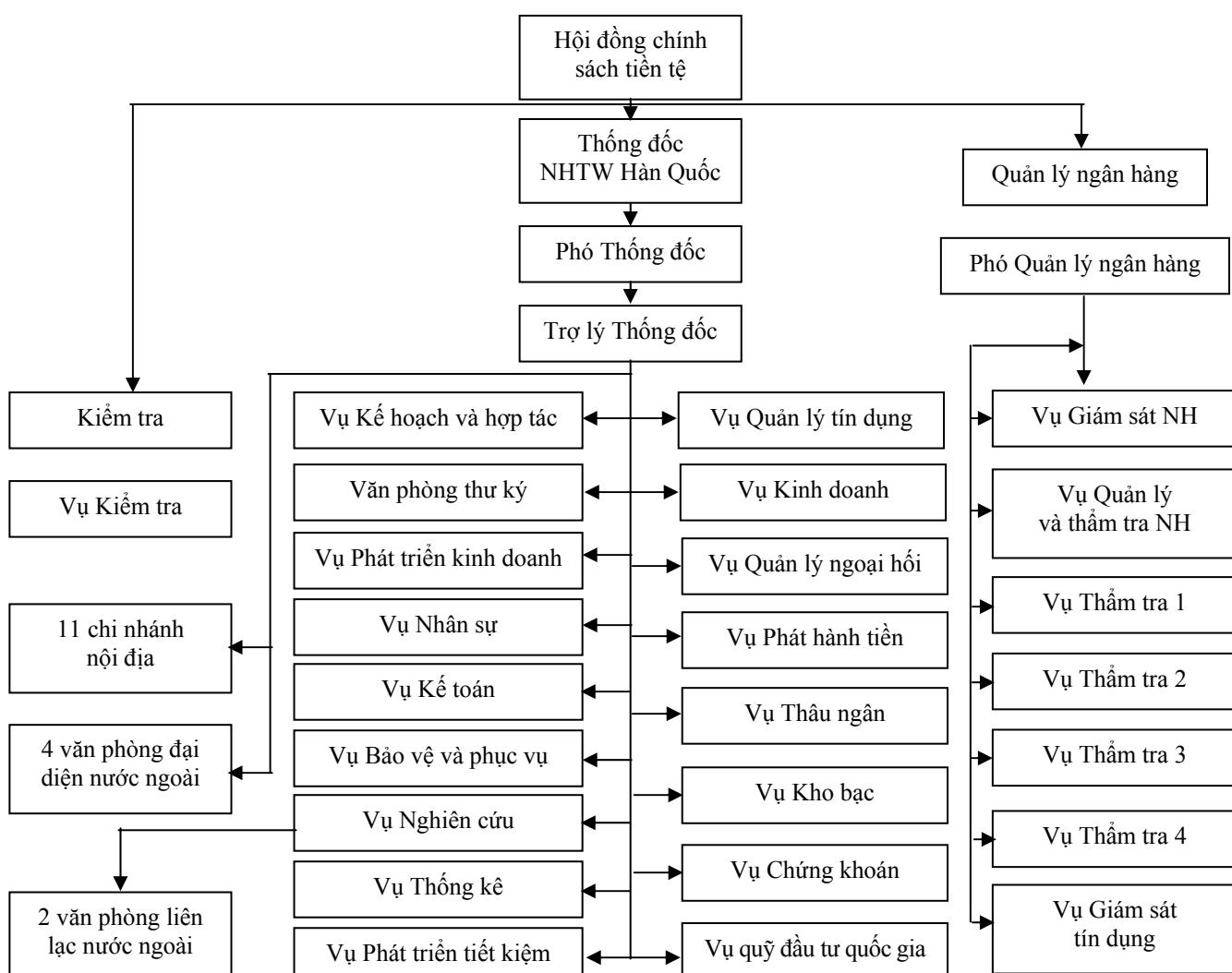
Hội đồng chính sách tiền tệ của Pháp gồm 9 thành viên, Ba thành viên đầu là Thống đốc và 2 Phó thống đốc của NHTW Pháp, trong đó Thống đốc NHTW luôn luôn là Chủ tịch hội đồng. Sáu thành viên còn lại được bầu bằng cách bỏ phiếu bởi Hội đồng bộ trưởng của Chính phủ Pháp. Trong trường hợp có những quan điểm không thống nhất, Chủ tịch Quốc hội và Chủ tịch thượng viện cùng với Chủ tịch Hội đồng kinh tế và xã hội của quốc gia sẽ tham gia quyết định.

Thủ tướng và Bộ trưởng tài chính-kinh tế Pháp có thể tham dự các cuộc họp của Hội đồng chính sách tiền tệ nhưng không được phép bỏ phiếu biểu quyết về chính sách. Để đảm bảo cho chính sách tiền tệ được liên tục kế thừa, Quốc hội Pháp quy định rằng các thành viên của Hội đồng chính sách tiền tệ được phép phục vụ liên tục không thay thế, không hủy ngang cho đến khi về hưu, ngoại trừ những trường hợp đặc biệt. Giúp việc cho Hội đồng thống đốc cũng có 15 Vụ và văn phòng tương đương Vụ. Nhưng bộ phận tác nghiệp quan trọng nhất của NHTW Pháp là 211 chi nhánh NHTW ở các địa phương trên toàn lãnh thổ.

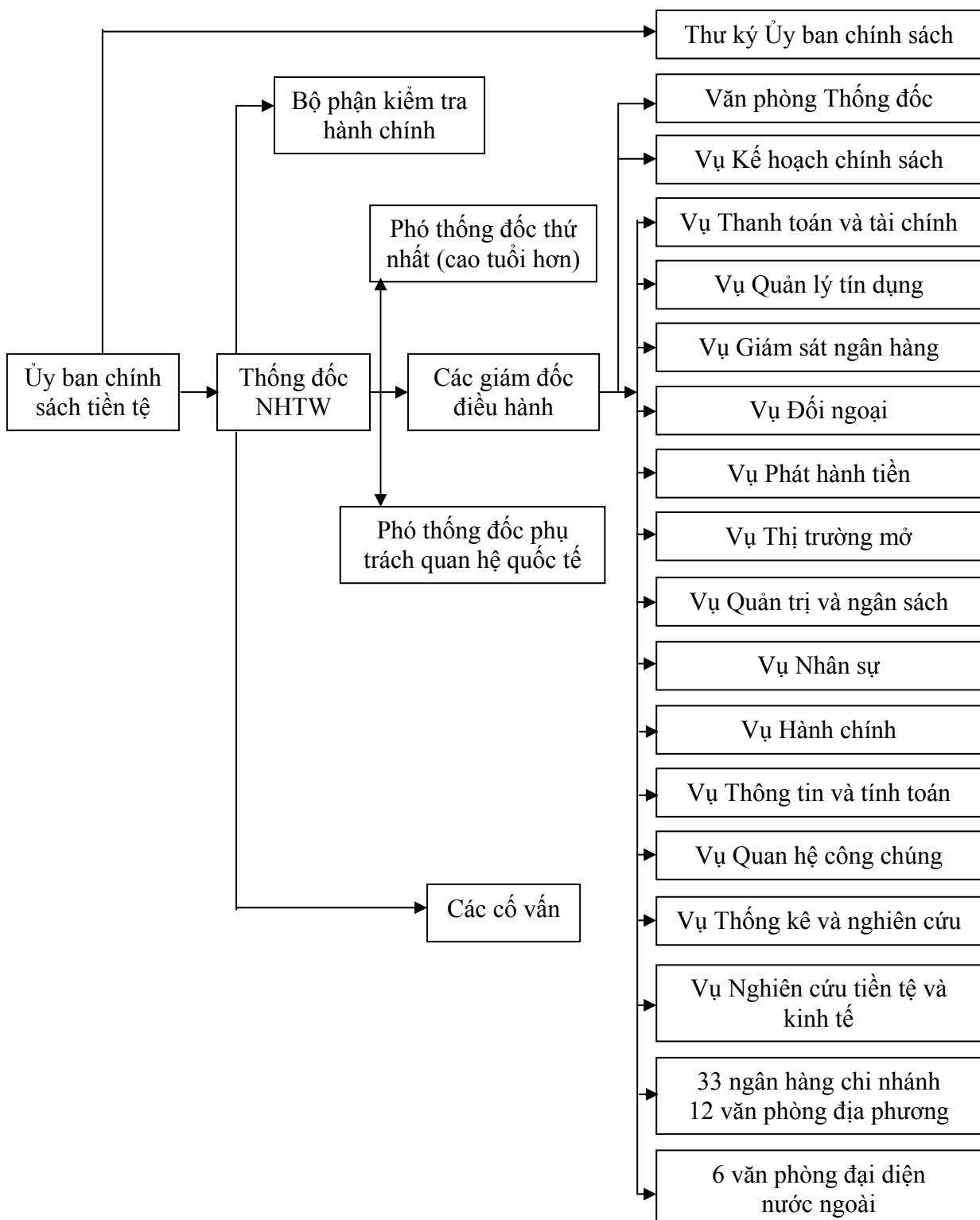
NHTW Nhật Bản có cơ cấu tổ chức như biểu đồ 5.6. Thiết kế chính sách tiền tệ và điều tiết tiền tệ là Ủy ban chính sách tiền tệ Nhật Bản. Thống đốc NHTW luôn luôn là Chủ tịch của Ủy ban này trong khi Bộ trưởng tài chính - kinh tế và các cá nhân từ Ủy ban kế hoạch hoặc do Thủ trưởng Nhật đưa qua, đều chỉ là thành viên. NHTW Nhật có 16 cơ quan Vụ và ngang Vụ. Bộ phận tác nghiệp gồm 33 chi nhánh, 12 văn phòng tại các địa phương và 6 văn phòng đại diện nước ngoài. Các bộ phận này nằm dưới quyền chỉ đạo trực tiếp của các giám đốc điều hành và lên thẳng tới Thống đốc.

Đại diện cho cơ cấu tổ chức có quan hệ trực thuộc chính phủ và rất gần gũi với hình thức tổ chức của Ngân hàng nhà nước Việt Nam là NHTW Hàn Quốc (Bank of Korea). Chủ tịch Ủy ban chính sách tiền tệ, cơ quan đầu não của mọi quyết định về tiền tệ và chỉ đạo trực tiếp NHTW Hàn Quốc, là Bộ trưởng Bộ tài chính. Tổ chức của ngân hàng này khá phức tạp với hơn 30 Vụ và cơ quan ngang Vụ. Thể hiện quan điểm chi tiết hóa hoạt động quản lý và hướng về việc phân nhỏ các mục tiêu mà chính sách tiền tệ phải quan tâm.

**Biểu đồ 5.7: Cơ cấu tổ chức NHTW Hàn Quốc (Bank of Korea)  
đến tháng 6 năm 1996**



**Biểu đồ 5.6: Cơ cấu tổ chức NHTW Nhật Bản (Bank of Japan)  
đến tháng 6 năm 1996**



Tổ chức của những NHTW nói trên, trong một chừng mực có thể xem là đại diện cho tất cả các NHTW còn lại trên thế giới, đều có dạng của mô hình tổ chức hỗn hợp trực tuyến và chức năng. Ngoài các bộ phận giúp việc chuyên môn là các vụ ở trung ương, hệ thống NHTW bao gồm một mạng lưới các chi nhánh, và đây chính là các đơn vị thực hiện một cách cụ thể các kế hoạch và chính sách tiền tệ của NHTW.

### 5.1.2. Mạng lưới của ngân hàng trung ương

Tùy theo đặc điểm hình thành, NHTW ở mỗi nước phân chia mạng lưới chi nhánh tác nghiệp của mình tùy theo các cách khác nhau. Tuy nhiên có một số điểm chung trong việc tổ chức mạng lưới của các NHTW trên toàn thế giới đó là:

\* Mỗi chi nhánh là một mô hình thu nhỏ của NHTW. Do vậy trước hết, tên gọi của nó là sự chấp nối giữa tên chính của NHTW và tên riêng của chi nhánh. Thông thường, tên riêng này là tên của địa phương mà nó hoạt động.

Thí dụ: Tên của NHTW Việt Nam là: Ngân hàng nhà nước Việt Nam.

Tên của chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh là: Ngân hàng nhà nước Việt Nam Thành phố Hồ Chí Minh.

Tên của chi nhánh tỉnh Đồng Nai là: Ngân hàng nhà nước Việt Nam tỉnh Đồng Nai.

Hoặc, tên của chi nhánh New York là: Ngân hàng dự trữ liên bang New York.

\* Các NHTW chi nhánh là những đơn vị trực thuộc Thống đốc NHTW, được điều khiển bởi một Ban giám đốc. NHTW chi nhánh đồng thời là một doanh nghiệp. Phương thức kinh doanh của nó là vay, cho vay và đầu tư vào các loại tài sản khác. Khách hàng trực tiếp của nó là các Ngân hàng trung gian (NHTG), các công ty tài chính, bảo hiểm, tín dụng trong nền kinh tế, các ngân hàng nước ngoài, hoặc các tập đoàn công nghiệp lớn. NHTW chi nhánh không tiếp xúc hoặc giao dịch với cá nhân trong nền kinh tế.

\* Loại tài sản mà nó kinh doanh chủ yếu là các loại chứng khoán trong nước và ngoài nước, ngoại tệ... Lợi tức thu được từ kinh doanh và cho vay sau khi trừ đi các chi phí, phải nộp về Kho bạc của Chính phủ.

\* NHTW chi nhánh là một đại diện chính thức của NHTW tại địa phương. Cho nên nó có đầy đủ chức năng, trách nhiệm và hoạt động giống như một NHTW. Trong chương kế tiếp, chúng ta sẽ đi vào chi tiết các mặt hoạt động này. một cách khái quát, những chức năng, trách nhiệm và hoạt động của chi nhánh NHTW là:

- Phát hành tiền mặt pháp định.
- Quản lý dự trữ bắt buộc của các NHTG và tổ chức tài chính.
- Quản lý ngoại hối, vàng và quý kim loại khác...

- Án định mức lãi suất tối đa hay tối thiểu mà các NHTG và tổ chức tài chính được phép thanh toán với nhân dân. Hoặc áp dụng các công cụ cần thiết để điều tiết lãi suất theo chính sách của NHTW.

- Án định mức lãi suất chiết khấu hay lãi suất cho vay ở cửa ngõ cho vay cuối cùng, áp dụng cho các NHTG và tổ chức tài chính.

- Thực hiện nghiệp vụ thị trường mở.
- Thực hiện các nghiệp vụ với chính quyền địa phương và trung ương.
- Quản lý và điều tiết lưu lượng tín dụng cấp phát tín dụng trong nền kinh tế.
- Quy định các trường hợp ưu đãi về cấp phát tín dụng hay lãi suất.
- Thực hiện việc quản lý hành chính: cấp phép hoạt động, theo dõi và kiểm tra hoạt động, khiếu trách, kỷ luật, thay đổi nhân sự hoặc quyết định đóng cửa..., đối với các NHTG và tổ chức tài chính trong địa phương.

- Thực hiện việc quản lý hành chính tương tự như trên với các chi nhánh và văn phòng đại diện ngân hàng nước ngoài tại địa phương.

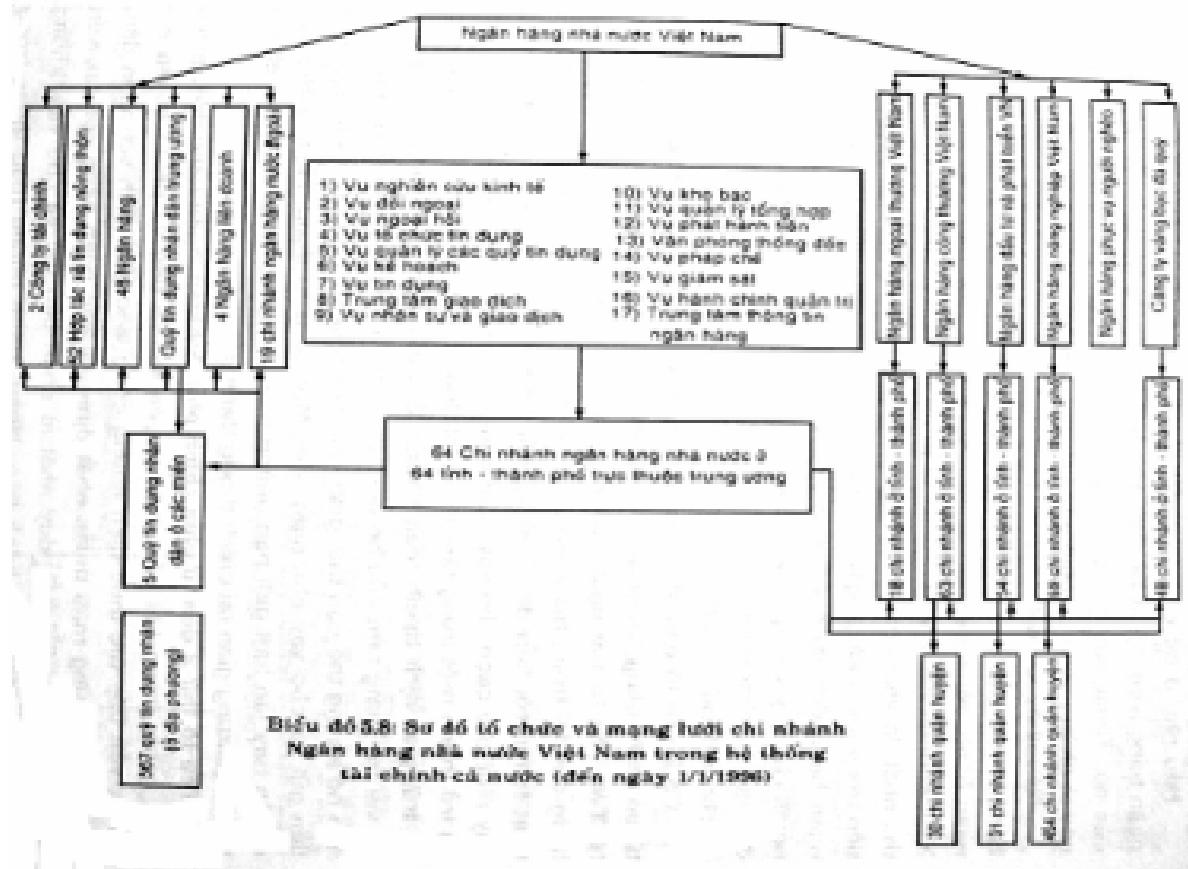
- Thực hiện các nghiệp vụ kinh doanh ngân hàng.
- Tham gia nghiên cứu đề phát triển khoa học ngân hàng và đào tạo chuyên gia, cán bộ, nhân viên cho toàn bộ hệ thống tài chính - tiền tệ trong nước.

- Theo dõi, nghiên cứu các ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế, thu thập dữ kiện và thông tin phản hồi, nghiên cứu tác nghiệp, nghiên cứu môi trường tài chính tiền tệ, nghiên cứu tình hình kinh tế trong nước, nghiên cứu các biến chuyển và xu hướng biến chuyển của tình hình thế giới nhằm cổ vấn và đóng góp quan điểm một cách tốt nhất cho Hội đồng chính sách tiền tệ của NHTW.

\* Thông thường các giám đốc NHTW chi nhánh hoặc là thành viên của Hội đồng NHTW (trường hợp nước Đức), hoặc là thành viên của Hội đồng quan trọng như Hội đồng chính sách thị trường mở (Hoa Kỳ), nếu không cũng là một trong những ủy viên của Ban điều hành chính sách tiền tệ của NHTW (như trường hợp Nhật Bản). Bởi vì điều đơn giản là với chức năng tác nghiệp, các NHTW chi nhánh không những là bộ phận quan trọng nhất trong việc đảm bảo hay không đảm bảo sự thành công của các chính sách tiền tệ, mà còn là những đơn vị nắm sát nhất tình hình thực tế, các tác động khác nhau, ngược chiều nhau và xung quanh mối quan hệ giữa nền kinh tế và chính sách tiền tệ. Do vậy, quan điểm và ý kiến đóng góp của các giám đốc NHTW chi nhánh thường rất có giá trị.

\* Số lượng tối đa hoặc tối thiểu của các NHTW chi nhánh thường dựa vào số lượng các địa phương, các đơn vị hành chính trực thuộc trung ương. Thí dụ như các tỉnh, thành ở Việt Nam, các bang ở Cộng hòa liên bang Đức,... Việt Nam có 64 tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương, do vậy cũng có 64 chi nhánh Ngân hàng nhà nước nằm trong hệ thống Ngân hàng nhà nước. Hầu hết các NHTW các nước đều phân chia mạng lưới theo nguyên tắc trên, ngoại trừ một số trường hợp đặc biệt do những đặc điểm riêng có từ khi mới hình thành. Thí dụ như Hoa Kỳ có hơn 50 tiểu bang, nhưng chỉ có 12 Ngân hàng dự trữ liên bang địa phương mà thôi.

\* Mạng lưới của NHTW chi nhánh hợp thành bộ phận quan trọng và lớn nhất trong việc chuyển những quyết định về cung ứng tiền, điều tiết tiền tệ, tỷ giá, lãi suất, tín dụng,... từ phòng họp của Hội đồng chính sách tiền tệ lan ra nền kinh tế. Mỗi quan hệ giữa các cơ quan xây dựng chiến lược, chính sách và tác nghiệp này hợp thành hệ thống NHTW với những ảnh hưởng mạnh mẽ và đa dạng đến toàn bộ đời sống kinh tế của quốc gia.



## 5.2. HỆ THỐNG NGÂN HÀNG TRUNG GIAN

Hầu như ở tất cả các quốc gia, bộ phận lớn nhất trong hệ thống ngân hàng hiện đại là Hệ thống ngân hàng trung gian và các chi nhánh của nó. Thuật ngữ trung gian (intermediate) phản ánh rằng hệ thống này là cầu nối, nhưng mà nó là cầu nối cho cái gì?

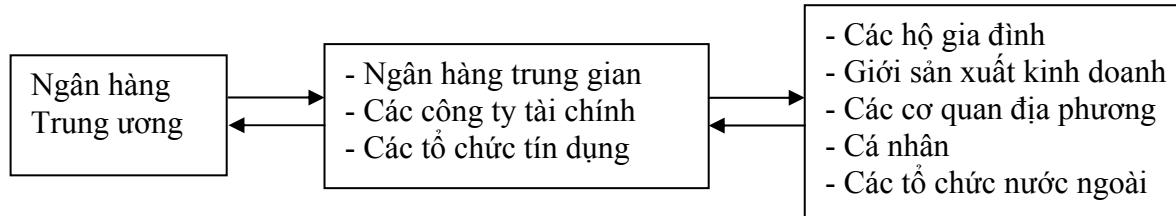
Nếu nhắc lại một ít lịch sử ta có thể giải thích ý nghĩa này dễ dàng. Sau khi các chính phủ lần lượt giới hạn quyền phát hành về cho một số ngân hàng, rồi cuối cùng là một ngân hàng duy nhất vào cuối thế kỉ XVII, khoảng cách giữa các ngân hàng bắt đầu phát sinh. Khoảng cách thứ nhất, là việc chỉ có một ngân hàng duy nhất được phép phát hành tiền trong khi những ngân hàng còn lại thì không. Điều này làm cho các ngân hàng còn lại chỉ làm nhiệm vụ như những trung gian tài chính giữa người cho vay và người vay tiền trong nền kinh tế. Trong khi ngân hàng độc quyền phát hành với dự trữ tiền mặt lớn trong tay, bắt đầu khuynh loát hoạt động của các ngân hàng khác.

Có 2 yếu tố dần dần làm cho ngân hàng độc quyền phát hành phải từ bỏ chức năng trung gian tài chính có từ xa xưa để biến thành một NHTW. Yếu tố thứ nhất xuất phát từ bản thân nó. Với việc các ngân hàng còn lại trong nước lần lượt mở tài khoản ở Ngân hàng độc quyền phát hành, rồi đến chốt ký gửi dự trữ và vay tiền của ngân hàng này như cứu cách cho vay cuối cùng, Ngân hàng độc quyền phát hành đã trở thành trung tâm tài chính lớn nhất nước với những giao dịch bù trừ, giao dịch thanh toán không lồ mỗi ngày. Khối lượng công việc và vai trò trung tâm của nó đối với hệ thống ngân hàng trong nước đã làm nó không thể còn thời gian cho việc tiếp xúc với công chúng, nhận tiền gửi và cho vay như ngày xưa. Một cách tự động, Ngân hàng độc quyền này lần lượt giới hạn những hoạt động trực tiếp với công chúng như một trung gian tài chính thông thường.

Yếu tố thứ 2 đến từ phía chính phủ. Sự kiện Ngân hàng độc quyền phát hành, trong khi nắm trọn quyền tạo ra tiền và nhiều quyền lực khác, vẫn tiếp tục thực hiện những công việc giao dịch với nhân dân đã tạo ra những mâu thuẫn nhất định với các ngân hàng còn lại, vốn chỉ còn một chức năng duy nhất là nhận tiền gửi và cho vay, không còn quyền được phát hành tiền. Nhằm tránh những mâu thuẫn trong nội bộ hệ thống ngân hàng, cũng như tách một cách thực sự Ngân hàng độc quyền phát hành tiền ra thành ngân hàng thủ lĩnh của các ngân hàng và hệ thống tài chính còn lại, các chính phủ bắt đầu ngăn cản việc giao dịch trực tiếp với nhân dân của Ngân hàng độc quyền. Sau đó Ngân hàng độc quyền trở thành ngân hàng của các ngân hàng từ đầu thế kỉ XX cho đến khi quốc hữu hóa nó vào giữa thập niên 40.

Khi Ngân hàng độc quyền phát hành đã trở thành NHTW, nó hoàn toàn biệt lập với công chúng. Mọi hoạt động của nó đều thông qua những thể chế trung gian thí dụ như các ngân hàng, các tổ chức tài chính khác và chính phủ, để lan ra đến công chúng. Xuất phát từ nguyên nhân này, những ngân hàng còn lại trong nền kinh tế được gọi là Ngân hàng trung gian. Chữ trung gian bao gồm 2 nghĩa:

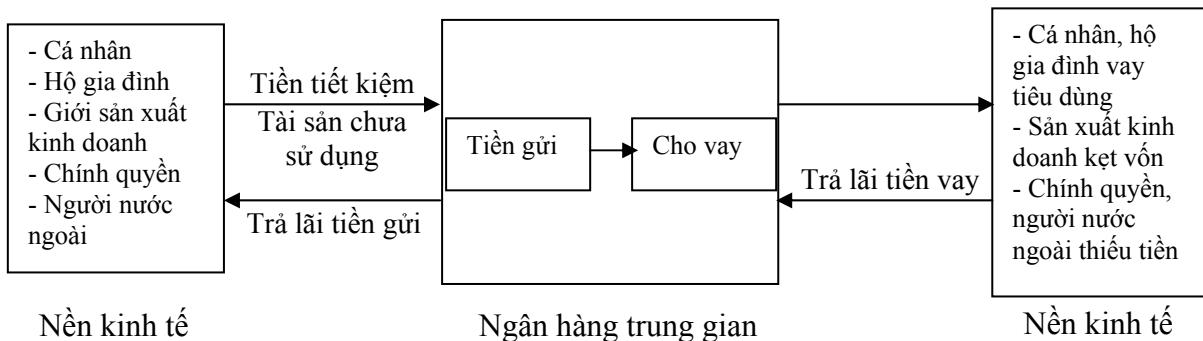
\* Trung gian giữa NHTW và nền kinh tế:



Thông qua các ngân hàng trung gian và tổ chức tài chính, việc phát hành tiền cho đến các chính sách tiền tệ, tài chính khác của NHTW tác động đến nền kinh tế. Cũng đi từ ngân hàng trung gian và các tổ chức tài chính, tình hình sản lượng, giá cả, công việc làm, nhu cầu về tiền mặt, về tổng cung tiền tệ, lãi suất, tỷ giá của thị trường được tổng kết và phản hồi về cho NHTW.

\* Trung gian tài chính:

Với chức năng trung gian tài chính, các ngân hàng trung gian (NHTG) là một thiết chế kinh doanh chuyên đưa những người cho vay và đi vay trong nền kinh tế gặp nhau. Nói cách khác, các NHTG là trung gian tài chính vì nó chuyển hoá những khoản tiền tiết kiệm, tài sản chưa sử dụng của một số bộ phận nhân dân này, đến tay những bộ phận nhân dân khác đang cần vay để sản xuất, kinh doanh hoặc tiêu dùng.



Chức năng trung gian tài chính đã khiến người ta định nghĩa rằng “Một ngân hàng trung gian là một đơn vị kinh doanh có giấy phép của chính quyền. Hoạt động chính là kinh doanh trên đồng tiền bằng việc mở các khoản tiền gửi trả lãi để thu hút vốn nhàn rỗi, rồi dùng chính những khoản đó để cho vay lại vào nền kinh tế”.

### 5.2.1. Các loại ngân hàng trung gian

#### 5.2.1.1. Hệ thống ngân hàng thương mại

Bộ phận lớn nhất trong nhóm các ngân hàng trung gian là hệ thống ngân hàng thương mại (Commercial Banking System). Mặc dù chỉ có một biên giới rất mỏng manh giữa các ngân hàng thương mại (Commercial Bank) với các tổ chức tiết kiệm (Thrift Institution) khác, người ta vẫn tách ngân hàng thương mại (NHTM) ra thành một nhóm riêng vì những lý do đặc biệt của nó. Một trong những lý do này là tổng tài sản của NHTM luôn luôn là khối lượng lớn nhất trong toàn bộ hệ thống ngân hàng. Hơn nữa, khối lượng séc (Check) hay tài khoản gửi không kỳ hạn mà nó có thể tạo ra, cũng là bộ phận quan trọng trong tổng cung tiền tệ M của cả nền kinh tế.

Cho đến cuối thập niên 60, điểm đặc thù để phân biệt một NHTM với các NHTG khác là NHTM là đơn vị duy nhất được phép mở tài khoản gửi không kỳ hạn cho công chúng. Có nghĩa người ta phân biệt nó dựa trên các thành phần của tài sản nợ (Liabilities). Vào lúc ấy, tiền gửi không kỳ hạn bị cấm trả lãi. Tuy nhiên vì nhu cầu giao dịch thông qua séc vẫn tăng gấp đôi hàng năm, cho nên khối lượng séc có thể viết từ các khoản tiền gửi không kỳ hạn tiếp tục là bộ phận mạnh nhất sau tiền mặt pháp định. Từ những năm 80, sau khi tiền gửi không kỳ hạn đã được phép trả lãi, các ngân hàng tiết kiệm và các tổ chức tín dụng khác cũng bắt đầu mở tài khoản gửi không kỳ hạn, cho phép công chúng sử dụng séc một cách rất đa dạng dưới nhiều hình thức từ sổ séc cho đến thẻ tín dụng bằng nhựa...

Với việc nhiều ngân hàng và tổ chức tín dụng khác NHTM cùng được quyền mở tài khoản gửi không kỳ hạn, việc phân biệt NHTM với các ngân hàng và tổ chức tài chính khác trở nên phức tạp. Do vậy, các nhà Ngân hàng học Tây phương bắt đầu quay về phân biệt NHTM dựa trên tài sản có (Assets). Với cách phân biệt này, một NHTM là một ngân hàng trung gian mà tỷ lệ vốn cho vay vào mục đích thương mại và công nghiệp chiếm đa số trong tài sản có của nó.

Bảng 5.1 cho thấy tỷ lệ cho vay thương mại của một NHTM ở Hoa Kỳ tháng 1 năm 1992 chiếm đến 61% tổng tài sản có của nó. Đầu tư vào chứng khoán chỉ 22%. Từ sự chuyển hướng phân biệt vào tài sản có, NHTM là một ngân hàng có những đặc trưng sau:

**Bảng 5.1: Balance Sheet của một NHTM tại Hoa Kỳ vào tháng 1 năm 1992 (tỷ USD)**

Tài sản có			Tài sản nợ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ
Dự trữ tiền mặt	31,1	(1%)	Tiền gửi không kỳ hạn sử dụng	634,1	(21%)
Dự trữ tại NHTW	23,3	(1%)	Séc	662,6	(22%)
Các tài sản cân đối tương đương	26,2	(1%)	Tiền gửi tiết kiệm	994,3	(33%)
Tiền mặt đang thu hồi	71,0	(2%)	Tiền gửi có kỳ hạn	2292,0	(76%)
Tài sản tiền mặt khác	24,7	(1%)	Tổng tiền gửi	367,9	(12%)
Tổng tài sản tiền mặt	176,3	(6%)	Vay mượn khác	145,3	(5%)
Chứng khoán của chính phủ	508,5	(17%)	Các khoản nợ khác	227,0	(7%)
Các loại chứng khoán khác	143,8	(5%)	Vốn cầm cố		
Tổng tài sản chứng khoán	652,3	(22%)			
Cho vay thương mại và công nghiệp	454,9	(15%)			
Đầu tư vào bất động sản và xây dựng xí nghiệp	815,7	(27%)			
Cho vay tiêu dùng	367,5	(12%)			
Các loại cho vay khác	203,4	(7%)			
Tổng các khoản cho vay	1.841,5	(61%)			
Tài sản khác	362,1	(11%)			
<b>Tổng tài sản có</b>	<b>3.032,2</b>		<b>Tổng tài sản nợ</b>	<b>3.032,2</b>	

Nguồn: Federal reserve Bulletin, April 1992 p.A1

#### 5.2.1.1.1. Tính chất

Ngân hàng thương mại là một trung gian tài chính, một doanh nghiệp hoạt động bằng các nguồn vốn sau:

- Tiền gửi của công chúng (có kỳ hạn, không có kỳ hạn và tiết kiệm).
- Vốn tự có của các ngân hàng do các cổ đông đóng góp.
- Vốn vay của các tổ chức kinh doanh, NHTG khác, NHTW, Kho bạc hoặc nước ngoài.
- Vốn vay của công chúng bằng cách phát hành phiếu nợ (cổ phiếu, trái phiếu)
- Vốn hoặc tài sản do các đơn vị đem lại cầm cố...

Đối tượng cho vay của NHTM chủ yếu là:

- Thương mại, sản xuất công nghiệp và tiêu thụ công nghiệp...
- Đầu tư hoặc hùn hợp xây dựng xí nghiệp, khu công nghiệp rồi bán lại cổ phần.

Ngoài ra NHTM vẫn được quyền tạo ra lợi nhuận bằng cách đầu tư vào các loại hình tài sản sinh lợi khác như mua chứng khoán, bất động sản hay chiết khấu thương phiếu, hối phiếu hoặc đầu tư vào các loại hàng hóa khác... Tuy nhiên, thông thường có đến khoảng 2/3 vốn hoạt động của NHTM là những khoản vốn ngắn hạn xuất phát từ những khoản vay ngắn ngày, tiền gửi có kỳ hạn thời gian ngắn và tiền gửi không kỳ hạn. Cho nên việc quản lý tài sản

có sao cho hợp lý với vốn huy động là một vấn đề hết sức tinh tế của các NHTM. Chúng ta sẽ tiếp tục trả lại vấn đề này vào các chương sau.

Ngân hàng trung ương thường đưa ra những giới hạn cần thiết để hạn chế việc các NHTM có thể vì chạy theo lợi nhuận, mà sử dụng vốn ngắn hạn vào những đầu tư dài hạn có thể dẫn đến kẹt thanh toán bất ngờ. Việc theo dõi các hạng mục của tài sản có và ấn định tối đa về tài sản khó thanh toán là một trong các biện pháp thường được áp dụng.

### *5.2.1.1.2. Sở hữu*

Một NHTM có thể có rất nhiều dạng sở hữu. NHTM có thể được thành lập bằng 100% vốn của tư nhân, 100% vốn của nhà nước, hay là sự chung vốn giữa tư nhân với nhà nước hoặc với người nước ngoài.

Theo những quan niệm phổ biến hiện nay, ở Việt Nam, NHTM với 100% vốn cổ phần của tư nhân được gọi là NHTM cổ phần tư nhân (cộng với tên riêng của nó. Thí dụ Ngân hàng thương mại cổ phần tư nhân X). NHTM với 100% vốn cổ phần của các doanh nghiệp nhà nước được gọi là NHTM cổ phần quốc doanh. Với những ngân hàng có nguồn vốn của nước ngoài, nó sẽ có tên là Ngân hàng thương mại cổ phần liên doanh X hay Y...

### *5.2.1.1.3. Các loại ngân hàng thương mại phổ biến hiện nay*

Vào cuối tháng 8 năm 1995, hệ thống NHTM Việt Nam bao gồm 73 ngân hàng. Trong đó 4 thuộc sở hữu nhà nước, 46 là NHTM cổ phần, 4 ngân hàng liên doanh và 19 chi nhánh NHTM nước ngoài.

Những tên gọi phổ biến của các NHTM ấy là Ngân hàng công thương (công nghiệp và thương mại), Ngân hàng thành phố (City bank), hoặc được gọi thẳng là Ngân hàng thương mại cổ phần X, Y... Cách gọi thứ ba này phổ biến hơn, thí dụ các NHTM cổ phần Đại Nam, Gia Định, Phương Đông, Á Châu, Đông Á...

Cần phải nói rằng rất nhiều ngân hàng với tên gọi khác nhau như Ngân hàng hàng hải Việt Nam, Ngân hàng đầu tư và phát triển, Ngân hàng nông nghiệp, Ngân hàng phát triển nhà... thực chất cũng là những NHTM. Tuy nhiên, vì nó có những mục đích hoạt động khá đặc biệt, và như đã nói ở trên, sự khác nhau trong tài sản có (nghĩa là đối tượng đầu tư) đã khiến cho các ngân hàng nói trên được xếp vào một loại khác của NHTG: Các ngân hàng với mục đích đặc biệt hay các ngân hàng đặc biệt.

### **5.2.1.2. Ngân hàng có mục đích đặc biệt**

Ngân hàng đặc biệt là các NHTG được thành lập để phục vụ cho những mục đích riêng. Sự phát triển không đồng đều giữa các khu vực khác nhau trong cùng một nền kinh tế là căn bệnh chung của các nước theo mô hình hỗn hợp. Vì lý do đó, để hỗ trợ một cách ưu tiên cho những ngành sản xuất yếu kém, nhằm thúc đẩy nó tăng trưởng nhanh hơn, ngõ hầu rút ngắn khoảng cách giàu nghèo giữa các bộ phận dân cư, thì dù như ngành nông nghiệp, các chính quyền và các NHTW luôn luôn khuyến khích thành lập, hoặc tự thành lập những ngân hàng chuyên cung cấp vốn ưu đãi cho những đối tượng sản xuất nói trên. Đó là nguyên nhân của sự ra đời những ngân hàng với mục đích chuyên biệt như Ngân hàng phát triển nông nghiệp ở Việt Nam, Ngân hàng phát triển ngư nghiệp hay thủy sản nước sâu ở Hàn Quốc, Ngân hàng hàng hải Việt Nam...

Bên cạnh đó, với những hoạt động kinh tế mủi nhọn cần được hỗ trợ để phát triển trước, cũng cần có những quan tâm hỗ trợ nhất định về vốn cho nó ví dụ như ngoại thương, đầu tư cơ sở hạ tầng, đầu tư dài hạn, công nghiệp..., Đó là lý do của sự ra đời Ngân hàng ngoại thương, Ngân hàng xuất nhập khẩu ở Việt Nam, Ngân hàng công nghiệp ở Hàn Quốc. Việc hỗ trợ xây dựng nhà ở cho người nghèo, phát triển các căn hộ để giải phóng nhà ổ chuột, giúp đỡ nhân dân có những điều kiện sống tối thiểu nhằm hạn chế bớt sự bất công trong xã hội về mức sống, là lý do ra đời của các ngân hàng phục vụ chuyên cho mục đích ấy như Ngân hàng phát triển nhà ở Hàn Quốc, ở Việt Nam, các tổ chức và công ty tài chính nhà đất ở Hoa Kỳ, Ngân hàng cho người nghèo...

Về nguyên tắc, các ngân hàng đặc biệt nói trên và một số loại chưa kể khác, không khác gì các NHTM. Tuy nhiên, vì nó ra đời để phục vụ những mục đích đã được xác định

trước theo các tên gọi, nó không thể có hoạt động đầu tư cho thương mại hoặc sản xuất một cách dàn trải như NHTM bình thường. Sự khác nhau ở đây là trong lúc NHTM có đối tượng đầu tư khá rộng, các ngân hàng với mục đích đặc biệt có đối tượng đầu tư hẹp hơn nhiều.

#### 5.2.1.2.1. Tính chất

Ngân hàng có mục đích đặc biệt cũng là một trung gian tài chính, một doanh nghiệp. Nguồn vốn hoạt động của nó đến từ các nguồn sau:

- Vốn tự có hoặc vốn được cấp.
- Vốn cổ đông đóng góp.

- Tiền gửi của nhân dân (thường các ngân hàng này không nhận tiền gửi ngắn hạn và tiền không kỳ hạn).

- Vốn vay của các tập đoàn sản xuất, các NHTG khác, Chính phủ, NHTW.
- Vốn vay của quần chúng bằng cách phát hành phiếu nợ (trái phiếu, cổ phiếu...).
- Vốn ứng trước của nhân dân (trong trường hợp ngân hàng công bố việc đầu tư xây dựng một công trình công cộng nào đó như nhà ở, chợ, khu công nghiệp..., rồi kêu gọi nhân dân ứng tiền trước như một khoản đặt cọc cho một hay nhiều quyền sở hữu sau khi công trình hoàn thành).
- Vốn vay của nước ngoài.
- Lợi tức tích lũy được trong quá trình hoạt động (lợi tức không chia).

Với những nguồn vốn nói trên, ngân hàng đầu tư hoặc cho vay vào những mục đích thuộc phạm vi chuyên biệt của nó. Thí dụ như Ngân hàng phát triển nhà phải đầu tư vào những công trình xây dựng nhà, dịch vụ nhà ở,... Ngân hàng ngoại thương cho vay chủ yếu để phát triển ngoại thương, Ngân hàng xuất nhập khẩu chỉ cho vay để kinh doanh xuất khẩu...

Trong thực tế, cho vay hoặc đầu tư vào các mục đích chuyên biệt nói trên là nhiệm vụ chính của các ngân hàng loại này. Tuy nhiên nó vẫn có một số đầu tư khác ngoài mục đích chính với tỷ lệ không lớn. Các NHTW thường kiểm soát tài sản có của những ngân hàng này để đảm bảo rằng, phần lớn hoạt động của nó được tiến hành đúng mục đích. Một số NHTW như Ngân hàng Hàn Quốc, quy định cả tỷ lệ đầu tư tối thiểu vào mục đích chính cho các ngân hàng loại này, nhằm buộc nó không được vì lợi nhuận bởi các khoản đầu tư khác hấp dẫn hơn, mà chạy theo các mục tiêu không phải trọng tâm. Bảng 5.2 cho thấy quyết toán của Ngân hàng phát triển nhà Hàn Quốc tháng 6 năm 1995, trong đó NHTW Hàn Quốc quy định Ngân hàng phát triển nhà phải cho vay tối thiểu 70% tổng tài sản vào việc phát triển nhà ở, và thực tế ngân hàng này đã thực hiện 71,8%.

**Bảng 5.2: Balance Sheet của Ngân hàng phát triển nhà  
Hàn Quốc, tháng 6 năm 1995 (Tỷ won)**

Tài sản có			Tài sản nợ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Tiền mặt và Séc	605,5	2,7	Tiền gửi có kỳ hạn (ngắn hạn)	1.489,9	6,7
Dự trữ ký gửi tại NHTW	1.222,5	5,5	Tiền gửi có kỳ hạn (dài hạn) và tiết kiệm	9.553,4	43,1
Ký gửi ở nơi khác	438,3	2,0	Vốn ứng trước của nhân dân	5.287,0	23,9
Đầu tư vào chứng khoán	1.713,7	7,7	Vay của chính phủ	187,7	0,8
Đầu tư và cho vay phát triển nhà	15.901,0	71,8	Vay của quỹ phát triển nhà quốc gia	134,1	0,6
Tài sản cố định	922,6	4,2	Vay của nhân dân bằng phiếu nợ	1.786,5	8,1
Các loại tài sản khác	1.348,0	6,1	Các loại nợ khác	1.753,5	7,9
			Các khoản phải trả	115,0	0,5
			Vay khác	1.844,5	8,4
<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>22.151,6</b>	<b>100,0</b>	<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>22.151,6</b>	<b>100,0</b>

Quan sát tài sản của hai ngân hàng đặc biệt, là Ngân hàng phát triển nhà và Ngân hàng ngoại thương Hàn Quốc trong bảng 5.2 và 5.3, chúng ta sẽ thấy lượng tiền gửi của nhân dân, nhất là tiền gửi ngắn hạn (như tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi có kỳ hạn ngắn) chiếm một tỷ lệ rất ít. Với Ngân hàng phát triển nhà, vốn ứng trước và tiền gửi dài hạn là quan trọng nhất. Với Ngân hàng ngoại thương, vốn vay liên ngân hàng là quan trọng nhất. Do tính chất đặc biệt của vốn, các ngân hàng này rất ít khi cho vay ngắn hạn. Chúng chỉ cho vay đầu tư theo thương vụ hoặc cho vay trung hạn là chính. Đây là điểm khác nhau rất cơ bản trên tài sản có giữa các ngân hàng này và NHTM thông thường. Tuy vậy, NHTW vẫn theo dõi rất sát tài sản có của ngân hàng đặc biệt để chắc chắn rằng các ngân hàng này sử dụng vốn đúng mục tiêu, và nhất là hạn chế tỷ lệ quá cao của đầu tư dài hạn từ nguồn vốn huy động trung hạn.

**Bảng 5.3: Balance Sheet của Ngân hàng ngoại thương  
Hàn Quốc tháng 6 năm 1995 (Tỷ won)**

Tài sản có			Tài sản nợ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Tiền mặt và Séc	61,6	0,4	Tiền gửi bằng đồng Won	417,6	2,8
Ngoại tệ	1.257,8	8,5	Tiền gửi bằng ngoại tệ	341,4	2,3
Dự trữ tại NHTW	45,7	0,3	Trái phiếu vay của nhân dân	1.197,9	8,1
Ký gửi ở các ngân hàng khác bằng ngoại tệ	923,6	6,2	Vay ngoại tệ liên ngân hàng	7.588,2	51,0
Đầu tư vào chứng khoán	1.372,5	9,2	Vay của nước ngoài	1.358,1	9,1
Cho vay ngoại thương	9.930,2	66,7	Những khoản phải trả	887,0	5,9
Trong đó cho vay ngoại tệ	5.470,0	36,7	Lợi nhuận chưa chia	1.104,3	7,4
Tài sản cố định	135,6	0,9	Các loại ký quỹ	320,0	2,1
Tài sản khác	1.164,3	7,8	Các khoản nợ khác	1.676,8	11,3
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>14.891,3</b>	<b>100,0</b>	<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>14.891,3</b>	<b>100,0</b>

*Nguồn: Financial System in Korea, 1995. P.33 and 37*

#### 5.2.1.2.2. Sở hữu

Ngân hàng có mục đích đặc biệt cũng như có các hình thức sở hữu giống như ngân hàng thương mại.

#### 5.2.1.2.3. Các loại ngân hàng đặc biệt phổ biến hiện nay

Ngân hàng có mục đích đặc biệt gọi tên theo mục tiêu được định hướng cho tài sản có của nó từ khi mới thành lập. Tại Việt Nam, những Ngân hàng sau đây có thể xem là những ngân hàng đặc biệt:

- Ngân hàng ngoại thương Việt Nam (Bank for Foreign Trade of Việt Nam)
- Ngân hàng nông nghiệp Việt Nam (Agricultural Bank of Việt Nam)
- Ngân hàng phát triển nhà (Housing - Development Bank)
- Ngân hàng đầu tư và phát triển (Investment and Development Bank - IDB)
- Ngân hàng phục vụ cho người nghèo (Bank for Serving the Poor)

#### 5.2.1.3. Ngân hàng tiết kiệm

Ngân hàng tiết kiệm được ra đời với ý đồ huy động khoản tiền dành dụm được của nhân dân, để một mặt, làm lợi thêm cho người lao động và mặt khác, gia tăng được nguồn tài chính cần thiết cho hoạt động sản xuất và trao đổi. Daniel Defoe, tác giả của cuốn sách Robinson Crusoe, năm 1697 đã từng hô hào thành lập một “quỹ tiết kiệm tình bạn” ở Anh. Nhưng mãi đến năm 1765, những tổ chức tiết kiệm đầu tiên mới được chào đời, và chính xác là cái tên Ngân hàng tiết kiệm (Savings Bank) được sử dụng đầu tiên ở Scotland năm 1810.

Loại hình ngân hàng tiết kiệm bắt đầu thành lập rộng rãi từ thời gian ấy. Năm 1816, ngân hàng tiết kiệm đầu tiên ở Hoa Kỳ mới ra đời tại Philadelphia, vậy mà đến năm 1872, nước Mỹ có hơn 600 ngân hàng tiết kiệm. Ở các nước khác tình hình cũng diễn ra tương tự. Cho đến ngày nay, ngân hàng tiết kiệm là một mảng rất lớn của hệ thống NHTG. Tiền ký gửi dưới dạng tiết kiệm vào loại ngân hàng này, đã có lúc lớn hơn tiền gửi vào các NHTM. Nhóm ngân hàng này có nhiều đặc điểm khác với các ngân hàng khác trong hệ thống NHTG.

#### 5.2.1.3.1. Tính chất

Ngân hàng tiết kiệm khác với các ngân hàng khác ngay từ nguồn vốn huy động. Nhìn mục tiêu thành lập, ngân hàng tiết kiệm huy động tiền tiết kiệm trong nhân dân là chính và vào buổi đầu, cách hoạt động của nó mang rất nhiều tính tương trợ. Những thập niên 20, 30 của thế kỷ XIX các ngân hàng tiết kiệm của Anh, Pháp và Hoa Kỳ thậm chí chỉ nhận tiền gửi của những người lao động nghèo, và đã từng trả lãi suất cho những khoản tiền gửi nhỏ, cao hơn lãi suất trả cho những khoản tiền gửi lớn vì các ngân hàng quan niệm phải hỗ trợ những người nghèo, ít tiền.

Cho đến thời gian gần đây tính chất huy động vốn của các ngân hàng này cũng không khác trước bao nhiêu. Vốn hoạt động chủ yếu là từ tiền gửi tiết kiệm của nhân dân. Hoặc là vốn đóng góp của các nhà hảo tâm mang mục tiêu hỗ trợ người nghèo là chính hơn là đóng góp để kiếm lợi. Loại ngân hàng này không phát hành phiếu nợ để vay vốn của công chúng và cũng hầu như không vay của các tổ chức nước ngoài hay NHTW. Ngoại trừ những giai đoạn ngắn kẹt tiền mặt.

Bảng 5.4 cho chúng ta thấy các nguồn vốn từ đi vay không quá 13% tài sản nợ của ngân hàng tiết kiệm. Nguồn vốn chính để hoạt động vẫn là tiền tiết kiệm do nhân dân gửi vào (chiếm đến 79%). Do tính chất đặc biệt của vốn huy động, các ngân hàng tiết kiệm cho vay rất cẩn thận. Tiêu chuẩn cho vay an toàn là tiêu chí hàng đầu. Chính sự cẩn thận trong cho vay này mà các ngân hàng tiết kiệm đều vượt qua một cách ổn định các cuộc khủng hoảng tài chính 1857, 1866, 1873 ở Anh và 1873, 1929, 1933 ở Hoa Kỳ trong khi hầu hết các NHTG khác đều khốn đốn. Cho đến những năm 1995, 1996, các nguồn cho vay chính của các ngân hàng tiết kiệm cũng vẫn giống như những thập niên trước, chủ yếu vào những đối tượng vay bằng việc cầm cố nhà cửa, tài sản, hoặc chứng khoán. Bảng 5.4 cũng cho thấy rằng lượng cho vay lớn nhất của ngân hàng tiết kiệm là vào hình thức này, đến 61%. Ngoài ra, loại đầu tư phổ biến tiếp theo là vào chứng khoán hoặc cho các NHTM khác vay.

**Bảng 5.4: Balance sheet của một ngân hàng tiết kiệm vào tháng 1 năm 1996 tại Hoa Kỳ (tỷ USD)**

Tài sản có			Tài sản nợ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
- Tiền mặt và chứng khoán	112	13%	- Tiền gửi tiết kiệm	695	79%
- Cho vay có cầm cố.	535	61%	- Vay mượn	113	13%
Trong đó: cầm cố nhà, đất	409	(47%)	Trong đó: vay của chính phủ	64	7%
Cầm cố chứng khoán	126	(14%)	Vay của các NHTG:	49	6%
- Cho các NHTG vay	57	7%	- Các khoản nợ khác	68	8%
- Tài sản khác	172	19%	TAI SẢN NỢ	876	100,0
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>876</b>	<b>100,0</b>			

Nguồn: Federal Reserve Bulletin, April 1996

Xuất phát từ tiêu chuẩn cho vay an toàn và quan niệm hỗ trợ nhân dân nghèo, đối tượng cho vay của loại ngân hàng này cũng rất đặc biệt. Hầu hết những người được vay tiền

tại các ngân hàng cũng chính là người đã gửi tiền tiết kiệm vào ngân hàng. Lãi suất cho vay thường rất thấp vì thực chất nó mang tính tương trợ nhiều hơn là kinh doanh.

#### **5.2.1.3.2. Sở hữu**

Ở các nước đã phát triển, chủ nhân của các ngân hàng tiết kiệm cũng chính là những người gửi tiền tiết kiệm vào. Khởi đầu thường là một nhóm đứng ra hô hào việc thành lập ngân hàng. Sau khi tám đủ số người hưởng ứng, họ họp đại hội cổ đông, thảo cương lĩnh và xin giấy phép thành lập. Chính những cổ đông này, hầu hết là nhân dân lao động, bỏ những khoản tiền tiết kiệm đầu tiên vào để tạo thành vốn hoạt động. Từ đó về sau, mỗi khi có thêm tiền tiết kiệm mới, họ tiếp tục gửi vào ngân hàng. Khi cần có tiền để làm ăn, lại đi vay của chính ngân hàng đó.

Hoàn toàn có thể nói rằng chủ nhân ngân hàng tiết kiệm cũng là những người đã gửi tiền tiết kiệm, và vay tiền từ ngân hàng. Chỉ có một điểm lưu ý là vì ngân hàng không mở rộng thêm cổ đông, cho nên những người gửi tiền tiết kiệm sau này là khách hàng mà không là chủ nhân. Chỉ có những người gửi là sáng lập viên mới được xem như chủ nhân. Hàng năm lợi tức của ngân hàng nếu không nhập vào tài sản có thì sẽ được chia nhau bởi chính những người gửi tiết kiệm kiêm sáng lập viên của ngân hàng.

#### **5.2.1.3.3. Các loại ngân hàng tiết kiệm hiện nay**

Ngân hàng tiết kiệm không có nhiều loại như các NHTG khác. Ngoài những tổ chức với tên gọi chính thức ngân hàng tiết kiệm, chỉ có một số tổ chức có hoạt động gần tương tự như nó với những tên gọi hơi khác một tí đó là:

- Các quỹ tiết kiệm (Savings Funds).
- Hiệp hội cho vay và tiết kiệm (Savings and Loan Associations)

Riêng loại hình sau (Hiệp hội cho vay và tiết kiệm) chỉ giống ngân hàng tiết kiệm ở mỗi điểm là nó cũng hướng vào huy động các nguồn tiết kiệm trong dân. Nhưng bên cạnh đó, có những cái khác nhau rất cơ bản, đó là ngoài nguồn vốn từ tiền gửi tiết kiệm, Hiệp hội này huy động rất nhiều nguồn vốn khác, và hơn nữa nó mang đậm nét tính cho vay kinh doanh chứ không phải cho vay tương trợ như ngân hàng tiết kiệm. Bởi vậy, nhiều nhà ngân hàng học Âu Mỹ xếp nó vào nhóm Tổ chức tài chính - tín dụng chứ không đưa vào nhóm các ngân hàng tiết kiệm.

### **5.2.2. Cơ cấu tổ chức và mạng lưới**

#### **5.2.2.1. Cơ cấu tổ chức**

Các ngân hàng trung gian có cơ cấu tổ chức khá giống nhau trên đại thể. Ngân hàng nào cũng có các bộ phận chuyên môn đặc biệt như các phòng (ban) tín dụng, đối ngoại, kế toán, nhân sự, quản lý tài sản, cho vay, bảo lãnh, nghiên cứu tổng hợp, phát triển,... Vì cơ cấu tổ chức được sinh ra để phục vụ cho nhu cầu hoạt động và phát triển của đơn vị, cho nên, khi hầu hết các ngân hàng trung gian trên thế giới đều có những mục tiêu hoạt động và phát triển giống nhau, thì sự giống nhau của chúng về cơ cấu tổ chức căn bản là điều có thể hiểu được.

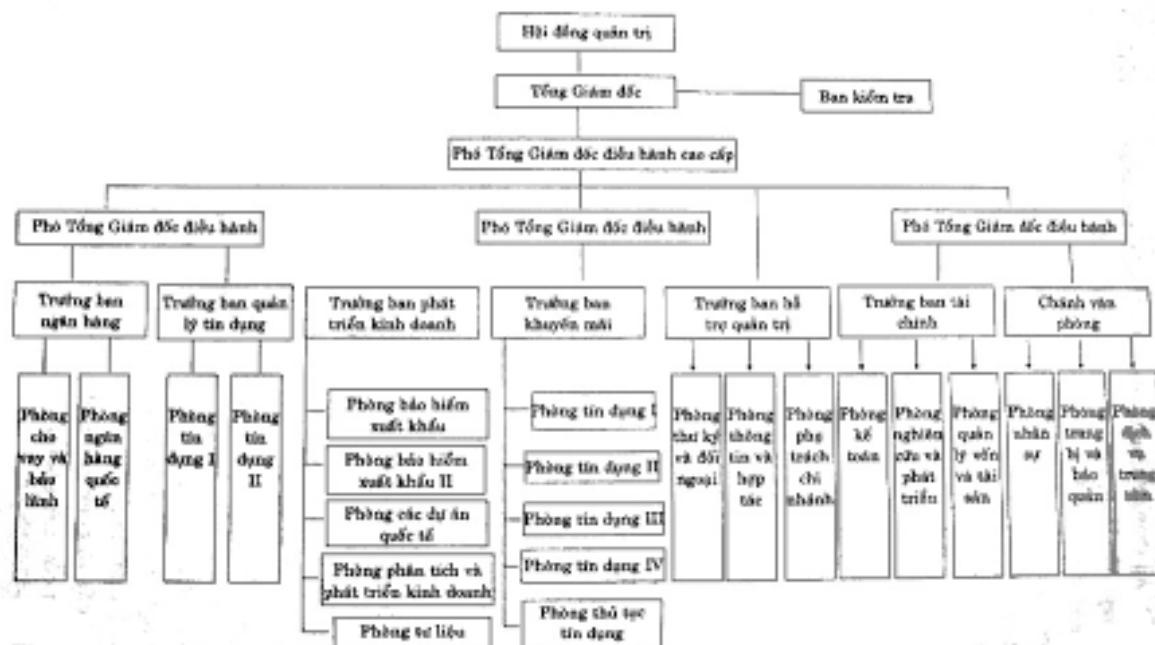
Tuy nhiên, khối lượng công việc khác nhau về quy mô và tính đa dạng làm cho các ngân hàng có thể khác nhau về tiêu tiết. Những ngân hàng lớn trên thế giới có thể có đến 5 cấp tổ chức: Hội đồng quản trị, Tổng giám đốc, Phó tổng giám đốc điều hành, các ban, các phòng như Ngân hàng xuất nhập khẩu Thái Lan (biểu đồ 10). Nhưng cũng có những ngân hàng chỉ có 3 cấp tổ chức: Hội đồng quản trị, Ban giám đốc, các phòng chuyên môn,... Bên cạnh đó, số lượng các phòng, ban và sự chi tiết về mặt phân công chuyên môn cũng phát sinh nhiều hơn khi quy mô của ngân hàng về hoạt động ngày càng lớn. Ngân hàng xuất nhập khẩu Thái Lan có 23 phòng chuyên môn, trong khi nhiều ngân hàng thương mại tại thành phố Hồ Chí Minh chỉ có từ 5 đến 10 phòng.

Không có những giới hạn về tính chi tiết hóa và số lượng các đơn vị trong cơ cấu tổ chức. Tùy theo nhu cầu công việc, một ngân hàng có thể chỉ có 5, 7 phòng chuyên môn. Mỗi phòng phụ trách rất nhiều công việc thuộc nhóm cùng một lúc. Nhưng cũng chính ngân hàng đó, khi nó đã phình to hơn về vĩ mô và khối lượng giao dịch, sự quá tải của phòng ban sẽ

buộc nó phải chia nhỏ công việc một cách chuyên trách hơn, lập thêm nhiều phòng ban mới chẳng hạn. Với nhu cầu cần phải giảm tối đa chi phí hoạt động và chi phí cố định để hiệu quả hoá kinh doanh, tối đa hoá lợi nhuận, hầu như không có ngân hàng nào tổ chức cơ cấu thừa so với số lượng và nhu cầu giao dịch.

Cần chú ý rằng phòng tín dụng, phòng kế toán, phòng thanh toán quốc tế hay ngân hàng quốc tế, phòng phát triển kinh doanh, phòng pháp chế là những phòng quan trọng nhất và gần như phải có ở tất cả các ngân hàng. Những phòng khác tùy theo mức độ cần thiết của nhu cầu sẽ được thiết lập sau. Biểu đồ 10 cho chúng ta cái nhìn tổng quát về cơ cấu tổ chức của một ngân hàng thuộc loại lớn trên thế giới. Tính đa dạng của các phòng, phản ánh sự đa dạng và quy mô giao dịch của nó.

Biểu đồ 5.9: Sơ đồ tổ chức Ngân hàng xuất nhập khẩu Thái Lan



### 5.2.2.2. Mạng lưới các chi nhánh

Ít có doanh nghiệp nào có mạng lưới chi nhánh phong phú như các ngân hàng trung gian nhất là các ngân hàng lớn. Năm 1996, Hoa Kỳ có hơn 15.000 ngân hàng trung gian. 99% số này là các ngân hàng nhỏ. Thế mà số chi nhánh bình quân của mỗi ngân hàng đã lên 100. Những ngân hàng lớn còn lại có số lượng chi nhánh dao động từ 1000 đến 5000 trên khắp cả nước và thế giới.

Năm 1995, tập đoàn ngân hàng thương mại HongKong - Thượng Hải (HongKong Shanghai Banking Corporation Ltd: HSBC) có tổng tài sản hơn 202 tỷ bảng Anh và hơn 3.000 chi nhánh, có văn phòng với tổng số hơn 100.000 nhân viên ở khắp 68 nước.

Số chi nhánh của một ngân hàng trung gian, do vậy, chỉ phụ thuộc vào quy mô và năng lực hoạt động của nó, và có thể biến động từ 1 chi nhánh đến 1000, không có giới hạn nào về pháp định. Thông thường khi một ngân hàng trung gian quyết định mở chi nhánh, nó cần căn cứ vào các thông số sau:

- Sự đầy đủ hoặc chín muồi của nhu cầu giao dịch tại nơi cần mở.
- Vị trí địa lý của chi nhánh cần mở có tiềm năng phát triển trong tương lai hay không.
- Khối lượng giao dịch bình quân được dự đoán trong 3 năm đầu, 3 năm kế tiếp và những năm sau.
  - Dân số, thu nhập, tình hình thương mại.
  - Mức độ trung tâm hoá.
  - Các loại chí phí để mở chi nhánh là cao hay thấp.
  - Thủ tục có khó khăn quá hay không.

- Triển vọng mở rộng tài sản.

Tùy những nhu cầu trên, chi nhánh của một ngân hàng trung gian thường phải là những trung tâm thương mại, kinh tế đang phát triển hiện nay và có triển vọng trong tương lai. Không nhất thiết là địa phương nào cũng sẽ mở chi nhánh, chỉ có địa phương nào hội tụ đủ những điều kiện thuận lợi cho kinh doanh mà thôi.

Tuy nhiên, đó là những doanh nghiệp ngân hàng cổ phần tư nhân. Với những ngân hàng trung gian thuộc sở hữu nhà nước, vì tính chất phục vụ công cộng và nhu cầu phát triển kinh tế chung, nó mở chi nhánh ở khắp các địa phương, thậm chí đến từng huyện trong thành phố. Thí dụ như Ngân hàng công thương, Ngân hàng đầu tư và phát triển, Ngân hàng nông nghiệp của nước Việt Nam (xem sơ đồ 5.9). Ngân hàng các hộ gia đình (FHLB), Tổ chức cho vay cầm cố liên bang (FNMA), Tổ chức cho vay cầm cố của nhà nước (GNMA) ở Hoa Kỳ.

### **5.3. CÁC TỔ CHỨC TRUNG GIAN TÀI CHÍNH KHÁC**

Sau hệ thống ngân hàng trung gian là mạng lưới đồ sộ của các tổ chức trung gian tài chính khác. Người ta gọi chung đây là các tổ chức trung gian tài chính (Financial Intermediary) bởi vì không những nó có rất nhiều tên gọi riêng khác nhau, mà còn vì hoạt động của nó vô cùng đa dạng. Trong những nền kinh tế đã phát triển như Nhật Bản, Hoa Kỳ, Pháp, Đức,... và một số nền kinh tế của các nước mới công nghiệp hóa như Singapore, Hàn Quốc,... hoạt động của các tổ chức tài chính đóng vai trò rất quan trọng trong sự vận hành của thị trường tiền tệ, tài chính và cả nền kinh tế. Các công ty tài chính, tổ chức tín dụng, các công ty bảo hiểm,... không phải là một ngân hàng. Và không giống ngân hàng, nó không phải báo cáo hoạt động với NHTW hoặc chịu sự chi phối của bất kỳ một ngân hàng nào. Tuy nhiên, hoạt động của nó trên thị trường tiền tệ và tài chính thì lại không khác bao nhiêu so với một NHTG. Mỗi năm, một tổ chức tái chính như công ty American Express (AMEX) bán ra đến 15 tỷ USD loại thẻ tín dụng Traveler's Checks, và thực chất, Traveler's Checks được sử dụng trên hầu khắp thế giới không khác gì tiền. Công ty Citicorp, giống mọi công ty tài chính khác của các tập đoàn Công nghiệp lớn như AT&T, IBM, General Motors, mỗi năm tạo ra trên dưới 7,5 tỷ USD các loại séc du lịch tương tự trên, hình thành những tổng cung tiền tệ (dưới hình thức séc) khổng lồ trong nền kinh tế.

Một đất nước càng phát triển, nhu cầu về vốn càng lớn. Sự ra đời và tồn tại của thị trường tài chính là điều tất nhiên để đáp ứng nhu cầu cần thiết này. Chức năng và hoạt động của thị trường tài chính sẽ là chủ đề của một chương sau. Khi đã có thị trường tiền tệ, tài chính, sự có mặt một cách phong phú các đối tượng kinh doanh, như các tổ chức tài chính mà chúng ta đang phân tích cũng lại là vấn đề mang tính bản chất. Trong nền kinh tế, các tổ chức tài chính hợp thành một mảng không thể tách rời với hoạt động ngân hàng, cùng trực tiếp tạo ra các dạng biến chuyển trong cung ứng tiền, vốn và điều kiện tín dụng, để hệ quả cuối cùng là tác động dây chuyền đến những thay đổi trong đời sống kinh tế vĩ mô và vi mô.

Tất cả các tập đoàn công nghiệp lớn ngày nay đều có một hoặc nhiều công ty tài chính thuộc sở hữu tập đoàn. Một điều gần như trở thành thông lệ là trên con đường phát triển từ một xí nghiệp nhỏ tiến lên thành một tập đoàn sản xuất đa quốc gia, các ông chủ tư bản đều sớm có ý thức về cấu gạch nối bồ sung giữa sản xuất kinh doanh và tài chính tiền tệ. Công thức: sản xuất + kinh doanh + tài chính - tiền tệ mau chóng trở thành các bước của kế hoạch phát triển và do vậy, không đợi đến khi trưởng thành, từ những năm của thập niên 60, nhiều tập đoàn, công ty đa quốc gia đã để ra tổ hợp tài chính riêng cho đơn vị mình. Các tổ chức tài chính này được hình thành để bảo đảm 2 nhiệm vụ chủ chốt: (1) Huy động mọi nguồn vốn một cách nhanh nhất khi hoạt động của công ty mẹ cần đến; (2) kinh doanh tiền tệ, tài sản như một doanh nghiệp.

Xuất phát từ nguồn gốc hình thành, có thể phân chia các tổ chức tài chính tín dụng ở các nước phát triển hiện nay ra thành các nhóm sau:

### 5.3.1. Các tổ chức tín dụng

Được tổ chức như một công ty kinh doanh, hoạt động chính của tổ chức tín dụng cũng là kinh doanh tiền tệ. Ý kiến sớm nhất đề hình thành mô hình tổ chức tín dụng được nêu ra ở Đức vào năm 1848 và lan dần đến Italia. Năm 1900, tổ chức tín dụng đầu tiên ở Bắc Mỹ được khai sinh tại Canada. Đến năm 1909, hình thức này mới được bắt chước ở Hoa Kỳ. Năm 1934, Quốc hội Mỹ ban hành Luật tổ chức tín dụng liên bang. Từ đó đến nay, tháng 6 năm 1996, Hoa Kỳ có 12.000 tổ chức tín dụng, Nhật Bản có hơn 3.000 tổ chức chính thức và không chính thức.

Vào buổi đầu, tổ chức tín dụng mang tinh thần tương trợ cao. Theo cách hoạt động của những tổ chức tín dụng đầu tiên tại Đức vào thời điểm 1848, các thành viên của tổ chức tự đóng góp tiền vào cho quỹ để nhận một loại hình mà nay ta gọi là cổ phiếu. Sau đó, họ cùng bầu ra người quản lý. Những người có cổ phiếu trong tay, hoặc mua được cổ phiếu của tổ chức, sẽ được hưởng quyền vay tiền của tổ chức khi cần. Số lượng vay tùy thuộc vào số cổ phiếu mà người muốn vay sở hữu, và cứ thế luân phiên nhau. Khi cần vốn thêm, các tổ chức lại phát hành thêm cổ phiếu, chấp nhận thêm thành viên mới. Thông thường, tổ chức không cho người ngoài vay tiền.

Cho đến năm 1992, phần lớn tính chất này vẫn không thay đổi. Bảng 5.5 là Balance Sheet của một tổ chức tín dụng ở Hoa Kỳ vào tháng 1 năm 1992. Trong đó chúng ta có thể thấy rằng đến 91% vốn hoạt động thể hiện bên tài sản nợ là vốn do phát hành cổ phiếu, hay nói cách khác, vốn do các thành viên đóng góp vào. Bên tài sản có, 59% vốn là do các thành viên của tổ chức vay. Chỉ có 41% được đem đầu tư vào chứng khoán hoặc các tài sản khác. Mà thông thường vẫn là chứng khoán chính phủ và tiền mặt.

Trước thập niên 70, tất cả các khoản vay của tổ chức đều là cho vay ngắn hạn. Sau 1980, một số tổ chức ở Đức, Pháp và Nhật đã bắt đầu cho vay dài hạn và cho vay có cầm cố, thế chấp. Tại Hoa Kỳ, sau năm 1980 với sự điều chỉnh Luật điều tiết tiền tệ, tổ chức tín dụng bắt đầu được phép nhận tiền gửi không kỳ hạn và cấp sổ séc cho người gửi.

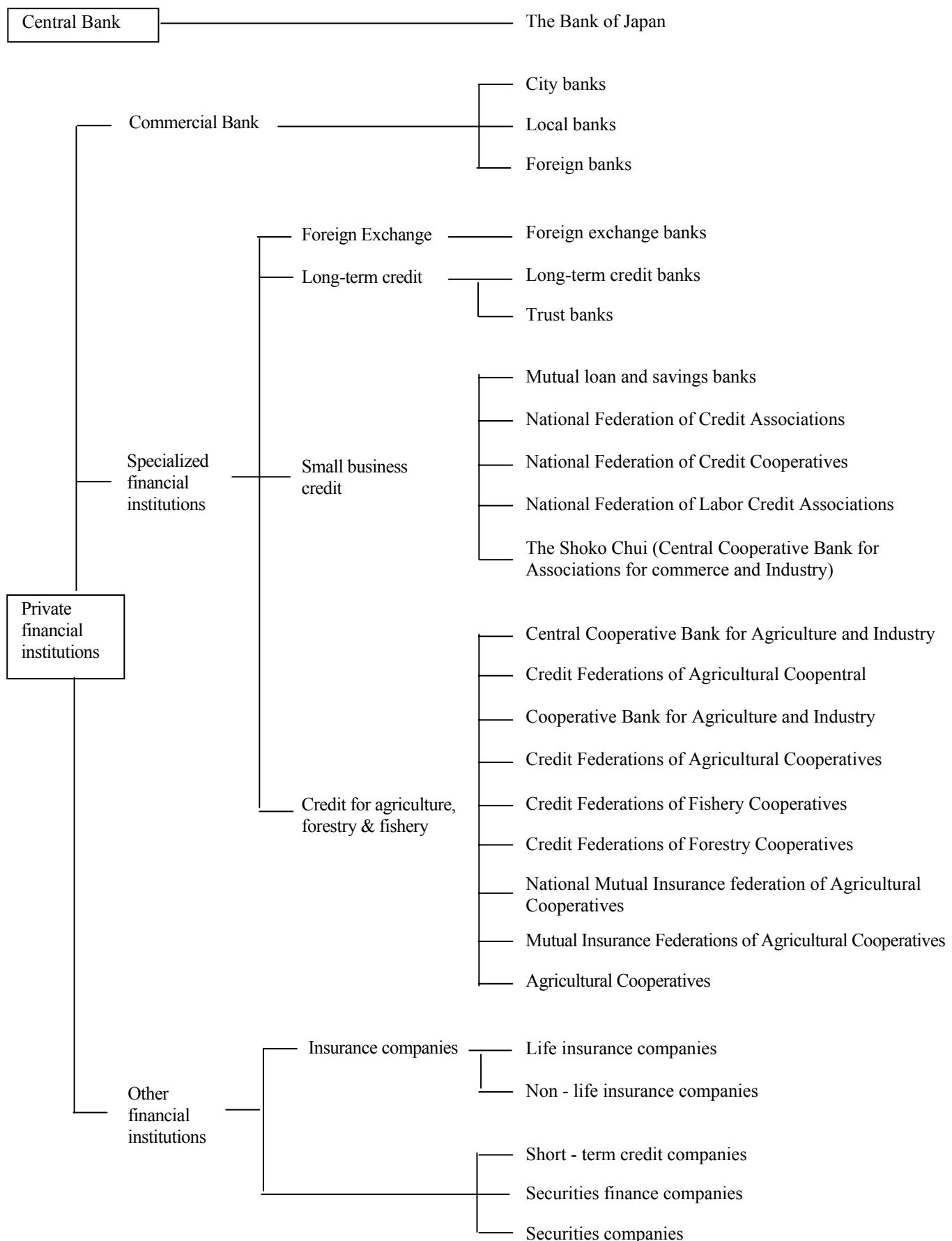
**Bảng 5.5 Balance Sheet của một tổ chức tín dụng tại Hoa Kỳ  
tháng 1 năm 1992 (tỷ USD)**

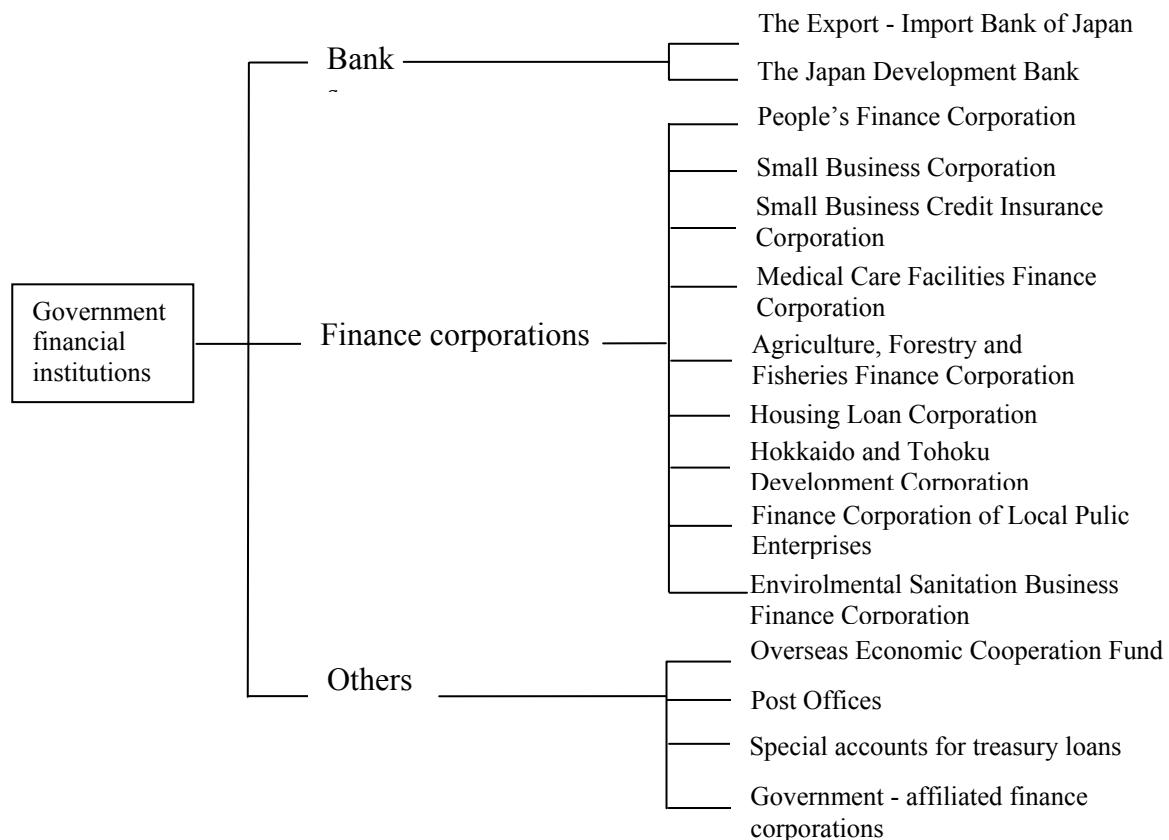
TÀI SẢN CÓ			TÀI SẢN NỢ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Cho các thành viên vay	133	59	Vốn của các thành viên	206	91
Tiền mặt và chứng khoán	94	41	Các loại vốn khác	21	9
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>227</b>	<b>100,0</b>	<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>227</b>	<b>100,0</b>

Nguồn: National Credit Union Administration, Annual Report, 1992

Ở Việt Nam, Hợp tác xã tín dụng trước đây là một hình thức của tổ chức tín dụng. Tuy nhiên, do bối cảnh đặc biệt của nền kinh tế Việt Nam, các HTX tín dụng trong nước giai đoạn 1987 - 1992 hoạt động không khác gì một ngân hàng với nguồn vốn huy động và đối tượng cho vay rất rộng rãi. Hoàn toàn không giống với nguyên lý của tổ chức tín dụng ở châu Âu. Từ năm 1992 đến nay, các HTX tín dụng đang được sắp xếp lại về tổ chức và hoạt động.

**Biểu đồ 5.10: Sơ đồ tổ chức hệ thống tài chính và tiền tệ Nhật Bản**





### 5.3.2. Hiệp hội cho vay và tiết kiệm

Giống như một ngân hàng thương mại, nguồn vốn hoạt động của Hiệp hội cho vay và tiết kiệm, viết tắt là S&Ls (Savings and Loan Association) chủ yếu huy động tiền gửi của nhân dân và các tổ chức kinh doanh. Cho đến ngày nay, các hiệp hội này có vốn từ tiền gửi chiếm 70% đến 80% tổng vốn hoạt động (hay tài sản nợ). Khoảng 10% là vay mượn từ các nguồn khác, và 10% còn lại là vay của chính quyền địa phương, trung ương hoặc các NHTG khác.

Ra đời từ năm 1831 ở Lyon và Philadelphia, Hiệp Hội cho vay và tiết kiệm chủ yếu cho vay để mua nhà, đất chật trả đổi với những đối tượng có thu nhập thấp trong xã hội. Cho đến những năm 1900, hoạt động cho vay chính của nó cũng vẫn còn xoay quanh hình thức cho vay có cầm cố thế chấp nhà cửa (Mortgage Loan) với những người lao động thiếu tiền tiêu dùng hoặc làm ăn với lãi suất hàng năm khá thấp.

Hình thức đi đến quyết định cho vay của nó cũng rất khác lạ. Có ít nhiều tương tự với hình thức “choi hui” mà người Trung Hoa hay tổ chức ở các nơi, kể cả ở Việt Nam hiện nay. Người muốn vay tiền của hiệp hội trước hết phải là thành viên của nó. Các thành viên này mỗi tháng đóng vào hiệp hội một khoản tiền nhất định (thường là nhỏ). Điều quan trọng là những khoản tiền nộp vào này được xem như một khoản tiền gửi, có lãi suất hàng tháng đàng hoàng.

Tổng cộng các khoản đóng hàng tháng này của cả trăm hoặc vài trăm thành viên hình thành một quỹ tiền rất lớn. Hiệp hội bắt đầu xét việc cho vay. Hàng tháng cũng có nhiều thành viên đăng ký vay. Những thành viên này được hệ thống vào một danh sách và được mang ra trước tất cả mọi thành viên để quyết định. Mỗi thành viên muốn vay tiền, lần lượt đề xuất mức lãi suất mà mình có khả năng trả cho tiền được vay. Dĩ nhiên, lãi suất này tối thiểu phải bằng mức lãi suất dùng để trả cho tiền gửi vào của mọi thành viên đã nói trên. Người nào đề xuất mức lãi suất cao nhất sẽ được vay trong đợt ấy.

Điều khác nhau giữa loại hình này với “choi hui” của người Trung Hoa là người muốn vay phải đem khế ước (giấy tờ) nhà đến thế chấp khi vay, sau khi nhận được quyết định cho vay từ đấu giá lãi suất. Chính vì thế, không ai chạy được nợ cho nên người ta chỉ đưa ra những mức lãi suất cao vừa phải so với khả năng có thể làm ra lợi tức của họ. Không ai điên

dại mà đưa ra lãi suất thật cao để trúng được vốn, rồi cuối cùng không thể làm ra nổi lợi tức để trả lãi cho vốn ấy, dẫn đến việc vỡ nợ, phá sản hoặc mất nhà.

Do đó, lãi suất cho vay và lãi suất trả tiền gửi của hiệp hội là thuộc vào loại thấp nhất so với các tổ chức tài chính khác kể từ khi nó được hình thành cho đến những thập niên đầu thế kỷ XX. Rất nhiều hiệp hội được thành lập với mục đích kiếm thêm thu nhập cho các thành viên nghèo của nó. Vào năm 1929, cả Mỹ có hơn 12.000 tổ chức như thế.

Bảng 5.6 là sự khái quát về tính chất và hoạt động của hiệp hội này. Tại Pháp, cho đến những thời gian gần đây nhất, hơn 90% vốn của hiệp hội là tiền gửi của các thành viên, và cũng hơn 90% nguồn cho vay của nó cũng là cho các thành viên dưới hình thức cho vay có thế chấp nhà cửa. Ngoài khối lượng cho vay như trên, chỉ có chứng khoán của chính phủ là loại hình đầu tư phổ biến và hầu như là duy nhất mỗi khi những tổ chức này thừa tiền mặt. Mua sắm tài sản cố định chiếm không quá 0,1% tài sản có. Hoạt động của nó, như vậy là cực kỳ gọn nhẹ và an toàn.

Riêng tại Hoa Kỳ, trong những năm gần đây mặc dù được Luật điều chỉnh năm 1980 cho phép mở rộng việc nhận tiền gửi không kỳ hạn và đối tượng cho vay, nhưng với cách thức hoạt động truyền thống trong bối cảnh cạnh tranh dữ dội của các NHTM cùng các tổ chức tài chính lớn khác, hiệp hội cho vay và tiết kiệm tại Mỹ đang mất dần khách hàng ở các thành phố lớn, chỉ còn hoạt động mạnh ở vùng ngoại ô và các bang nhỏ. Đến năm 1992, chỉ có 2.100 hiệp hội là trụ được ở thành phố.

**Bảng 5.6: Balance Sheet của một Hiệp hội cho vay và tiết kiệm của Pháp tháng 1 năm 1996 (tỷ FRF)**

TÀI SẢN CÓ			TÀI SẢN NỢ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Cho vay (có cầm cố nhà) cho các thành viên	494	90,5	Tiền gửi của các thành viên	503,2	92,2
Chứng khoán dài hạn	11,8	2,2	Vay nợ nơi khác	34,0	6,2
Chứng khoán ngắn hạn	39,2	7,2	Tài sản chưa trả lại	8,8	1,6
Tài sản cố định	1,0	0,1	<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>546</b>	<b>100,0</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>546</b>	<b>100,0</b>			

Nguồn: Banque de France - Bulletin Digest April, 1996

Các nhà kinh tế đều nhìn nhận rằng trong những nền kinh tế đã phát triển, hiệp hội cho vay và tiết kiệm với lãi suất thấp và tiêu chuẩn an toàn cao trong cho vay, sẽ không cạnh tranh nổi với mức độ giành giật đến chóng mặt cùng với nhiều rủi ro của các ngân hàng và tổ chức tài chính không lồ khác, với những lãi suất cao hấp dẫn do các đơn vị này đưa ra. Tuy nhiên, nó luôn là một mô hình tốt cho việc khuyến khích tính chất tương trợ nhau cùng làm ăn, để cùng cải thiện thu nhập ở các thành phần nhân dân có mức lương thấp hoặc trung bình vốn rất phổ biến ở các nước đang phát triển. Thông qua hiệp hội, những người lao động nghèo có thể tạo ra những cơ hội làm ăn tốt hơn bằng đồng vốn huy động được ở các thành viên. Nhờ thế họ có thể tự cải thiện được cuộc sống của chính mình và góp phần giúp đỡ những người khác, hạn chế bớt khoảng cách giữa giàu và nghèo trong đời sống kinh tế thị trường.

### 5.3.3. Các công ty bảo hiểm

Các công ty bảo hiểm là hình thức điển hình của dạng công ty tài chính ở hầu khắp các nước công nghiệp trên thế giới. Từ những năm 1830 ở Châu Âu và Bắc Mỹ, các công ty bảo hiểm đã đóng vai trò cung ứng tài chính quan trọng cho thị trường vốn.

Với nguồn vốn hoạt động rất dồi dào và khá dễ dàng từ sự đóng góp tự nguyện của các chủ nhân, các công ty đã nhanh chóng dùng vốn ấy đem cho vay hoặc đầu tư để tạo ra lãi. Ngay từ khi mới bắt đầu phát triển, công ty bảo hiểm đã phân ra thành 2 nhóm: nhóm các công ty bảo hiểm sinh mạng và nhóm các công ty bảo hiểm tài sản, bảo hiểm, rủi ro...

**Bảng 5.7: Balance Sheet của một công ty bảo hiểm ở Hoa Kỳ vào ngày 1 tháng 1 năm 1981 (Tỷ USD)**

TÀI SẢN CÓ			TÀI SẢN NỢ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Chứng khoán dài hạn	329,5	62,4	Tiền bảo hiểm của chủ nhân	378,2	71,5
Chứng khoán ngắn hạn	14,6	2,8	Tiền gửi không kỳ hạn	5,3	1,0
Cho vay có cầm cố	131,6	24,9	Các khoản vay ngắn kỳ khác	145,5	27,5
Cho vay khác	41,0	7,8			
Tài sản cố định	12,3	2,2			
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>529</b>	<b>100</b>	<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>529</b>	<b>100</b>

Nguồn: Gary Smith, Money and Banking - P.Cover

Hầu hết các công ty bảo hiểm sinh mạng đều có khuynh hướng dùng tiền bảo hiểm để đầu tư vào tài sản dài hạn, ví dụ như chứng khoán dài hạn của chính phủ hoặc cho vay cầm cố. Bảng 5.7 cho thấy lượng chứng khoán dài hạn của một công ty bảo hiểm sinh mạng chiếm tới 62,3% tài sản có của nó. Bởi vì số lượng người tử vong hoặc chết hàng năm thường không nhiều. Do vậy lượng tiền mặt phải chi ra vì trách nhiệm bảo hiểm thường không nhiều. Chính vì thế, các công ty này nắm trong tay một nguồn vốn lớn, ổn định và rất lâu dài, còn hơn cả tiền gửi có kỳ hạn. Việc đầu tư vào chứng khoán dài hạn (long - term bond) trở thành điều đương nhiên để có lãi suất cao.

Ngược lại, các công ty bảo hiểm tài sản như xe cộ, môtô, nhà cửa và các phương tiện khác hoặc bảo hiểm rủi ro như cháy, nổ, ăn trộm... thì tình hình lại khác. Những tai nạn như cháy, nổ, trộm cắp xảy ra thường xuyên hơn dẫn tới việc lượng tiền bảo hiểm phải chi hàng tháng, thậm chí đến hàng tuần, là rất cao. Do đó, các công ty bảo hiểm thuộc 2 nhóm sau rất ít dám dùng vốn để đầu tư vào những tài sản lâu dài. Thông thường, họ chỉ đầu tư vào chứng khoán ngắn hạn hoặc các loại tài sản dễ thanh khoản (dễ thanh toán và tiêu thụ), để bắt cứ khi nào cần tiền mặt đột ngột vì trách nhiệm bảo hiểm, họ có thể bán các loại tài sản ấy một cách dễ dàng ra thị trường để lấy tiền chi trả.

Không phải hoạt động của các công ty bảo hiểm đều suôn sẻ. Năm 1835, trận hỏa hoạn lớn nhất lịch sử nước Mỹ xảy ra ở New York đã làm hầu như tất cả các công ty bảo hiểm của thành phố này bị phá sản vì lượng tiền phải chi ra. Năm 1871, Chicago lại cháy. Năm 1904, thành phố Baltimore bị cháy và năm 1906, động đất ở San Francisco cũng làm cho hàng loạt công ty bảo hiểm phải đóng cửa vì thua lỗ. Cuộc cách mạng năm 1789 ở Pháp và chiến tranh của Napoleon cũng mang tới sự sập tiệm của nhiều công ty bảo hiểm từng tồn tại nhiều thập niên. Tuy nhiên, vì hoạt động bảo hiểm dễ có lãi và vốn ban đầu gần như không cao, chủ yếu hoạt động dựa vào tiền bảo hiểm của nhân dân (đến 71,5%, bảng 5.7) là chính, khi két thanh toán lại có thể đi vay dễ dàng ở các NHTG khác. Tất cả những điều kiện trên đã làm cho hoạt động kinh doanh bảo hiểm vẫn phát triển rất nhanh ở nhiều nước. Năm 1929, tổng tài sản có của các công ty bảo hiểm sinh mạng ở Hoa Kỳ lên tới 17,5 tỷ USD. Và đến năm 1994 nó xấp xỉ 600 tỷ USD.

Trong những năm gần đây, các công ty bảo hiểm vẫn tiếp tục như là một bộ phận huy động tiền để dành của đại đa số nhân dân, để rồi cung ứng một cách rất quan trọng cho nhu cầu đầu tư các mặt trong nền kinh tế ở các nước công nghiệp. Tuy nhiên, vận tốc phát triển

của nó không còn nhanh nữa, vì 2 lý do: (1) nhân dân các nước trên đã có khuynh hướng chuyển mua phiếu bảo hiểm định kỳ với chỉ số bồi hoàn hấp dẫn hơn, và (2) lợi tức thấp từ các khoản đầu tư vào trái phiếu và sự thiếu an toàn trong cho vay cũng buộc các công ty phải tự giới hạn bởi vận tốc hành trường và quảng cáo dịch vụ của công ty mình.

Ở Việt Nam chỉ mới có một vài công ty bảo hiểm. Hoạt động chính vẫn là Công ty bảo hiểm Việt Nam (Bảo Việt), Công ty bảo hiểm Thành phố Hồ Chí Minh (Bảo Minh) những doanh nghiệp nhà nước và một số công ty bảo hiểm nước ngoài như Prudential, Manulife,... Nhưng cường độ hoạt động, mức độ phát triển tài sản nợ và có, cũng như phương thức hoạt động vẫn còn rất chậm so với nước ngoài. Sự phát triển của thị trường tài chính trong tương lai tất yếu sẽ đòi hỏi nhiều tổ chức tài chính khác nhau có mặt. Trong đó, sự hình thành các công ty bảo hiểm tư nhân sẽ là điều cần thiết, không những tốt cho thị trường tài chính, mà còn giúp cung cấp và phát triển ngành bảo hiểm Việt Nam.

### **5.3.4. Các công ty tài chính**

Các công ty tài chính (Financial Companies) của các tập đoàn công nghiệp là sự bù đắp vào lỗ hổng thiếu hụt tài chính do thiếu khả năng cung ứng của các NHTG. Các công ty, tập đoàn kinh doanh, khi đã đủ lớn mạnh thường để ra cho mình một công ty tài chính.

Các công ty này đảm nhiệm việc vay nợ từ nhân dân bằng cách phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu tùy theo từng trường hợp. Phần lớn tiền thu được từ việc phát hành phiếu nợ này sẽ được cung ứng cho hoạt động của công ty mẹ. Phần còn lại đưa vào thị trường cho vay. Người vay tiền của các công ty tài chính thường là những cá nhân hoặc đơn vị cần tiền rất gấp mà không thể vay được ngay từ các NHTG. Tính cách vay này có thể được hiểu như vay nóng ở Việt Nam vì thời gian vay thường rất ngắn (1 vài ngày đến 1 vài tuần) và lãi suất phải trả rất cao, nhiều khi cao hơn lãi suất tiền vay của các NHTG đến 4 hoặc 5 lần.

Như chúng ta đã giới thiệu ở phần trước, các công ty tài chính này ngoài nhiệm vụ huy động vốn tài chính cho công ty mẹ, chức năng còn lại của nó là kinh doanh đồng tiền. Bởi thế, ngoài việc vay của công chúng bằng cách phát hành phiếu nợ, các công ty còn vay trực tiếp các NHTG rồi lại mang ra cho thị trường vay nóng. Tháng 1 năm 1996, lãi suất cho vay vốn liên bang của Mỹ là 5,56% một năm. Tương ứng với nó, lãi suất cho vay của các NHTG di động ở khoảng 6,0 đến 7% một năm. Thế nhưng, lãi suất cho vay ngắn hạn trên thị trường tiền tệ của các công ty tài chính nằm trong mức từ 10 đến 12% một năm.

Một vài công ty tài chính ở các nước, thí dụ như Công ty tài chính của hãng General Motors ở Hoa Kỳ, còn liên kết với những đại lý bán lẻ và cung ứng vốn với lãi suất vừa phải hơn để mua sắm thiết bị, máy móc do chính công ty mẹ là General Motors sản xuất. Đây là chính sách kinh doanh hai đầu thường thấy ở các công ty hoặc tập đoàn sản xuất lớn.

Năm 1980, các công ty tài chính ở Hoa Kỳ có tổng vốn lên tới 200 tỷ USD, ở Pháp các công ty này có quy mô nhỏ hơn với 420 tỷ FPF. Các công ty tài chính ở Nhật Bản, Cộng hòa liên bang Đức, Singapore, Hàn Quốc, Thái Lan,... cũng phát triển rất nhanh trong thời gian 2 thập niên gần đây.

### **5.3.5. Các quỹ tương trợ**

Ngày nay, các nước công nghiệp gọi tên cho một loại hình tổ chức tài chính là Quỹ tương trợ (Mutual Funds) còn cách đây hơn 100 năm nó có tên là các công ty đầu tư (Investment Trusts). Về khởi nguyên, các quỹ này được hình thành từ một nhóm người muốn đầu tư tiền để dành của mình thông qua sự giúp đỡ hoặc cố vấn của một chuyên gia. Chuyên gia này, mỗi tuần một lần, họp với các nhà đầu tư phân tích cho họ biết tình hình thị trường, rồi chỉ ra loại chứng khoán hay tài sản nào họ nên mua trong thời gian đó để có lợi nhất.

Dần dần đến những năm 30 của thế kỷ XX, nó trở thành các công ty nửa mang tính chất tư vấn về đầu tư, nửa mang tính chất là đơn vị của một nhóm người lấy công việc góp tiền lại để đầu tư vào chứng khoán một cách có lợi nhất, làm hoạt động. Sau chiến tranh thế giới II cho đến thập niên 80, nó tiếp tục được cải tiến một bước. Những nhóm người nói trên

thành lập hội đồng cổ đông. Dùng vốn tự có mua những tài sản để thanh khoản như chứng khoán ngắn hạn, để đầu tư hoặc dùng nó làm tài sản có, nhằm phát hành những chứng khoán mua lại khác, lấy sự luân chuyển trong giao dịch để sinh ra lợi tức.

Các quỹ này thu hút được các nhà đầu tư nhỏ ít vốn, các cá nhân có ít tiền tiết kiệm muốn sinh lợi cho những đồng tiền của mình. Họ bỏ vốn vào quỹ, những người quản lý dùng nó để đầu tư vào chứng khoán lãi suất cao. Rồi lại dùng chứng khoán lãi suất cao (hay chứng khoán dài hạn) này làm bảo đảm để phát hành hoặc mua đi bán lại chứng khoán ngắn hạn khác. Lợi tức được chia theo tháng hoặc nửa năm một lần và cao hay thấp là phụ thuộc vào kết quả kinh doanh.

Các quỹ này chiếm một mảng lớn tiền nhàn rỗi trong nền kinh tế và vận động nó vào thị trường tài chính. Nó đóng góp khá quan trọng trong việc lôi cuốn những người dân ít tiền nhất, lợi tức dư không nhiều, thu nhập thấp vào những dịch vụ đầu tư vừa làm lợi cho chính họ vừa tạo vốn luân chuyển cho sản xuất và trao đổi.

#### 5.3.6. Các quỹ trợ cấp và hưu trí

Kế hoạch làm lợi từ những đồng lương hưu ít ỏi đã bắt đầu ở Hoa Kỳ từ năm 1870 và lan rộng ra các nước khác từ đầu thế kỷ XX. Những người đã về hưu có thể thông qua cơ quan trả hay cấp hàng tháng. Những người chưa về hưu có thể yêu cầu cơ quan hoặc xí nghiệp trả trợ cấp hưu cho mình, bắt đầu (hàng tháng hoặc hàng năm) chuyển dần số tiền mình được hưởng khi về hưu vào một quỹ nào đó do ông ta hay bà ta chỉ định.

Quỹ hưu sẽ bắt đầu tính lãi suất cho đương sự kể từ ngày nó nhận tiền. Sau đó nó dùng vốn nói trên đầu tư vào chứng khoán để tạo ra lãi cho quỹ. Vì lượng tiền hưu và lãi suất phải trả hàng tháng hoặc hàng năm là một con số hầu như được xác định trước và rất định kỳ, cho nên phần lớn vốn của Quỹ được xem như có thời gian rất chủ động và rất dài. Do vậy, các quỹ thường đầu tư vào chứng khoán hoặc tài sản dài hạn để có lãi cao.

Các công ty hoặc đơn vị kinh doanh có từ 1000 công nhân trở lên (đôi khi ít hơn) ở các nước công nghiệp luôn luôn thành lập cho mình một quỹ trợ cấp và hưu trí (Retirement and Pension Funds) như thế. Thay vì trả tiền hưu hoặc trợ cấp cả gói, họ trả từng tháng, rồi dùng lượng vốn còn lại ấy kinh doanh hoặc đầu tư. Bằng cách như vậy, các quỹ không những tạo thêm vốn hoạt động cho nền kinh tế và thị trường tài chính nói riêng, mà còn tạo thêm lợi tức cho những người đã về hưu hoặc có trợ cấp, giúp họ có cuộc sống về già sung túc hơn.

Bảng 5.8. cho biết khái lược về tình hình và tính chất hoạt động của quỹ này. Nguồn vốn của nó 100% là lương hưu và trợ cấp của công nhân. Đầu tư chủ yếu để làm ra lợi tức của nó là vào chứng khoán dài hạn và các tài sản sinh lãi ổn định khác. Nó cho vay rất ít, chỉ trong những trường hợp có tính an toàn cao. Các quỹ này có nhiều điểm tương đồng với các công ty bảo hiểm sinh mạng ở phần trên.

**Bảng 5.8: Balance Sheet của một quỹ trợ cấp và hưu trí ở Hoa Kỳ  
tháng 1 năm 1981 (tỷ USD)**

TÀI SẢN CÓ			TÀI SẢN NỢ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Chứng khoán dài hạn	220,1	45,0	Tiền hưu và trợ cấp cả gói phải trả	488,8	100
Chứng khoán ngắn hạn	6,1	1,2			
Cho vay	12,1	2,5			
Các khoản gửi có kỳ hạn tại các NHTG khác	11,3	2,3			
Cho vay có thể chấp	13,9	2,8			
Tài sản khác	225,3	46,2			
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>488,8</b>	<b>100,0</b>	<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>488,8</b>	<b>100,0</b>

### **5.3.7. Các công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán.**

Trong những năm 1800, các đơn vị kinh doanh trên thế giới thường dựa vào ngân hàng, hoặc thông qua ngân hàng, để phát hành hay mua lại chứng khoán của họ. Các ngân hàng sau khi giám định tình hình tài sản và năng lực của công ty, bắt đầu lựa chọn loại chứng khoán, giá cả và số lượng rồi tiến hành phát hành vào thị trường tài chính.

Ngân hàng tiếp tục theo dõi các công ty về tình hình làm ăn sau khi phát hành chứng khoán (để có thêm vốn mới), khả năng mua lại chứng khoán có nổi hay không. Đồng thời các ngân hàng cũng là người giới thiệu cung cấp thông tin cần thiết về chứng khoán và công ty cho các đối tượng cần mua.

Đến khoảng những năm 1870, ở Luân Đôn, Paris và New York đã có sự xuất hiện của một vài công ty tư nhân làm những việc như vậy. Vào lúc ấy, các công ty này đảm nhiệm 2 nhiệm vụ rất đơn giản: (1) Giám định các công ty cần phát hành chứng khoán rồi ôm cả gói chứng khoán để phát hành ra thị trường. Lợi tức là phần chênh lệch giữa giá bè mặt (giá thực tế) của chứng khoán và giá thị trường của chứng khoán theo cung cầu. (2) Giới thiệu cho các khách hàng biết về từng loại chứng khoán, đặc điểm, lãi suất.... và ai cần thì cố vấn cho họ nên mua loại chứng khoán nào.

Các công ty loại này phát triển rất mau lẹ. Nhiều công ty trở thành những đại lý phát hành chứng khoán chuyên nghiệp cho hàng trăm tập đoàn sản xuất lớn, thí dụ như các công ty Morgan Stanley, Salomon Brothers của Mỹ. Ngày nay, chúng ta gọi các công ty này là những công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán (Security Brokers and Dealers). Bằng việc ôm cả gói chứng khoán, các công ty này nắm giữ những nguồn tài chính khổng lồ để hoạt động cái mà người ta vẫn gọi là Thị trường chứng khoán (Security Market). Phần sau, chúng ta sẽ trở lại một cách chi tiết hơn hoạt động của loại thị trường và các công ty tài chính đặc biệt này.

Có thể tóm tắt như sau:

1) Bảy loại hình tiêu biểu của tổ chức tài chính: Tổ chức tín dụng, Hiệp hội cho vay và tiết kiệm, Công ty bảo hiểm, Công ty tài chính, Quỹ tương trợ, Quỹ hưu trí, các Công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán, hợp thành mạng lưới các đơn vị ngoài ngân hàng hoạt động trên thị trường tài chính.

2) Các đơn vị trên không phải là ngân hàng. Điều khác nhau cơ bản nằm ở chỗ nó không phải lo lắng như các NHTG về những biện pháp điều tiết hoặc quản lý được áp dụng bởi NHTW như: tỷ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất chiết khấu, quy định lãi suất, quản lý hành chính, nhân sự khác...

3) Tuy nhiên, hoạt động của các tổ chức tài chính này gần giống NHTG, nó cũng huy động tiền gửi từ quần chúng và cho vay hoặc đầu tư để kiếm lời. Ở các nước tư bản phát triển, nó vẫn được phép mở tài khoản tiền gửi không kỳ hạn, cho phép người gửi dùng séc hoặc thẻ tín dụng như các NHTG. Năm công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán hàng đầu của nước Mỹ là Merrill Lynch, Morgan Stanley, Salomon Brothers, First Boston, Goldman, Sachs và American Express, mỗi năm bán ra vài ba trăm tỷ USD trên các loại thẻ tín dụng như Visa Card, Master Card, Traveler's Card giống như Card điện thoại công cộng ở Việt Nam nhưng hoàn toàn được dùng để tiêu xài và rút tiền mặt khi cần. Nó là một loại hình của tiền, và thực sự trên cơ sở đó, các tổ chức tài chính, không khác gì NHTM cũng tạo ra tiền ngân hàng.

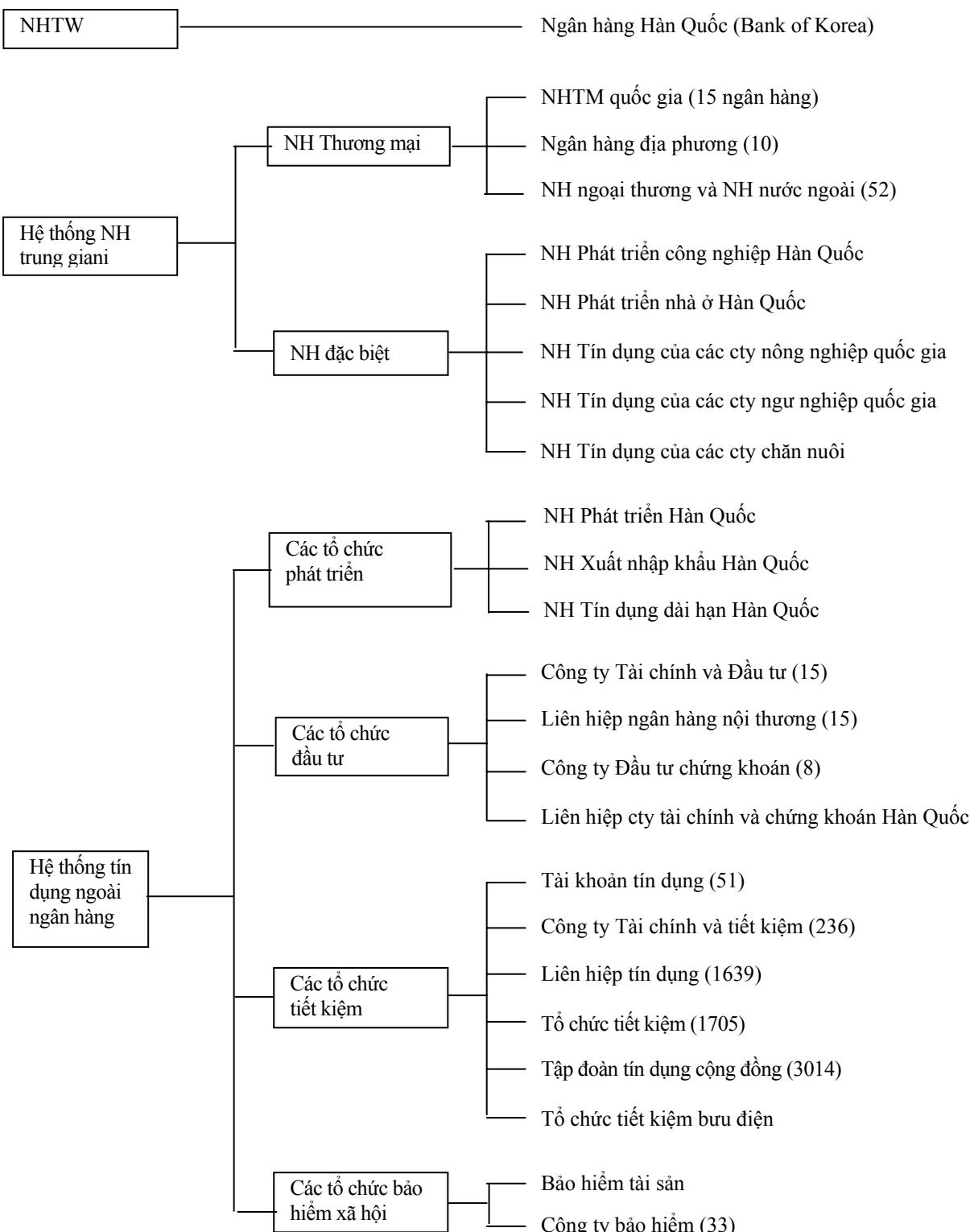
4) Nếu NHTG là cầu nối giữa NHTW và nền kinh tế, thì các tổ chức tài chính nói trên lại là cầu nối chi tiết hơn giữa mọi thành phần nhân dân có thu nhập với hoạt động kinh tế và tài chính.

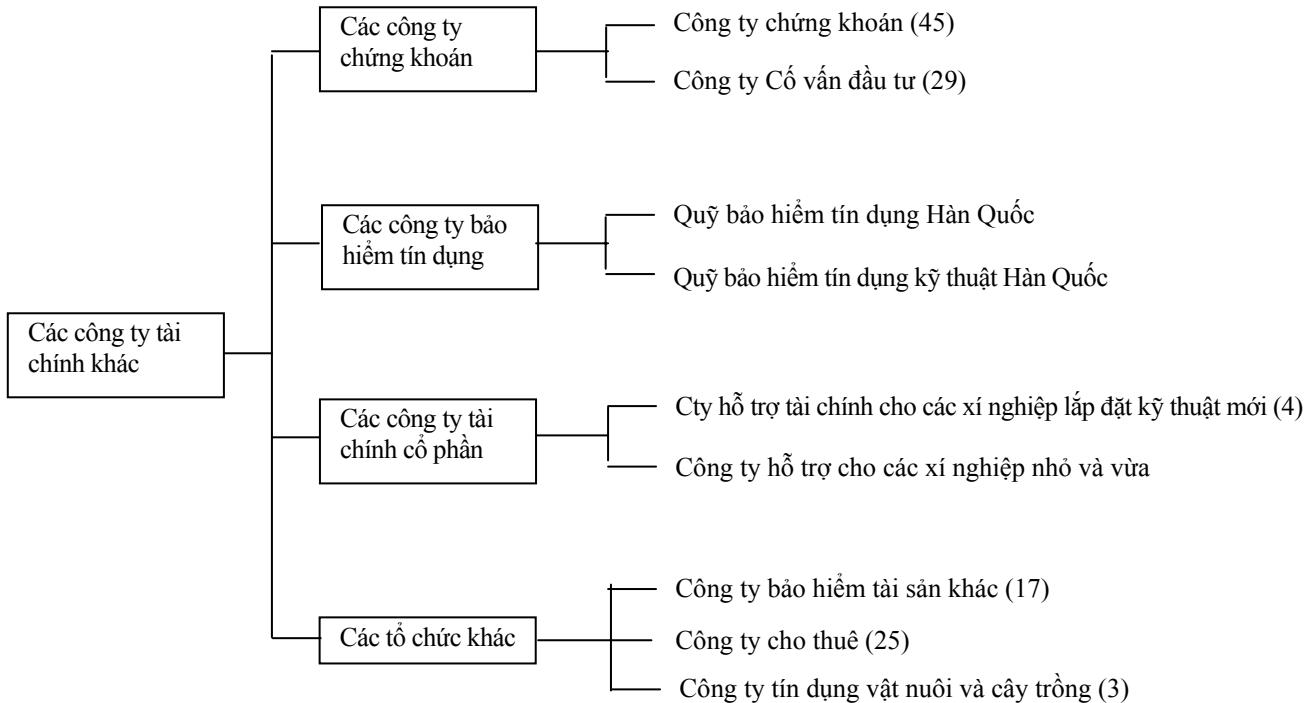
5) Nói cách khác từ NHTW đến các NHTG, các tổ chức tài chính, chính sách tiền tệ, cung ứng tiền được lan truyền, tác động đến đời sống từng người một trong nền kinh tế. Thông tin ảnh hưởng được phản hồi.

6) Ba bộ phận trên hợp thành Hệ thống kín về tài chính và tiền tệ. Người ta cũng gọi đây là Hệ thống kín của hoạt động tài chính - tiền tệ trong hoạt động ngân hàng.

Bảng 5.9 và 5.10 là những khái quát về mối quan hệ giữa 3 bộ phận trên (Hệ thống NHTW, Hệ thống NHTG, Hệ thống các tổ chức tài chính) trong hoạt động tài chính, tiền tệ ở Nhật Bản và Hàn Quốc. Cần lưu ý rằng trong Hệ thống tài chính tiền tệ của 2 nước, NHTW là định chế công cộng mang tính quản lý, điều tiết chiến lược, NHTG và tổ chức tài chính có nhiều loại hình sở hữu hơn (nhà nước, tư nhân, liên doanh, cổ phần...) là những đơn vị tác nghiệp chủ chốt trên thị trường.

**Biểu đồ 5.11: Hệ thống tài chính Hàn Quốc cho đến tháng 6 năm 1996**





## Chương 6 - HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

Một ngân hàng trung ương hiện đại có bộ máy tổ chức và hoạt động khá đa dạng. Tùy theo sự khác nhau về độ lớn và tính phức tạp của nền kinh tế, hoạt động của nó rất muôn hình muôn vẻ. Có điều là được sinh ra để phục vụ có những mục đích giống nhau trên nền tảng của cùng một lý thuyết, cho nên các ngân hàng trung ương có thể khác nhau về mức độ phức tạp và khối lượng công việc, nhưng những hoạt động chính thì về cơ bản là giống nhau hoàn toàn.

Hoạt động của ngân hàng trung ương ở hầu hết các nước hiện nay có thể quy về những nhóm công việc chính sau đây.

### 6.1. PHÁT HÀNH TIỀN

#### 6.1.1. Nguyên lý của việc phát hành tiền

Ngân hàng trung ương là ngân hàng độc nhất của mỗi quốc gia, được quy định bởi Luật, chịu trách nhiệm chính trong việc thay mặt chính phủ phát hành tiền mặt pháp định. Tiền này có hiệu lực sử dụng bắt buộc trong toàn quốc như phương tiện trao đổi. Vì tiền mặt được xem là loại tiền mạnh nhất trong hệ thống tiền tệ và hơn nữa, thông qua nó, tiền gửi có kỳ hạn và không kỳ hạn được hình thành, cho nên hoạt động cung ứng tiền của Ngân hàng trung ương tác động một cách trực tiếp đến độ tăng giảm của tổng cung tiền tệ trong nền kinh tế, từ đó ảnh hưởng đến cả sản xuất và tiêu dùng.

Đơn vị trực thuộc NHTW chịu trách nhiệm công tác phát hành là Vụ phát hành tiền. Về nguyên tắc, có những quy định nhất định chi phối việc phát hành của NHTW trên 2 phương diện cơ bản: thời điểm phát hành và số lượng phát hành. Những nguyên tắc này trả lời câu hỏi nên gia tăng hay giảm cung ứng tiền? Vì sao tăng hoặc giảm? Tăng giảm loại cung ứng tiền nào ( $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  hay  $L$ )? Tăng giảm vào lúc nào? Tăng hay giảm bao nhiêu? Và bằng biện pháp nào?

Trong phần IV tiếp sau chúng ta sẽ đi vào chi tiết các nguyên tắc nói trên về cung ứng tiền tổng hợp. Phần này chỉ quan tâm đến những khía cạnh chi phối việc phát hành của riêng tiền mặt. Một cách đương nhiên, nhiều nguyên tắc ở phần IV vì chi phối cung ứng tiền tổng hợp, nó chi phối luôn cả cung ứng tiền mặt. Do vậy, trong phần sau chúng ta sẽ phải nhắc lại một số chủ đề liên quan đến vấn đề đang bàn. Riêng đối với tiền mặt, như đã phân tích ở phần I, nó chỉ có thể được phát hành thêm khi chính phủ vay nợ hay nói cách khác, có người cho vay trong nền kinh tế.

Ngược dòng một chút ít lịch sử sẽ giúp chúng ta có thể hiểu được hệ thống hơn. Từ những năm 1844 ở Anh quốc, 1848 ở Pháp, 1875 ở Đức, 1897 ở Thụy Điển, 1914 ở Hoa Kỳ..., các quốc gia trên thế giới lần lượt có một ngân hàng độc quyền phát hành tiền, sau này là NHTW. Vào lúc bấy giờ, tiền giấy được giấy nợ của ngân hàng dùng để thay thế những đồng tiền vàng hoặc bạc đã từng được sử dụng trong lưu thông. Tiền giấy lúc ấy là tín tệ và cơ sở để nó được lưu hành là niềm tin của nhân dân về việc tiền có thể đổi ra vàng bất cứ lúc nào. Chịu ảnh hưởng bởi nguyên tắc thông hóa của David Ricardo, chính phủ các nước cột chặt việc phát hành tiền hay phiếu nợ vào dự trữ vàng. Vàng trở thành một loại hàng hóa để bảo chứng giá trị cho tiền giấy. Thay vì đưa tiền vàng ra lưu thông, nói một cách khác, các nước cho lưu hành tiền giấy với một số lượng giá trị tương đương dự trữ vàng, và cùng cam kết rằng bất kỳ người dân nào có nhu cầu lấy tiền vàng, đều có thể đem tiền giấy đến NHTW hoặc chi nhánh của nó để chuyển ra vàng.

Chế độ tiền giấy có bảo chứng vàng đã cát thúc việc phát hành theo dự trữ vàng mà NHTW có được vào từng thời điểm. Những đơn vị tiền lúc ấy là một giấy nợ tương đương với một khoản vàng trong dự trữ của NHTW. Sau khi các nước lần lượt bãi bỏ chế độ phát hành theo dự trữ vàng vào thập niên 20 và 30 của thế kỷ XX và chuyển sang chế độ tiền giấy pháp quy, tiền giấy không còn bị cột chặt vào bất kỳ một loại hàng hóa cố định nào khác.

Thế nhưng, khi tiền giấy không còn bị ràng buộc theo quý kim như ngày xưa, thì số lượng tiền cần phát hành vào nền kinh tế sẽ là bao nhiêu? Dĩ nhiên, nền kinh tế không thể có quá ít tiền giấy, vì một lượng tiền giấy quá ít dùng để trao đổi một số lượng hàng hóa nhiều hơn, sẽ làm cho mỗi đơn vị của tiền trao đổi được nhiều hàng hóa. Giá trị của tiền lúc này tăng lên bởi giá cả của hàng hóa (hay số lượng đơn vị tiền cần có để đổi lấy một đơn vị hàng hóa) giảm đi. Tuy nhiên, điều đó sẽ làm cho giới sản xuất, kinh doanh mất lời và họ sẽ thu hẹp sức sản xuất. Hệ quả là sản lượng sẽ suy giảm. Hơn nữa, lượng tiền quá ít sẽ hạn chế khả năng và cường độ trao đổi trong sản xuất, lưu thông. Điều này cùng với những lý do khác mà chúng ta sẽ phân tích sau, nhanh chóng làm giảm tiêu dùng và đầu tư. Kết quả cuối cùng sẽ làm cho nền kinh tế trở nên trì trệ, suy thoái.

Mặt khác, nền kinh tế cũng không thể và không nên có quá nhiều tiền giấy hơn mức mà nó cần. Vì lượng tiền quá thừa sẽ làm cho sức trao đổi của nó trở nên kém do cần có nhiều đơn vị tiền hơn để đổi lấy những số lượng hạn chế về hàng hóa. Giá cả của hàng hóa chắc chắn sẽ leo thang và đời sống của nhân dân sẽ trở nên mất ổn định.

Một lượng tiền vừa đủ với nhu cầu của nền kinh tế là điều cần thiết. Thế nhưng bao nhiêu là vừa đủ?. Từ những thập niên 20, các chính phủ chịu ảnh hưởng bởi Nguyên lý trao đổi của nhà kinh tế học Irving Fisher, đã quan niệm rằng khối lượng tiền cần được tạo ra cho nền kinh tế ( $M$ ), trong đó tiền mặt là bộ phận hạt nhân, phụ thuộc vào 3 biến số  $P$ : Mức giá cả bình quân của hàng hóa tại thời điểm đang xét trong nền kinh tế,  $Q$  (hay  $T$ ): Tổng số lượng các đơn vị hàng hóa, sản phẩm và dịch vụ do nền kinh tế tạo ra tại thời điểm nói trên và  $V$ : là vận tốc vòng quay tiền tệ, đo lường số lần mà tiền tệ đã chuyển dịch để tạo ra tổng giá trị hàng hóa  $Q$  nói trên.

Để dễ nhận thức hơn về biến số  $V$ , Fisher giải thích rằng giả định nền kinh tế cần 250 tỷ đơn vị tiền trong một năm nào đó và thực sự trong năm nói trên, các cơ quan hữu quan đã cung ứng đủ 250 tỷ cho nền kinh tế. Với 250 tỷ nói trên, nền kinh tế vận hành sản xuất và trao đổi. Sau 1 năm, tổng giá trị sản phẩm hàng hóa được tạo ra trong nền kinh tế có giá trị là 1.000 tỷ. Như vậy, theo Fisher, mỗi đơn vị tiền đã phải quay vòng bình quân là 4 lần trong trao đổi trong 1 năm để tạo ra tổng giá trị số lượng nói trên ( $250 \times 4 = 1.000$ ). Nói cách khác, tiền tệ đã chuyển dịch từ hình thái sản phẩm này, người chủ này, sang hình thái sản phẩm khác hay người chủ khác bình quân là 4 lần 1 năm và chu chuyển ấy đã tạo ra 4 lần giá trị số lượng ban đầu (250 tỷ) để thành một tổng số lượng là 1.000 tỷ. Ngoài ra cũng có nghĩa rằng mỗi đơn vị tiền tệ bình quân đã được nhân dân giữ trong tay 3 tháng mới sử dụng kinh doanh một lần.

Với những biến số như thế, Fisher đưa ra phương trình, được gọi tên là Phương trình trao đổi, với nội dung như sau:

$$M \cdot V = P \cdot Q \quad (6.1)$$

Hay tích số giữa tổng khối tiền tệ mà nền kinh tế cần trong năm, với vận tốc chu chuyển bình quân của tiền cũng trong năm ấy sẽ tương đương với mức giá bình quân nhân với số lượng của đơn vị sản phẩm và dịch vụ được nền kinh tế tạo ra trong năm.

Từ phương trình trên Fisher rút ra 2 phương trình khác có liên quan, đó là:

$$M = \frac{P \cdot Q}{V} \quad (6.2)$$

và

$$\frac{M}{P} = \frac{Q}{V} \quad (6.3)$$

Phương trình 2 cho biết rằng lượng cung ứng tiền danh nghĩa ( $M$ ) sẽ phụ thuộc vào tích số  $P \cdot Q$  chia cho  $V$ , với lượng cung ứng tiền thực tế  $L$ , với  $L = \frac{M}{P}$  (phương trình 3) sẽ phụ thuộc vào  $Q$  chia cho  $V$ . Một nền kinh tế luôn hướng tới một việc cố gắng ổn định giá cả bằng cách thay đổi chính sách cung ứng tiền,  $P$  và  $V$  được xem là không đổi hoặc chỉ thay đổi với

những tỷ lệ không đáng kể. Lúc đó, cả cung ứng tiền danh nghĩa M và cung ứng tiền thực tế L đều phụ thuộc vào Q (tức sản lượng trong nền kinh tế). Q tăng, M và L sẽ tăng theo, ngược lại, Q giảm thì M và L sẽ phải giảm theo. Số lượng tăng giảm cụ thể là bao nhiêu, sẽ được xác định đơn giản thông qua lắp ráp các thông số Q, V và P vào các phương trình trên.

Chúng ta sẽ thấy rằng trong thực tế P và V không là hàng số và ngoài 3 tác nhân trên, trong một nền kinh tế hiện đại, còn có nhiều tác nhân khác tham gia vào việc quyết định M và L (Sẽ được phân tích trong nội dung của phần 4). Điều quan trọng ở đây là tư tưởng của Fisher đã ảnh hưởng đến nguyên tắc phát hành tiền của các NHTW và chính phủ trong một khoảng thời gian khá dài từ sau những năm của thập niên 20. Cho đến bây giờ nguyên tắc đơn giản bằng vàng của Fisher, trên đại thể, vẫn còn tiếp tục đúng. Đó là: nhà nước và NHTW chỉ nên phát hành thêm tiền ra thị trường khi và chỉ khi có những đơn vị hàng hóa, sản phẩm, dịch vụ mới được sản xuất tăng thêm trong nền kinh tế. Ngược lại, nếu số lượng sản phẩm được tạo ra trở nên ít hơn trước thì phải rút bớt tiền về nếu muốn tiếp tục giữ cho giá cả hàng hóa ổn định, không lạm phát mà cũng không giảm phát.

Nguyên tắc trên đã từng được giải thích bằng câu chuyên vui về chiếc bánh Fisher. Điều Fisher muốn nói là giả định vận tốc vòng quay tiền tệ không đổi, giá của những chiếc bánh do nền kinh tế tạo ra sẽ phụ thuộc vào lượng bánh được sản xuất ra và khối lượng tiền do NHTW cung ứng. Cho rằng nền kinh tế chỉ sản xuất ra độc nhất một loại hàng hóa là bánh và 1 năm tạo ra được 10 chiếc bánh. Nếu NHTW cung ứng vào nền kinh tế 20 đồng tiền, giá của mỗi chiếc bánh sẽ là 2 tiền. Hay nói cách khác, cần có 2 tiền để có thể đổi được một bánh.

Bây giờ giả sử vào năm sau nền kinh tế tạo ra 20 bánh. Nếu NHTW không phát hành thêm tiền, thì chỉ có 20 tiền tương ứng với 20 bánh. Bánh trở nên thừa và sự thiếu tiền sẽ làm cho chỉ cần 1 tiền đã đổi được 1 bánh. Giá cả của bánh bây giờ là 1 tiền. So với thời điểm trước, giá đã tụt xuống hay không còn ổn định nữa.

Trong trường hợp NHTW muốn giữ cho giá bánh ổn định ở mức 2 tiền một chiếc bánh mì thì cần phải phát hành thêm tiền để tương ứng với lượng sản phẩm mới phát sinh thêm là 10 chiếc bánh. 10 chiếc bánh mới cũng có giá 2 tiền một chiếc, thì NHTW phải đưa ra thêm 20 tiền. Lúc ấy tổng cung tiền là 40, tổng sản phẩm là 20 bánh. Giá mỗi chiếc sẽ ổn định ở mức 2 tiền.

Giả định ngược lại cũng hoàn toàn đúng khi bánh giảm xuống chỉ còn 5 chiếc. Để giá cả không đổi với mức 2 tiền cho một bánh, lượng tiền được cung ứng phải tối đa không quá ( $5 \times 2$ ) = 10 tiền. Nghĩa là NHTW phải rút bớt tiền về khi số lượng sản phẩm được tạo ra trong nền kinh tế giảm đi.

Với những nguyên nhân trên, từ thời của Fisher cho đến bây giờ, các NHTW và Vụ phát hành tiền của nó về nguyên lý, chỉ phát hành thêm tiền khi có những tài sản hoặc dịch vụ mới phát sinh thêm vào nền kinh tế. Trong xã hội hiện đại, mọi thứ đều là hàng hóa. Trái phiếu của nhà nước hay của các công ty, vàng, tiền ở Quỹ tiền tệ quốc tế, ngoại tệ, các loại chứng thư tài sản khác... đều là hàng hóa, là tài sản mà chính phủ, giới kinh doanh hoặc tư nhân đều có thể sử dụng nó để thế chấp vay tiền. Khi có các đối tác như chính phủ, doanh nghiệp hoặc nước ngoài đem một hoặc nhiều loại tài sản như vậy đến ký quỹ tại NHTW để xin vay, tài sản có của Vụ phát hành tiền (hay của NHTW) trên cột trái của bảng 6.1 sẽ tăng lên, và để cân đối nợ - có, Vụ phát hành tiền sẽ phát hành ra một lượng tiền mới bằng giá trị của các ký quỹ (hay tài sản có) mới phát sinh dưới dạng cho vay. Đó là nguyên tắc phát hành.

Bản thân sự phát hành có ký quỹ (Collaterals) là một nghiệp vụ phát hành thuần túy, bởi vì các ký quỹ nói trên là một dạng của hàng hóa sản phẩm. Phát hành thêm tiền có sự đảm bảo của hàng hóa sản phẩm mới tăng thêm sẽ không làm cho giá cả biến động. Đến khi các thân chủ nói trên muốn lấy ký quỹ về, đương nhiên họ phải đem những khoản vay bằng tiền mặt đến trả lại cho NHTW. Lúc đó, tài sản có của NHTW giảm đi hay nói cách khác, lượng tài sản mới phát sinh thêm biến mất. Nhưng tương ứng với điều đó, tài sản nợ là các khoản tiền giấy đã phát hành (vì tiền giấy là một dạng của phiếu nợ) cũng giảm đi vì một lượng tiền ngoài lưu thông đã được rút về kho của NHTW theo sự trả nợ của các thân chủ.

Bảng 6.1 còn cho thấy rằng, loại tài sản thông dụng nhất của tài sản có các NHTW, hay nói cách khác kí quỹ thông dụng nhất cho việc phát hành, là các loại phiếu nợ của Kho bạc. Nó chiếm đến 85,9% tài sản có. Ngoài ra, chỉ có ngoại tệ là loại tài sản mà các NHTW quan tâm. Bên tài sản nợ, khoản nợ chủ yếu và lớn nhất của các NHTW vẫn là tiền mặt đã phát hành và đang được các thành phần nhân dân giữ trong tay, chiếm đến 88,42% tổng các khoản nợ của NHTW.

**Bảng 6.1: Balance Sheet của Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ  
ngày 1 tháng 2 năm 1996 (Tỷ USD)**

TÀI SẢN CÓ			TÀI SẢN NỢ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Vàng	11,052	2,51	Tiền mặt đã phát hành	389,371	88,42
SDRs của Quỹ tiền tệ quốc tế	10,168	2,31	Dự trữ ký gửi của các NHTG	25,122	5,71
Các loại quý kim khác	0,153	0,12	Ký gửi của kho bạc	8,21	1,86
Các khoản cho NHTG vay	0,015	0	Ký gửi của các NHTW nước ngoài	0,165	0,04
Tài sản ở các đại lý liên bang	2,634	0,6	Các loại ký gửi khác	0,406	0,09
Hối phiếu kho bạc	184,355	41,87	Các loại tín dụng chưa thanh toán	5,239	1,19
Tín phiếu kho bạc	149,785	34,02	Các khoản nợ và lợi tức chưa chia khác	4,181	0,95
Trái phiếu kho bạc	44,069	10,01	Vốn phải trả	3,996	0,91
Tài sản đang thu hồi	6,374	1,45	Các loại vốn nợ khác	3,654	0,83
Ngoại tệ (Deutsche-Mark, Yen)	19,798	4,5			
Tài sản cố định	1,134	0,26			
Các loại tài sản khác	10,447	2,35			
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>440,344</b>	<b>100,0</b>	<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>440,344</b>	<b>100,0</b>

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin April 1996, P.A11*

### 6.1.2. Các cách phát hành tiền

Điều quan trọng tiếp theo là bằng cách nào NHTW đưa các phiếu nợ của nó (hay tiền mặt, tiền pháp định) đến tay mỗi cá nhân trong xã hội. Cho đến nay, việc phát hành tiền của NHTW được thực hiện thông qua 5 cửa:

#### 6.1.2.1. Phát hành qua ngõ chính phủ

Nếu đối với đất nước và cộng đồng, chính phủ là một định chế quản lý hành chính và bảo vệ sự toàn vẹn của cộng đồng, thì trong nền kinh tế, chính phủ là một đơn vị kinh tế có thu và chi bình thường như các đơn vị kinh tế khác. Quản thủ việc thu chi của chính phủ là Bộ Tài chính. Giữ tiền cho chính phủ là Kho bạc nhà nước. Một cách đơn giản, Bộ Tài chính và Kho bạc giống như Kế toán trưởng và Thủ quỹ của một đơn vị kinh doanh là chính phủ.

Nguồn thu của chính phủ được trực tiếp thực hiện bởi Thủ quỹ là Kho bạc. Thông thường, chính phủ có các loại thu như sau: Thuế (là khoản tiền mà nhân dân phải đóng góp để chi cho những hoạt động cần thiết của chính quyền do mình bầu ra), lợi tức từ sản xuất kinh doanh của khu vực kinh tế công cộng, lợi tức từ việc cho thuê đất đai, cảng, bến cảng, lợi tức từ việc cho đấu giá khai thác tài nguyên công cộng hoặc viện trợ của nước ngoài. Trong các khoản thu nói trên, thuế là nguồn thu chủ chốt luôn chiếm khoảng 90% (hoặc hơn) tổng nguồn thu của chính phủ.

Nguồn thu của chính phủ là một khoản tài chính rất khổng lồ. Thông thường nó chiếm khoảng từ 1/4 đến 1/3 tổng thu nhập quốc dân hay tổng giá trị số lượng hàng hóa dịch vụ (GDP) do nền kinh tế nội địa tạo ra trong năm. Tổng nguồn thu từ thuế của Hoa Kỳ chiếm khoảng 25% GNP, của Vương Quốc Anh là hơn 1/3 và ở Đan Mạch là xấp xỉ 1/2 GNP. Mặc dù nguồn thu chính của chính phủ là rất lớn, nhưng không phải lúc nào nó cũng đủ để cung ứng cho những chi tiêu cần thiết của bộ máy chính quyền.

Những chi tiêu của chính phủ tập trung chủ yếu vào các khoản chi thường xuyên như chi để trả lương cho mạng lưới cán bộ công nhân viên chức trong tất cả các ngành từ trung ương đến địa phương, chi cho giáo dục, y tế, an ninh quốc phòng, tiếp khách nước ngoài (ngoại giao), trợ cấp xây dựng cơ sở vật chất, hoặc cung cấp cơ sở hạ tầng như đường sá, cầu cảng, bến cảng, điện, nước, điện thoại, nhà xưởng, kho bãi, phi trường... Ngoài ra còn có các khoản chi không thường xuyên như chi để bù lỗ cho một vài khu vực công nghiệp quốc doanh kém hiệu quả nào đó, chi cho cứu viện thiên tai, lũ lụt, hạn hán, chi để trợ giá nông phẩm khi cần thiết, hoặc các loại chi đột xuất khác.

Tình trạng thu chi của chính phủ được thể hiện qua cái gọi là Ngân sách quốc gia. Ngân sách thường ở vào một trong 3 trường hợp sau:

- Khi tổng thu lớn hơn tổng chi: ta có Ngân sách thặng dư (chính phủ thừa tiền để tiêu xài)
- Khi tổng thu = tổng chi: ta có Ngân sách thặng bằng (chính phủ vừa đủ tiền để tiêu xài)
- Khi tổng thu nhỏ hơn tổng chi: ta có một Ngân sách thâm hụt (chính phủ thiếu tiền để sử dụng)

Với 2 tình trạng trên, hoạt động ngân sách không ảnh hưởng đến hoạt động của NHTW. Nhưng khi ngân sách thâm hụt (tình trạng sau cùng), tình hình ngân sách bắt đầu tác động đến chính sách tiền tệ. Bởi vì, chính phủ sẽ phải vay tiền để bù đắp thâm hụt. Hoạt động vay của ngân sách sẽ rơi vào một trong 3 cách:

- Vay của nhân dân bằng cách phát hành trái phiếu kho bạc.
- Vay của nước ngoài.
- Vay của NHTW.

Cách vay thứ nhất không ảnh hưởng đến mức cung ứng tiền của NHTW. Khi chính phủ phát hành trái phiếu (thí dụ như công trái ở Việt Nam) nhân dân bỏ tiền ra để mua trái phiếu tức là đã cho chính phủ vay. Chính phủ dùng chính số tiền ấy để chi tiêu và tiền lại ra thị trường. Lượng tiền mặt ở ngoài lưu thông hầu như vẫn không đổi. Đến kỳ, chính phủ thu được thuế, có tiền để trả cho dân, Kho bạc lại thu trái phiếu về, NHTW thực chất không phải phát hành thêm tiền.

Nhưng khi chính phủ bù đắp thâm hụt bằng cách thứ hai và thứ ba, NHTW buộc phải phát hành thêm tiền. Với cách thứ hai, khi chính phủ vay của nước ngoài, lượng tiền vay được dưới các hình thức hàng hóa, vàng hoặc các loại ngoại tệ. Những loại tài sản này đem về thường cũng phải ký quỹ ở NHTW để chuyển đổi thành tiền mặt, và như vậy, có nghĩa là NHTW phải phát hành thêm dưới dạng cho chính phủ vay.

Khi NHTW trực tiếp cho chính phủ vay (cách thứ 3), vì chính phủ nhất thời không vay được của nhân dân hoặc của nước ngoài, lượng tiền mặt lưu thông sẽ tăng lên thông qua chi tiêu của chính phủ. Chính phủ vay trực tiếp của NHTW theo 3 dạng: (1) vay ứng trước tạm thời (3 tháng hoặc 6 tháng, chờ chính phủ thu được thuế sẽ bù), (2) vay ứng trước có kỳ hạn (vay trong cả năm tài chính, chờ các năm sau sẽ trả một lần hoặc trả từng đợt. Điều này diễn ra khi sự thâm hụt đã được chính phủ dự liệu trước vì những mục tiêu nhất định), (3) vay ứng trước vĩnh viễn, khi mà chính phủ vay quá nhiều lần và không có khả năng trả nợ.

Để NHTW luôn đảm bảo được nguyên lý phát hành tiền có tài sản ký quỹ, chính phủ muốn vay cũng phải đem tài sản đến thế chấp mới được vay y hệt như các đối tượng xin vay khác (NHTG, tổ chức nước ngoài chẳng hạn). Loại tài sản mà chính phủ có và có thể đem đến ký quỹ, thế chấp thường là:

- Vàng (hoặc chứng thư vàng)
- Các loại ngoại tệ mạnh.
- Trái phiếu của chính phủ (hối phiếu, trái phiếu, tín phiếu).
- Cổ phiếu doanh nghiệp khu vực công.
- Cổ phiếu ở các công ty liên doanh khai thác tài nguyên hoặc sản xuất khác...
- Chứng thư đất đai, quyền sở hữu, tài sản các loại.

Khi NHTW cho chính phủ vay tiền và có thể chấp các loại nói trên, người ta gọi đó là những nghiệp vụ phát hành tiền lành mạnh, vì thực ra lượng tiền mặt ngoài lưu thông tăng thêm đã có các loại tài sản, sản phẩm nói trên làm cân bằng, cho nên giá cả hàng hóa ngoài thị trường không biến động lớn. Việc phát hành thêm những lượng tiền mặt mới đã làm cho những khoản nợ bên tài sản nợ của NHTW tăng lên, nhưng sự tăng lên này đã có những tài sản có (do thế chấp) tăng lên làm thăng bằng. Trường hợp xấu nhất là khi chính phủ vay của NHTW mà hoàn toàn không có gì để thế chấp ngoài lưu thông (do chỉ tiêu của chính phủ) mà không hề có sự tăng thêm sản phẩm, dịch vụ hoặc hàng hóa để làm thăng bằng. Tiền mặt sẽ đột ngột trở nên thừa hơn hàng hóa, và do vậy giá cả sẽ bắt đầu leo thang vì một đơn vị hàng hóa bây giờ cần phải có nhiều đơn vị tiền hơn trước để trao đổi.

Đây là tình trạng lạm phát giá cả khi chính phủ buộc NHTW phải xuất tiền cho vay suông mà không hề có thế chấp, như thời kỳ chính quyền quân sự (1954 - 1962) ở Hàn Quốc, hoặc ở Bolivia năm 1985 gần đây. Vì lý do đó, để đảm bảo cho giá cả không leo thang do việc vay tiền của chính phủ (nghiệp vụ cho chính phủ vay là một nghiệp vụ phát hành thêm tiền mặt của NHTW), các chính phủ thường phải được Quốc hội, hoặc tự bản thân mình, áp định số lượng xin vay hoặc ứng tiền hàng năm ở một mức tối đa nào đó (theo tỷ lệ trên GNP hoặc GDP) và không được phép vượt qua bằng bất cứ hình thức nào. Đó là cách mà chính phủ nước Pháp vẫn phải làm trong các năm gần đây (bảng 6.2) để bảo vệ sự ổn định giá cả, không để sự thâm hụt ngân sách tác động quá mạnh đến chính sách tiền tệ của NHTW.

**Bảng 6.2: Thâm hụt ngân sách và sự áp định mức vay mượn tối đa của chính phủ Pháp 1993 - 1997.**

Chỉ số Năm	Thâm hụt ngân sách của chính phủ		Tổng nợ của chính phủ trong nền kinh tế (%GDP)	Áp định mức vay mượn tối đa (% GDP)
	Tỷ FRF	% trên GDP		
1993	318	4,5	44,1	5,8
1994	300	4,1	47,1	5,1
1995	267	3,5	49	4,2
Dự kiến 1996	233	3	49,5	3
Dự kiến 1997	200	2,5	49,1	2

Nguồn: Banque de France - Annual Report 1995 - P.41

### 6.1.2.2. Phát hành qua ngoã thị trường mở

Thị trường mở (open market) là một khái niệm chỉ 5 chủ thể:

- Thị trường tài chính sơ cấp hay còn gọi là thị trường cấp một (Primary Financial market).
- Thị trường tài chính thứ cấp (Secondary Financial market).
- Thị trường vốn (Capital Market).
- Thị trường tiền tệ (Money Market).
- Các thị trường tài chính khác (Other Financial Markets).

Chương 8 chúng ta sẽ đi vào chi tiết lề lối tổ chức và hoạt động của 5 loại thị trường này. Ở đây, một cách tổng quát có thể nói rằng, thị trường mở là thị trường tài chính - tiền tệ hay là nơi mua bán các loại phiếu nợ, chứng thư tài sản và các loại hình khác có vốn và tiền... gọi chung là chứng khoán (Security).

Khi chính phủ muốn bù đắp sự thâm hụt của ngân sách bằng cách vay của nhân dân, hình thức phát hành các loại phiếu nợ như: công trái, trái phiếu đô thị, hối phiếu kho bạc và các loại khác... là phương tiện vay vốn phổ biến. Thông thường, chính phủ ủy nhiệm việc phát hành các loại phiếu nợ (để vay của dân) này cho đại lý của nó là NHTW. Khi NHTW thay mặt chính phủ đưa phiếu nợ ra thị trường thứ nhất để phát hành, nhân dân, các công ty tài chính đem tiền mua phiếu nợ, tiền mặt sẽ được NHTW thu về giao lại cho chính phủ. Đó là nghiệp vụ bán trên thị trường mở của NHTW. Với nghiệp vụ này, NHTW thu hẹp cung ứng tiền mặt ngoài thị trường.

Dĩ nhiên không phải đợi cho đến khi chính phủ nhờ phát hành, bản thân NHTW cũng có chứng khoán riêng của nó do tích lũy hoặc do các đơn vị khác thế chấp. Khi cần thu hẹp tiền mặt ngoài lưu thông, NHTW vẫn trực tiếp thực hiện nghiệp vụ bán như một hoạt động điều tiết bình thường.

Ngược lại với nghiệp vụ bán (Sale Operations) là nghiệp vụ mua (Purchase Operations). Nếu NHTW muốn phát hành thêm tiền mặt ra thị trường thông qua thị trường mở, nó đơn giản dùng tiền mặt mua chứng khoán trên thị trường thứ hai hoặc các thị trường tài chính khác. Khi nhân dân, các NHTG, các tổ chức tài chính doanh nghiệp... bán chứng khoán cho NHTW, chứng khoán về tay ngân hàng, ngược lại tiền mặt trong nền kinh tế tăng lên.

Phát hành tiền bằng nghiệp vụ mua trên thị trường mở cũng được xem là một nghiệp vụ phát hành thuần túy, bởi vì tiền tăng thêm trong lưu thông đã được cân đối bởi lượng chứng khoán, một dạng của hàng hóa, sản vật, tăng thêm trong tài sản có của NHTW. Đây là cách phát hành phổ biến nhất ở hầu hết tất cả các nước đã và đang phát triển trên thế giới.

#### **6.1.2.3. Phát hành qua ngõ của ngân hàng trung gian**

Trong hoạt động của mình, việc thỉnh thoảng thiếu hụt tiền mặt bất ngờ là điều bình thường ở các ngân hàng trung gian (NHTG). Khi NHTG thiếu hụt tiền mặt không đủ cho những chi trả hoặc cho vay gấp theo hợp đồng đã thỏa thuận, nó có 4 cách để xử lý:

- Bán chứng khoán hoặc tài sản đang có ra để thu tiền mặt cần cho nhu cầu.
- Phát hành chứng khoán riêng của nó như các loại kỳ phiếu, tín phiếu...
- Vay của các NHTG hoặc các tổ chức tài chính khác dưới hình thức vay nóng (Call Loans).
- Vay của NHTW.

Hai cách đầu tiên thực hiện rất chậm, cần nhiều thời gian. Cách thứ 3 và 4 giải quyết được ngay nhu cầu. Khi NHTG đến vay của NHTW, nó cũng phải đem tài sản thế chấp. Cách vay này gọi là vay chiết khấu (Discount Borrowing), lãi suất vay được gọi là lãi suất chiết khấu (Discount Rate) và đứng về phía NHTW, cho vay như thế là cho vay dưới hình thức cứu cánh cho vay cuối cùng thông qua cửa ngõ chiết khấu (Discount Window).

Chi tiết về loại cho vay này sẽ được bàn sau. Điều thực tế ở đây là khi NHTW cho NHTG vay tiền, tiền mặt sẽ thông qua NHTG để tới tay nhân dân. Đó là một hình thức phát hành thêm tiền mặt của NHTW. Nếu những khoản cho vay này cũng là cho vay có thể chấp hàn hoi, không phải là cho vay suông dưới hình thức cấp vốn, thì nó là một nghiệp vụ phát hành thuần túy như các loại hình phát hành trên. Trong 6 tháng đầu năm 1994, NHTW Nhật Bản đã cho các NHTG vay như là một nghiệp vụ phát hành với số tiền 6.362,7 tỷ Yen. Trong 6 tháng đầu năm 1995 lượng cho vay này là 4.396 tỷ Yen.

#### **6.1.2.4. Phát hành qua ngõ thị trường vàng và ngoại tệ**

Đất nước nào cũng có những dự trữ vàng và ngoại tệ nhất định. Dự trữ chính thức nằm tại Kho bạc của chính phủ dưới dạng dự trữ quốc gia (National Reserves). Dự trữ không chính thức nằm rải rác ở các NHTG, các tổ chức kinh tế, và trong tay của nhân dân... Vàng hay ngoại tệ đến tay các đối tượng trên bằng nhiều cách. Các NHTG có quyền và có thể mua bán

vàng, ngoại tệ mỗi ngày. Nó sở hữu các loại tài sản này là việc đương nhiên. Các đơn vị kinh doanh thông qua quá trình mua bán, xuất nhập khẩu cũng có thể có vàng, ngoại tệ. Nhân dân có thể có 2 loại này bằng cách đem tiền mặt đi mua ở các ngân hàng, các tiệm vàng hoặc do nhân dân ở nước ngoài gửi cho. Từ năm 2000 đến 2008, mỗi năm người Việt ở hải ngoại gửi tiền về cho thân nhân họ ở Việt Nam dưới hình thức quà biếu, hoặc trực tiếp bằng ngoại tệ xấp xỉ 3 - 5 tỷ USD.

Dự trữ không chính thức hình thành một thị trường mua bán rất sôi động và tùy theo sự cho phép hay không cho phép của chính quyền, thị trường vàng và ngoại tệ có thể là công khai hay sôi động ngầm ngầm như các loại thị trường chợ đen (Illegal Markets). Người ta thường có khuynh hướng xếp thị trường vàng và ngoại tệ vào nhóm thị trường tiền tệ trong 5 nhóm thị trường mở.

Khi NHTW muốn can thiệp vào thị trường ngoại tệ để điều tiết tỷ giá ngoại hối, cách làm phổ biến nhất là thực hiện các nghiệp vụ mua hoặc bán trên thị trường này. Bằng việc tung tiền mặt ra thị trường ngoại tệ để mua USD, Yen, hoặc các đồng tiền khác và vàng, NHTW một mặt làm tăng tài sản có của nó ở Hạng mục vàng và ngoại tệ (xem bảng 6.1), có nghĩa là làm tăng dự trữ quốc gia chính thức, mặt khác nó làm tăng lượng tiền mặt trong nền kinh tế một khoản tương đương với phát sinh bên tài sản có. Đây là một hình thức của phát hành tiền qua ngõ thị trường vàng và ngoại tệ.

### **6.1.2.5. Phát hành cân đối**

Cuối cùng, NHTW cũng phát hành thêm tiền để cân đối nợ có trong bản quyết toán của nó mỗi khi có sự gia tăng một cách không chủ động của các khoản mục bên tài sản có.

Những hình thức gia tăng tài sản, sản phẩm một cách thụ động trong nền kinh tế và trong tài khoản của NHTW đến từ các nguyên nhân như:

- Chính phủ nhận được viện trợ phát triển của nước ngoài dưới dạng hàng hóa, vàng và ngoại tệ.
  - Chính phủ vay nợ nước ngoài để phát triển kinh tế.
  - Các đơn vị kinh doanh, các ngân hàng trong nước vay nợ nước ngoài.
  - Đầu tư trực tiếp (Foreign Direct Investment) từ nước ngoài vào tăng nhanh.
  - Kinh tế tăng trưởng nhanh hơn mức bình thường.
- ...

Sự tăng lên của USD, SDRs, ngoại tệ, tài sản khác và các loại sản phẩm, dịch vụ trong nền kinh tế từ các nguyên nhân vừa kể, buộc NHTW phải phát hành thêm tiền mặt để giữ cho giá cả hàng hóa ổn định, không tụt xuống. Hơn nữa, một phần lớn SDRs, ngoại tệ, vàng và tài sản khác... sau khi từ các nước ngoài tràn vào sẽ được chính phủ, các NHTG hoặc các tổ chức kinh tế sử dụng như ký quỹ để vay tiền tại NHTW. Đó chính là lý do để Vụ phát hành phải xuất thêm tiền.

Toàn bộ lượng tiền mặt mà NHTW đã phát hành vào một thời điểm nhất định nào đó trong nền kinh tế được gọi là tiền ngoài lưu thông hay cơ sở tiền tệ (hoặc Tiền cơ sở: Monetary Base). Cơ sở tiền tệ có 2 bộ phận: (1) Tiền mặt mà nhân dân và các tổ chức kinh tế đang lưu giữ trong túi, trong két sắt của họ. Bộ phận này, vì thế, còn được gọi là tiền mặt trong tay nhân dân (Currency Outside Banks), và (2) Tiền mặt nằm tại kho NHTG dưới dạng dự trữ bắt buộc. Đây là những khoản tiền do nhân dân gửi vào và ngân hàng giữ lại một ít làm dự trữ để phòng khi nhân dân đến rút tiền mặt bất ngờ, không cho vay hết. Bộ phận này được gọi là tiền mặt dự trữ trong Ngân hàng (Banking Reserves).

Dự trữ bắt buộc quyết định mức cung ứng tiền séc của các NHTG (chúng ta sẽ phân tích điều này trong chương 7). Do vậy, sự tăng giảm của dự trữ bắt buộc, cuối cùng, tác động đến mức cung ứng tiền  $M_1$ . Ở những nước đang phát triển, khi nhân dân chưa quen dùng séc trong thanh toán, tiền mặt của Vụ phát hành tiền trở thành phương tiện lưu thông chủ yếu. Nghĩa là, việc cung ứng tiền  $M_1$  bao gồm 2 bộ phận là séc và tiền mặt lưu thông (xem bảng 2.4). Khi chúng ta hiểu rằng  $M_1$  là bộ phận quan trọng nhất của Tổng cung tiền tệ (Monetary Aggregates), chúng ta sẽ thấy rằng, bằng việc quản lý phát hành tiền mặt và dự trữ bắt buộc,

NHTW sẽ quyết định tổng cung tiền tệ và do vậy, sẽ tác động đến toàn bộ tổng cầu, tiêu dùng, đầu tư, giá cả và sản lượng quốc gia.

## 6.2. CHỦ NGÂN HÀNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG TRUNG GIAN

Với vai trò là ngân hàng trung tâm của các NHTG và hệ thống tài chính trong mỗi quốc gia, NHTW thực hiện những công việc rất quan trọng cho các NHTG và hệ thống tài chính. Những công việc đó là:

### 6.2.1. Trung tâm thanh toán, chuyển nhượng, bù trừ của các ngân hàng trung gian

Khi mà mọi NHTG đều có tài khoản và lưu giữ tiền mặt thặng dư cùng với dự trữ bắt buộc của họ tại NHTW, tất cả những thanh toán lẫn nhau giữa các NHTG đều có thể thực hiện được dễ dàng thông qua việc ghi chép trong sổ theo dõi của NHTW. Để đơn giản hóa vấn đề và làm dễ hiểu hơn hoạt động này, chúng ta giả định rằng có 2 ngân hàng A và B là 2 NHTG trong nền kinh tế. Hai ngân hàng này đều có mở tài khoản tại NHTW (ngày nay mọi NHTG đều làm như thế một phần vì lợi ích mà họ có được, một phần vì Luật quy định như vậy). Giả sử tài khoản ấy có số hiệu lần lượt là 001 và 002. Tại NHTW, Vụ kinh doanh ngân hàng, bộ phận chuyên theo dõi hoạt động giữa các NHTG, sẽ mở 2 cuốn sổ theo dõi cho mỗi ngân hàng. Giả định nội dung đơn giản của các ghi chép là như sau:

Có	TK001	Nợ	Có	TK002	Nợ
Tiền mặt: 4,000	Tiền gửi của nhân dân	7,000	Tiền mặt: 2,000	Tiền gửi của nhân dân	4,000
Dự trữ: 3,000			Dự trữ: 2,000		
Σ Có: 7,000	Σ Nợ: 7,000		Σ Có: 4,000	Σ Nợ: 4,000	

Nghĩa là ngân hàng A gửi tại NHTW 7.000 đơn vị tiền tệ. Đây là những khoản tiền gửi của nhân dân, và vì lý do riêng, nó đem gửi lại tại NHTW. Ngân hàng B chỉ có 4.000 ký gửi tại NHTW. Vào một ngày bất kỳ nào đó, giả sử các chủ nhân của A dùng séc để thanh toán tiền mua hàng cho các chủ nhân của B hết 3000. Ngược lại, cùng trong thời gian ấy, nhiều chủ khác của B lại cũng dùng séc để trả nợ cho một vài chủ nào đó của A mất 1.000. Sau khi những người nhận thanh toán bắt đầu đem séc nộp vào các ngân hàng, ngân hàng A có được 1.000 séc do B cung cấp. Hay nói cách khác B nợ của A là 1.000 trong khi B có được của A là 3.000 séc. Nghĩa là A nợ lại của B 3.000 do việc chủ nhân của A đã chi tiêu cho chủ nhân của B.

Chúng ta dễ dàng thấy rằng sau khi bù trừ, A sẽ còn nợ B là 2.000. Quá trình bù trừ và thanh toán nợ này sẽ diễn ra ở NHTW thay vì A và B làm việc trực tiếp với nhau để rồi cuối cùng A chờ qua cho B một xe tiền có giá trị bằng 2.000. Cả hai ngân hàng A và B hoặc cùng nộp tất cả các séc vào cho NHTW, hoặc báo cho NHTW bằng điện tín về các giao dịch. NHTW sẽ thực hiện các nghiệp vụ ghi vào sổ theo dõi cho A và B. Kết quả còn lại sau khi các khoản thanh toán bằng séc đã được nộp về Vụ kinh doanh ngân hàng là:

Có	TK 001	Nợ	Có	TK 002	Nợ
Tiền mặt 4000	Tiền gửi của 8000		Tiền mặt 1000	Tiền gửi của 3000	
Dự trữ 3000			Dự trữ 2000		
Séc của 1000					
NH B					
Σ Có 8000	Σ Nợ 8000		Σ Có 3000	Σ Nợ 3000	

Bước thứ nhất, NHTW ghi chép vào tài khoản 001 trước. Ngân hàng A có thêm được 1.000 do các thân chủ của nó nộp séc của ngân hàng B vào. Cho nên từ mức nợ là 7.000, ngân hàng A nợ nhân dân tăng lên 1.000 là 8.000. Bên cạnh đó, vì A đã nộp 1.000 séc của ngân hàng B về cho NHTW, cho nên khoản ký gửi của nó tại NHTW tăng lên 1.000. Séc ở đây cũng được xem là tương đương tiền mặt, nên bên cột trái của Tài sản có của ngân hàng A tại NHTW, lượng tài sản ký gửi từ 7.000 tăng lên thành 8.000. Về phía tài khoản 002 của ngân hàng B, do một số người gửi tiền đã sử dụng séc thanh toán cho các chi tiêu của họ mất 1.000, tài sản mà nó nợ nhân dân chỉ còn 3.000 thay vì 4.000 như trước. Tuy nhiên, do séc của nó cấp đã trở thành tài sản có của ngân hàng A, NHTW đã chuyển mất của nó 1.000 tiền mặt qua cho A. Và do vậy tiền mặt mà nó gửi tại NHTW chỉ còn 1.000.

Tiếp tục qua bước thứ hai, NHTW ghi chép vào tài khoản 002 của ngân hàng B. Vì B đem nộp vào NHTW đến 3.000 tiền séc của A, nên tiền mặt của nó tăng lên thêm 3.000, tương ứng với việc nó nợ nhân dân thêm 3.000 do việc họ nộp séc vào. Ngân hàng B bắt đầu nợ nhân dân 6.000 và đổi lại nó có tiền gửi tổng cộng tại NHTW cũng là 6.000.

Về phía ngân hàng A, có 3.000 tiền séc của nó đã được nhập qua ngân hàng B. Nó nợ B là 3.000, do vậy NHTW chuyển 3.000 từ tài sản có của nó qua tài sản có của ngân hàng B. Ngân hàng A chỉ còn tiền ký gửi là 5.000 tại NHTW nhưng bên cạnh đó, nó cũng chỉ nợ nhân dân có 5.000, bởi vì một số thân chủ đã chi tiêu mất 3.000 tiền séc của họ.

Có	TK002	Nợ	Có	TK002	Nợ
Tiền mặt: 1,000	Tiền gửi của nhân dân 6,000		Tiền mặt: 1,000	Tiền gửi của nhân dân 5,000	
Dự trữ: 2,000			Dự trữ: 3,000		
Séc của A: 3.000			Séc của B: 1,000		
$\Sigma$ Có: 6,000	$\Sigma$ Nợ: 6,000		$\Sigma$ Có: 5,000	$\Sigma$ Nợ: 5,000	

Điều đáng lưu ý là khi chưa có nghiệp vụ nào phát sinh, tổng ký gửi của cả 2 ngân hàng ở Ngân hàng trung ương là 11.000, khi có một ít nghiệp vụ giao dịch phát sinh, tổng tiền gửi của cả 2 ngân hàng vẫn là 11.000. Tuy nhiên, vào giai đoạn sau tài sản có của B (6.000) nhiều hơn của A (5.000) trong khi ở giai đoạn trước tài sản có của A (7.000) nhiều hơn của B (4.000). Số tiền gửi tổng cộng tại Ngân hàng trung ương vẫn không đổi nhưng nó đã chuyển sở hữu một số từ A qua B thông qua việc ghi chép “Có - Nợ” trong sổ theo dõi.

Điều tương tự cũng xảy ra nếu Ngân hàng A quyết định chuyển cho B là 2.000 dưới hình thức cho B vay. Thông qua việc ghi chép của NHTW, tài sản có của A sẽ giảm đi 2.000 tương ứng với 2.000 tăng lên trong tài sản có của B, và B với tài sản có lớn hơn trước có thể tiếp tục dùng nó để thanh toán cho các ngân hàng hoặc thân chủ X, Y nào đó của mình. Với hoạt động theo dõi thanh toán, chuyển nhượng và bù trừ giữa các NHTG, chỉ có rất ít tiền mặt phải chạy ra lưu thông, hầu hết tài sản vẫn nằm nguyên trong kho của NHTW nếu mọi thanh toán trong nền kinh tế đều thông qua ngân hàng. Trong trường hợp này, chỉ có những ghi chép “có - nợ” trong sổ của NHTW là chuyển động, phản ánh việc quyền sở hữu về tiền, tài sản ký gửi đã chuyển từ NHTG này sang các NHTG khác hoặc ngược lại, NHTW giống như một chủ ngân hàng mà các NHTG còn lại là các thân chủ, các khách hàng, cùng gửi tiền và có tài khoản ở một ngân hàng giống như quan hệ giữa một NHTG bất kỳ với các công chúng khác nhau của họ.

### **6.2.2. Quản lý hoạt động dự trữ bắt buộc của hệ thống ngân hàng trung ương:**

Hoạt động thanh toán bù trừ và chuyển nhượng tài sản có cho các NHTG của NHTW sở dĩ tiến hành được, vì một trong những nguyên nhân chính đó là NHTW là ngân hàng có trách nhiệm quản lý tất cả dự trữ bắt buộc bằng tiền mặt của các NHTG.

Từ thời nguyên thủy của hoạt động ngân hàng mà chúng ta đã nghiên cứu ở chương 4, khi chưa hề có NHTW và bất kỳ một sự quản lý hành chính nào khác, các chủ ngân hàng tư nhân thời ấy, khi dùng tiền gửi của nhân dân để tiến hành cho vay lãi, một cách tự giác đã sớm có ý thức rằng ngân hàng của mình muôn tồn tại, điều cần phải đạt được là niềm tin của nhân dân hay những người đã gửi tiền. Nếu vào một lúc bất kỳ nào đó, chủ ngân hàng lỡ tay cho vay hết sạch tiền mặt, hoặc lượng tiền mặt để lại còn quá ít thì điều rủi ro xảy ra là, nếu lúc ấy lại có một vài thân chủ đem chứng thư tới để đổi lấy tiền mặt cho những chi tiêu đột xuất của họ. Việc ngân hàng không có tiền để chi trả cho công chúng, và câu hỏi ngân hàng đã dùng tiền của họ để làm gì, tiền của họ hiện nay đã ở đâu sẽ nhanh chóng lan ra. Công chúng trong cơn lo ngại về tài sản đã gửi, sê ùa nhau đến ngân hàng để rút tiền. Không có một ngân hàng nào có thể đòi nợ từ tài khoản đã cho vay về kịp với nhu cầu tiền mặt trong những trường hợp như vậy. Ngân hàng sẽ vỡ nợ, kéo theo những hậu quả rất nặng nề trong nhiều năm đối với các ngân hàng khác lẫn các tổ chức kinh tế và đời sống nhân dân.

Bởi lý do đó, để duy trì niềm tin của nhân dân và tránh những cơn hoảng loạn về tài chính, các chủ ngân hàng đều phải tự động hiểu rằng cần phải có những khoản tiền mặt tối thiểu được giữ lại phòng ngừa cho những biến cố như vậy. Khái niệm tiền mặt dự trữ (Cash Reserves) đã hình thành một cách ngẫu nhiên. Số lượng dự trữ được để lại là bao nhiêu vào mỗi khoảng thời gian? Tỷ lệ % giữa dự trữ trên tổng tiền gửi của nhân dân?... hoàn toàn tùy thuộc vào cách tính toán và tài xoay sở của mỗi ngân hàng, mà không hề có bất kỳ mức chung nào hay một sự áp đặt nào cho đến thế kỷ XIX.

Năm 1826, các chủ ngân hàng tư nhân của Anh quốc bắt đầu nhận thấy rằng việc mở một tài khoản tiền gửi ở ngân hàng Anh là có lợi, vì ngân hàng Anh, tuy cũng là một ngân hàng tư nhân, nhưng vì là một ngân hàng lớn nhất nước, mau chóng trở thành ngân hàng có tiền được phép độc quyền lưu hành trên lãnh thổ, và nhất là nó đã trở thành ngân hàng của chính phủ. Thay vì giữ những khoản tiền mặt (lúc ấy là tiền đúc bằng vàng do nhân dân gửi) dưới dạng dự trữ tại kho của mình không tạo ra được đồng lãi nào, bằng việc đem gửi dự trữ ấy vào Ngân hàng Anh, các ngân hàng còn lại vừa kiểm được lãi một cách trọn vẹn tất cả những khoản tiền do nhân dân ký thác, vừa giữ được quan hệ với Ngân hàng Anh. Cả 2 điều “tiện và lợi” đã dần dần dắt tất cả các ngân hàng chuyển dự trữ tối thiểu về gửi tại Ngân hàng Anh. Cho đến 1854, tại hầu hết các quốc gia đã có một ngân hàng độc quyền giống Ngân hàng Anh, tình hình tương tự cũng diễn ra một cách rất nhanh chóng.

Đầu thế kỷ XX, một phương thức mới về quản lý dự trữ đã được hình thành cho các ngân hàng độc quyền phát hành, lúc đó vẫn chưa được gọi là NHTW. Cuộc khủng hoảng tài chính tại Hoa Kỳ năm 1907 là nguyên nhân của một chuỗi cõi gắng, kéo dài cho đến năm 1913, để cho ra đời Luật dự trữ liên bang Hoa Kỳ (Federal Reserve Act) vào cuối năm 1913. Luật ấy đã khai sinh ra Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ như một NHTW và đặc biệt là giao cho nó quyền được áp đặt tỷ lệ dự trữ tối thiểu mà các NHTG phải để lại trên tổng ký gửi của nhân dân. Thuật ngữ Dự trữ bắt buộc (Required Reserves) và Tỷ lệ dự trữ bắt buộc (Required Reserve Ratio) ra đời. Sau khi các NHTW khác trên toàn thế giới bắt đầu học theo phương thức này, các NHTG còn lại trong nền kinh tế các nước không còn cái quyền được tự nguyện hay tự giác để lại dự trữ là bao nhiêu theo cảm tính hoặc tính toán của mình nữa, mà bắt đầu phải tuân theo một tỷ lệ dự trữ nhất định do NHTW quy định.

Vào thời gian đầu, dự trữ bắt buộc này được ký gửi tại các NHTW vẫn còn được NHTW trả lãi tuy khá thấp. Sau cuộc khủng hoảng 1929 - 1933, Mỹ và các nước lần lượt bỏ chế độ trả lãi trên một số khoản dự trữ bắt buộc của các NHTG. Thí dụ như năm 1932, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ chỉ cho phép các ngân hàng thành viên của nó được kê các khoản gửi có lãi của họ tại Hệ thống là một phần của dự trữ bắt buộc. Những ngân hàng còn lại phải ký gửi dự trữ bắt buộc không lãi tại hệ thống. Cho đến những thập niên gần đây, sau một vài cải cách, các NHTG ở các nước công nghiệp đã được phép tính dự trữ bắt buộc trong những khoảng thời gian nhất định, trung bình một đơn vị thời gian là 2 tuần, thay vì thường xuyên như trước. Tuy nhiên, những khoản dự trữ ký gửi tại NHTW, theo luật, vẫn không được trả lãi.

Việc cho phép tính dự trữ bắt buộc theo đơn vị thời gian thay cho dự trữ thường xuyên là một thay đổi lớn vào thập niên 80. Nếu các NHTG bị bắt buộc phải dự trữ thường xuyên với tỷ lệ, giả sử, 10% trên tổng ký gửi của nhân dân, thì điều đó có nghĩa là khi có một người gửi thêm vào NHTG 1.000, NHTG phải cắt đi 10% khoản tiền này (tức là 100) về kho của NHTW như dự trữ bắt buộc, không lãi, trong suốt mọi thời điểm cho đến khi 1.000 đó được nhân dân rút ra hay đã xài hết bằng séc. 100 đó hoàn toàn không được đụng tới, mặc dù có những thời điểm NHTG vô cùng kẹt tiền mặt, trong khi nó vẫn phải tiếp tục trả tiền lãi cho người gửi cho khoản 100 nói trên. Do vậy, nó như một loại chi phí đánh vào lợi tức của các NHTG và hạn chế rất nhiều khả năng phát triển tài sản của các ngân hàng.

Với chế độ tính dự trữ theo đơn vị thời gian, thí dụ như 2 tuần (15 ngày), các NHTG khỏe hơn rất nhiều. Nếu nó hoàn toàn nắm chắc trong tay rằng vào ngày thứ 14 hoặc 15, sẽ có những khoản thu tiền mặt chính xác đủ lớn để khi chia bình quân cho mỗi ngày, nó vẫn đạt mức dự trữ quy định, nó hoàn toàn có quyền cho vay hết và thậm chí đưa dự trữ xuống bằng 0 trong một số ngày đầu. Bởi vì mức dự trữ lúc ấy, không còn là yêu cầu bắt buộc cho bất kỳ thời điểm nào mà là bình quân mỗi ngày trong vòng 15 ngày. Cho nên miễn là những khoản tiền để lại và những khoản tiền mặt đang trong quá trình thu hồi của nó cho đến ngày thứ 15 vừa đủ mức bình quân theo quy định, nó vẫn là ngân hàng được xem như đã đảm bảo dự trữ bắt buộc.

Chính sách trên giúp các NHTG cơ hội vay dụng được tối đa khả năng cho vay từ các nguồn tiền do nhân dân gửi: và do đó, tăng cường được năng lực cạnh tranh, năng lực kinh doanh và lợi nhuận của hệ thống ngân hàng. Những năm gần đây, đơn vị thời gian nói trên ở các nước công nghiệp thay đổi từ mức 7 ngày (như ở Nhật Bản) đến mức 15 ngày (như ở Hoa Kỳ).

Hiện nay, trong hoạt động quản lý dự trữ, NHTW phân ra các loại dự trữ sau:

*1) Tổng dự trữ:*

Tổng dự trữ (Total Depository Institution Reserves) viết tắt là TR, là tổng các khoản tiền mặt mà hệ thống NHTG và một số tổ chức tài chính trong nền kinh tế lưu giữ tại NHTW hoặc tại ngân hàng mình dưới dạng dự trữ. Bởi vì, như chúng ta đã nghiên cứu ở phần trước, cơ sở tiền tệ (Monetary Base) viết tắt là MB bao gồm 2 bộ phận là tiền mặt trong nhân dân (C) và tổng tiền mặt dự trữ trong các ngân hàng, do đó:

$$TR = MB - C \quad (6.4)$$

*2) Dự trữ bắt buộc:*

Dự trữ bắt buộc (Required Reserves) viết tắt là RR, là những khoản dự trữ được quy định bởi luật. Dự trữ bắt buộc (RR) được tính bằng cách lấy tỷ lệ dự trữ bắt buộc (%) do NHTW quy định, nhân cho tiền gửi của nhân dân vào NHTG. Gọi tiền gửi của nhân dân vào ngân hàng là D. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc được quy định là  $\lambda$ , ta có:

$$RR = \lambda \cdot D \quad (6.5)$$

*3) Dự trữ dư thừa:*

Dự trữ dư thừa (Excess Reserves), viết tắt là ER, là những khoản tiền mặt dôi ra cao hơn dự trữ bắt buộc do các NHTG để lại vì lý do không cho vay được hết, hay không có đủ những điều đầu tư an toàn.

$$FR = TR - RR \quad (6.6)$$

Các ngân hàng luôn luôn có khuynh hướng kéo ER xuống bằng không. Tuy vậy vẫn có những ngân hàng có ER khá lớn vào cuối mỗi kỳ do hiệu quả kinh doanh không cao, không đủ khách hàng tin cậy để đầu tư. Việc theo dõi ER giúp NHTW biết được năng lực hoạt động của mỗi ngân hàng và tình hình chi phí, lợi nhuận của nó. Nếu ER dưới không, nó phản ánh khả năng phiêu lưu của chủ ngân hàng và NHTW với tín hiệu ấy, sẽ tìm cách chấn chỉnh ngay tình hình.

*4) Dự trữ vay mượn:*

Dự trữ vay mượn (Borrowed Reserves) viết tắt là BR là những phần dự trữ mà NHTG có được do vay mượn của NHTW ở cửa sổ chiết khấu.

*5) Dự trữ không vay mượn:*

Dự trữ không vay mượn (Non - borrowed Reserves), viết tắt là NBR, là những khoản dự trữ do NHTG tự để lại, không phải là khoản vay mượn của ai.

$$NBR = TR - BR \quad (6.7)$$

6) *Dự trữ tự do:*

Dự trữ tự do (Free Reserves) viết tắt là FR cũng là một đại lượng dùng để theo dõi tình hình hoạt động và ý thức lưu giữ dự trữ của các NHTG.

$$FR = BR - ER \quad (6.8)$$

Khi FR lớn hơn hoặc bằng 0, các NHTG đang bành trướng tài sản có thông qua vay mượn và hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

Khi  $FR < 0$  các NHTG đang hoạt động yếu, lượng cho vay và đầu tư phát triển chậm.

Bằng cách thay BR và ER từ đẳng thức (6.7) và (6.6) vào ta sẽ có:

$$FR = TR - NBR - (TR - RR)$$

Hay:

$$FR = RR - NBR \quad (6.9)$$

Đẳng thức (6.9) cho biết FR có thể phản ánh tình hình thừa thiếu dự trữ của các NHTG.

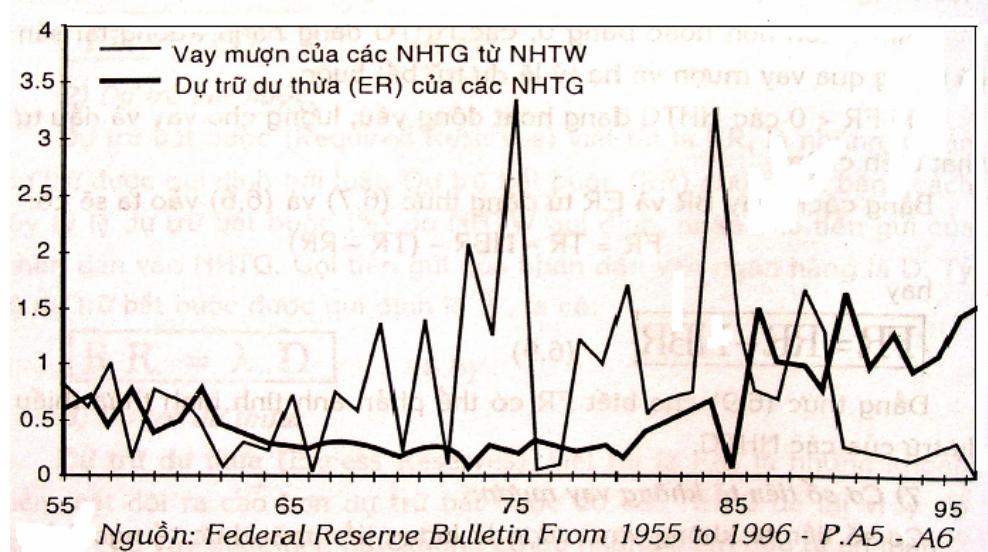
7) *Cơ số tiền tệ không vay mượn:*

Cơ số tiền tệ không vay mượn là lượng tiền mặt thực tế ngoài lưu thông, viết tắt là NB (Non-borrowed Base). Đẳng thức (6.10) cho chúng ta dễ dàng thấy là lượng tiền mặt ngoài lưu thông MB. MB bao gồm cả cơ số tiền tệ thực tế (NB) cộng với những vay mượn của các NHTG từ NHTW. Nhiều nhà kinh tế lập luận rằng NB phản ánh chính xác số lượng tiền mặt đã được cung ứng vào nền kinh tế hơn là MB.

$$NB = MB - BR \quad (6.10)$$

Cách phân chia các loại dự trữ như trên, trước tiên, giúp NHTW dễ theo dõi tình hình dự trữ và hoạt động của các NHTG. Nhưng điều quan trọng hơn là dễ dàng chọn lựa cách thức tác động đến việc cung ứng tiền và khả năng cấp phát tín dụng của hệ thống NHTG. Nếu NHTW muốn tác động đến BR, lúc đó cửa sổ chiết khấu và cho vay chiết khấu là công cụ quan trọng nhất, trong việc thắt chặt hay nói lỏng năng lực cho vay của các NHTG, hay nói cách khác, năng lực cung ứng tiền của chúng. Đây là cách mà Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ đã từng áp dụng từ năm 1933 cho đến 1983. Trong tình huống, NHTW chọn cách tác động đến NBR, lúc đó nghiệp vụ thị trường mở là vũ khí chiến lược hàng đầu của nó để mở ra hay buộc lại điều kiện dự trữ. Có nghĩa là nói lỏng hay thắt chặt cung ứng tiền. NHTW Hoa Kỳ áp dụng chính sách này từ cuối năm 1983 cho đến hiện nay, tháng 6 năm 1996.

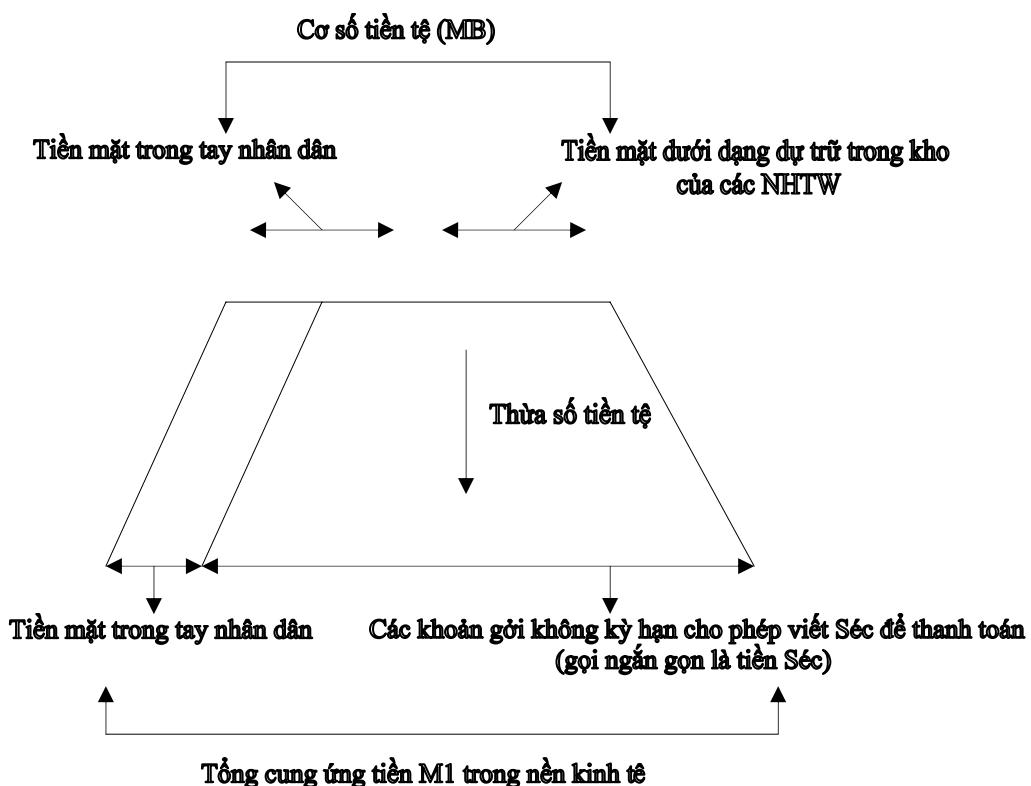
**Biểu đồ 6.1: Quan hệ giữa Dự trữ dư thừa (ER) và sự vay mượn của các NHTG từ Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ (1955 - 1996)**



Kinh nghiệm về việc theo dõi dự trữ dư thừa (ER) và tình hình vay mượn của các NHTG tại Hoa Kỳ từ năm 1955 cho đến hết tháng 4 năm 1996 còn cho thấy rằng những giai đoạn mà ER cao, vay mượn từ Ngân hàng trung ương của các NHTG là thấp đến rất thấp. Ngược lại, vào những thời điểm mà ER thấp, vay mượn ở cửa ngõ chiết khấu sẽ rất lớn. Biểu đồ 6.1 cho thấy quan hệ nói trên. Bởi vì cho các NHTG vay ở cửa ngõ chiết khấu là một hình thức phát hành của NHTW, do vậy để quản lý chính xác tình hình cung ứng tiền mặt vào nền kinh tế, các NHTW bắt buộc phải lập kế hoạch theo dõi ER để hạn chế kịp thời những khả năng vay mượn lớn từ phía NHTG do kẹt thanh toán bất ngờ.

Ngoài những hoạt động đã phân tích ở trên, đứng về phương diện lý thuyết, tỷ lệ dự trữ bắt buộc quyết định thừa số tiền tệ (Money Multiplier) và do vậy quyết định khả năng cung ứng tiền của các NHTG. Điều này sẽ được phân tích một cách chi tiết trong chương kế tiếp “Hoạt động của NHTG”. Ở đây chúng ta chỉ cần hiểu rằng Luật pháp giao cho NHTW quyền án định tỷ lệ dự trữ bắt buộc, và tỷ lệ dự trữ bắt buộc là đại lượng quan hệ mật thiết ngược chiều với thừa số tiền tệ. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao, làm giảm nhỏ thừa số tiền tệ và ngược lại. Mối quan hệ này được biểu diễn qua biểu đồ 6.2.

**Biểu đồ 6.2: Mối quan hệ giữa cơ sở tiền tệ đến Dự trữ bắt buộc và cung ứng tiền  $M_1$**



Lượng tiền mặt trong nhân dân là một đại lượng không đổi từ trên xuống dưới của biểu đồ 6.2 và nó là một bộ phận của  $M_1$ . Nhưng từ một khoản dự trữ bắt buộc nhỏ thôi, các NHTG đã tạo ra một tổng tiền séc khổng lồ hình thành nên bộ phận lớn nhất của  $M_1$ . Chính thừa số tiền tệ là tác nhân của hiện tượng này. Với một thừa số tiền tệ càng lớn, lượng tiền séc tạo ra từ một khoản dự trữ nhất định sẽ lớn theo và ngược lại. Do đó, khi NHTW quyết định thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc, nó thực sự làm thay đổi thừa số tiền tệ. Hệ quả tất yếu là lượng tiền séc được tạo ra trong nền kinh tế cũng thay đổi theo.

**Bảng 6.3: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc  
Do Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ quy định tháng 5/1996**

Loại tiền gửi	Tỷ lệ dự trữ bắt buộc	% tỷ lệ dự trữ	Ngày công bố
1) Tiền gửi không kỳ hạn từ 0 USD đến 52.000.000 USD 52.000.000 trở lên	3	19-12-1995	
	10	19-12-1995	
2) Tiền gửi có kỳ hạn	0	27-12-1990	
3) Tiền gửi bằng Euro-Dollars	0	27-12-1990	

Nguồn: Federal reserve Bulletin, May, 1996 - P.A9

Từ ngày 13 tháng 11 năm 1980 cho đến ngày 31 tháng 5 năm 1996, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc quy định cho các NHTG 7 lần. Đến ngày 31 tháng 5 năm 1996, tỷ lệ dự trữ bắt buộc được hình thành như bảng 6.3. Từ ngày 21 tháng 1 năm 1987 đến 31 tháng 12 năm 1995, NHTW Pháp (Banque de France) 6 lần thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc. Trong khoảng thời gian từ tháng 5 năm 1980 đến tháng 4 năm 1996, Deutsche Bundesbank, NHTW Đức, 9 lần thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong tiền gửi không kỳ hạn, 5 lần trong tiền gửi có kỳ hạn và 7 lần trong tiền gửi tiết kiệm. Ngày 1 tháng 10 năm 1991, NHTW Nhật Bản (Bank of Japan) giảm đồng loạt tỷ lệ dự trữ bắt buộc và quy định cho tất cả các loại tiền gửi khác nhau trong hệ thống ngân hàng. Có thể nói rằng quản lý dự trữ bắt buộc và tỷ lệ dự trữ bắt buộc là một trong những hoạt động chính của NHTW trong việc thiết lập những ý muốn điều tiết và ký trị của nó lên mức cung ứng tiền, hệ thống tài chính và nền kinh tế quốc gia.

### 6.2.3. Cứu cánh cho vay cuối cùng của hệ thống ngân hàng trung gian

Trong phân nghiên cứu hoạt động phát hành tiền của NHTW, chúng ta đã biết hoạt động cho vay từ NHTW đến các NHTG là một nghiệp vụ phát hành. Tuy nhiên, khi chúng ta xét đến nó như một khía cạnh của nghiệp vụ phát hành, chúng ta đã đặt NHTW vào vai trò chủ động trong hành động của nó vì mục tiêu phát hành. Nhưng không phải lúc nào các NHTW cũng chủ động được, có nhiều trường hợp cho vay của nó là thụ động, vì phải chừa cháy những khó khăn cấp cho các NHTG, thân chủ của nó.

Không có một NHTG, hay nói rộng hơn tổ chức tín dụng nào dám đảm bảo rằng, trong lịch sử hoạt động của mình, chưa từng có lúc kẹt tiền mặt. Những đợt rút tiền ô ạt của nhân dân vì lãi suất thấp, vì lạm phát cao làm cho lãi suất trở nên âm, vì có những tài sản khác hoặc các loại đầu tư khác có lãi suất cao hơn, hấp dẫn hơn, hoặc vì không còn đủ tin tưởng vào hoạt động của ngân hàng mình gửi tiền... sẽ rất dễ lan tràn và rất dễ làm cho NHTG trở nên vỡ nợ, không đủ tiền mặt để chi trả cho nhân dân. Trong những trường hợp như thế, khi mà NHTG không còn chỗ vay mượn nào khác, không thu hồi tiền cho vay về kịp, nó phải đến NHTW vay tiền như cứu cánh cho vay cuối cùng (Lender of Last Resort).

NHTW cho NHTG vay trên phương thức gọi là cho vay chiết khấu (Discount Lending). Hình thức cho vay trên là hình thức cho vay qua cửa sổ chiết khấu (Discount Window). Lãi suất của loại cho vay này gọi là lãi suất chiết khấu (Discount Rate). NHTW là ngân hàng duy nhất không thể vỡ nợ hay kẹt tiền mặt, đơn giản vì nó chỉ cần mất rất ít thời gian để in tiền mới trong những trường hợp khẩn cấp. Cho nên nó có thể cho bất cứ NHTG nào vay khi có nhu cầu. Nếu NHTG nhận tiền gửi của nhân dân với lãi suất 8% và cho vay sản xuất với lãi suất 10% để có lãi 2%, khi kẹt tiền mặt để trả cho dân, nó đến NHTW xin vay ở cửa sổ chiết khấu (với sự nộp vào các tài sản trái phiếu, cổ phiếu, thương phiếu... như thế chấp; collaterals), NHTW cho nó vay tiền mặt với lãi suất cũng 8% như nó đã vay của nhân

dân, thì sẽ không có trở ngại gì về phía NHTG. NHTG có thể cho vay hết dự trữ bắt buộc, vì khi cần thiết, nó hoàn toàn có thể vay lại của NHTW với lãi suất cũng như khi vay của nhân dân để thanh toán cho dân. Nhưng giả định rằng NHTW quy định, tuy lãi suất cho vay của NHTG là 10%, nếu NHTG cho vay dưới tỷ lệ dự trữ bắt buộc và phải đến vay thì NHTW sẽ cho vay với lãi suất cao hơn thị trường là 12%. Lúc đó, NHTG phải cân nhắc. Nếu nó cho vay quá dưới dự trữ bắt buộc với lãi suất chỉ 10% khi kẹt thanh toán nó phải vay lại của NHTW với lãi suất cao hơn, rõ ràng nó lỗ trông thấy. Nhận thức này khiến các NHTG sẽ giảm lượng cho vay xuống, hay nói cách khác giảm lượng cung ứng tiền ngân hàng và tăng dự trữ để tự giải quyết khi nhân dân rút tiền.

Như vậy, khi NHTW tăng lãi suất chiết khấu, nó làm giảm lượng cung ứng tiền của hệ thống NHTG, tức là giảm cung ứng tiền trong toàn nền kinh tế. Ngược lại, khi nó giảm lãi suất chiết khấu, nó khuyến khích các NHTG cho vay nhiều hơn với việc hạ dự trữ xuống mức thấp nhất, vì khi cần thanh toán, đã có cửa sổ cho vay với lãi suất của NHTW. Với vai trò là cứu cánh cho vay cuối cùng và lãi suất do mình quy định, NHTW dùng lãi suất chiết khấu để điều tiết lượng cung ứng tiền của Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ. Từ năm 1980 đến tháng 5 năm 1996, lãi suất chiết khấu của Hệ thống dự trữ liên bang thay đổi 27 lần. Lần cao nhất là 15,5% trong năm 1981, thấp nhất là 3% trong năm 1991. Sự thay đổi mạnh mẽ của lãi suất chiết khấu chứng tỏ nó là một công cụ điều tiết đích thực của các NHTW. Cũng trong khoảng thời gian đó NHTW Đức - Deutsche Bundesbank - đã thay đổi lãi suất chiết khấu 35 lần. Bảng 6.4 dưới đây minh họa tình hình hoạt động trên. Lúc thấp nhất chỉ có 2,5% một năm. Nhưng lúc cao nhất (17-7-1992) đã lên tới 8,75%.

Ngoài việc quy định lãi suất chiết khấu, để hạn chế sự lạm dụng cửa ngõ chiết khấu của các NHTG, cũng như gián tiếp bắt buộc các NHTG phải lưu giữ hoặc đầu tư vào những loại tài sản có khả năng thanh toán cao, NHTW còn đưa ra những quy định về các loại tài sản được phép và không được phép dùng làm thế chấp khi vay tiền của nó. Thông thường kỳ quỹ mà các NHTG hay dùng là các loại phiếu nợ khác nhau. Nhưng không phải loại trái phiếu nào cũng được NHTW chấp thuận. Việc đưa ra danh mục các loại trái phiếu ngắn hạn (hay dài hạn), có thanh khoản cao (hay thấp) và thay đổi danh mục này một cách khá thường xuyên là cách mà Deutsche Bundesbank đến nay vẫn hay dùng. Điều này có 2 tác dụng: (1) Buộc các NHTG phải lưu giữ hoặc dùng tiền mặt thừa cuối mỗi kỳ đầu tư vào những loại chứng khoán có khả năng thanh khoản cao. (2) Hướng các NHTG đầu tư vào những chứng khoán theo ý đồ hỗ trợ cho việc phát hành loại chứng khoán nói trên.

Năm 1988 -1990 trong nỗ lực hỗ trợ sự phát triển nhanh các bộ phận, xí nghiệp công nghiệp nhỏ và vừa trong nền kinh tế nước Đức để giải quyết nhiều mục tiêu, trong đó có vấn đề cố gắng giảm thất nghiệp, Deutsche Bundesbank đã liên tục cấp vốn Lombard với lãi suất ưu đãi cho đầu tư mở rộng vào khu vực này. Chưa đủ, để hỗ trợ tiếp cho việc phát hành trái phiếu vay vốn thị trường tiền tệ của các xí nghiệp nói trên được tiến hành có hiệu quả, Deutsche Bundesbank thay đổi danh mục, đưa tên các loại trái phiếu này vào nhóm các chứng khoán được nó chấp nhận làm ký quỹ khi các NHTG đến vay tiền. Ngay lập tức, thị trường trái phiếu ngắn hạn của các xí nghiệp nhỏ và vừa lên cơn sốt. Bao nhiêu chứng khoán họ phát hành ra hết rất nhanh do các NHTG tập trung mua các loại này để phòng cho những đợt vay tiền từ cửa sổ chiết khấu.

Hoạt động cho vay của các NHTW đến các NHTG dù chủ động hay thụ động vẫn được định hướng vào những mục tiêu quản trị nhất định của nó. Vụ tín dụng của các NHTW là bộ phận chịu trách nhiệm chính về các hoạt động này. Có nơi Vụ kinh doanh và khách hàng là Vụ đảm nhiệm cho vay (xem Biểu đồ 5, 6, 7, 8). Với cứu cánh cho vay cuối cùng, hoạt động của NHTW hợp nhất với hoạt động của NHTG thành chuỗi liên kết tác động rộng rãi đến mức cung tiền, dự trữ của các NHTG, điều kiện tín dụng và năng lực đầu tư của nền kinh tế.

**Bảng 6.4: Lãi suất chiết khấu Deutches Bundesbank  
từ năm 1980 đến quý 1/1996(% năm)**

Loại LSCK Ngày hiệu lực	LSCK	LS vốn Lombard	Loại LSCK Ngày hiệu lực	LSCK	LS vốn Lombard
Tháng 2-1980	7,0	8,5	30 tháng 6-1989	5,0	7,0
Tháng 5-1980	7,5	9,5	6 tháng 10-1989	6,0	8,0
Tháng 9-1980	7,5	9,0	2 tháng 11-1990	6,0	8,5
Tháng 8-1982	7,0	8,0	1 tháng 2-1991	6,5	9,0
Tháng 10-1982	6,0	7,0	16 tháng 8-1991	7,5	9,25
Tháng 12-1982	5,0	6,0	20 tháng 12-1991	8,0	9,75
Tháng 3-1983	4,0	5,0	17 tháng 7-1992	8,75	9,75
Tháng 9-1983	4,5	5,5	15 tháng 9-1992	8,25	9,50
Tháng 6-1984	4,5	5,5	5 tháng 2-1993	8,0	9,0
Tháng 2-1985	4,5	6,0	19 tháng 3-1993	7,5	9,0
Tháng 8-1985	4,0	5,5	23 tháng 4-1993	7,25	8,5
Tháng 3-1986	3,5	5,5	2 tháng 7-1993	6,75	8,25
Tháng 1-1987	3,5	5,0	30 tháng 7-1993	6,75	7,75
Tháng 11-1987	3,0	4,5	10 tháng 9-1993	6,25	7,25
4 tháng 12-1987	2,5	4,5	22 tháng 10-1993	5,75	6,75
1 tháng 7-1988	3,0	4,5	18 tháng 2-1994	5,25	6,75
29 tháng 7-1988	3,0	5,0	15 tháng 4-1994	5,0	6,75
26 tháng 8-1988	3,5	5,0	13 tháng 5-1994	4,5	6,5
16 tháng 12-1988	3,5	5,5	31 tháng 3-1995	4,0	6,0
20 tháng 1-1989	4,0	6,0	25 tháng 8-1995	3,5	5,5
21 tháng 4-1989	4,5	6,5	15 tháng 12-1995	3,0	5,0

Nguồn: Deutsche Bundesbank - Monthly Report April 1996, P.43

### 6.3. CHỦ NGÂN HÀNG CỦA CHÍNH PHỦ

Là một định chế tài chính công cộng, NHTW được xác định ngay từ thời khai sinh là ngân hàng của chính phủ. Các giao dịch tiền tệ của chính phủ trong và ngoài nước thường phải thông qua NHTW. Ngoài ra, do đóng vai trò chủ ngân hàng, NHTW có rất nhiều công việc phải làm cho chính phủ.

#### 6.3.1. Mở tài khoản và đại lý tài chính cho chính phủ

Với chức năng của một đại lý tài chính (Fiscal Agent), NHTW thay mặt cho chính phủ thu một số loại thuế gián thu. Mở tài khoản cho chính phủ gửi số tiền ấy vào trong quá trình chi tiêu. Trả lãi cho chính phủ những khoản ký gửi nói trên. Cho chính phủ vay những lúc quá kẹt tiền để chi những sử dụng cấp bách và thay mặt chính phủ phát hành trái phiếu vào thị trường.

Tùy theo đặc điểm tổ chức của từng nước, chính phủ có thể ủy quyền cho Bộ tài chính hoặc Kho bạc đứng tên chủ tài khoản tại NHTW. Hàng ngày, tháng, quý, năm, tiền thuế thu được, những khoản thu khác của Ngân sách được gửi vào để NHTW theo dõi, sử dụng và trả lãi y hệt như một khoản tiền gửi của nhân dân vào một NHTG bất kỳ. Mỗi khi chính phủ cần tiền chi tiêu, Bộ tài chính hoặc Kho bạc, đơn vị nào đứng tên chủ tài khoản cũng phải làm thủ tục rút tiền bình thường từ NHTW như các khách hàng khác.

Theo tình hình phổ biến hiện nay ở các nước công nghiệp, tài sản nợ của NHTW thông thường bao gồm 3 bộ phận: (1) Tiền gửi của các NHTG và tổ chức tài chính trong

nước. Loại tiền gửi này được chia ra làm 2 phần. Một là gửi dưới hình thức dự trữ bắt buộc như chúng ta đã nghiên cứu ở phần trước và hai là những dự trữ dư thừa (ER) được gửi để duy trì khoản có trong thanh toán và chuyển nhượng bù trừ giữa các NHTG với nhau, (2) Tiền và tài sản ký gửi của Kho bạc chính phủ. Đây là bộ phận khá lớn trong tài sản nợ của các NHTW. Bộ phận thứ hai này có thể được diễn giải qua Bảng 6.5 dưới đây. Trong bảng này, các khoản gửi của Kho bạc biến thành tài sản nợ của NHTW (nghĩa là NHTW bắt đầu nợ, tiền thuê mà Kho bạc gửi chiếm bộ phận lớn nhất (71,46%). Sau đó là các loại chứng khoán khác trong nền kinh tế mà Kho bạc sở hữu trong tay. Thí dụ như khi các tập đoàn tư bản phát hành cổ phiếu để xây dựng một khu công nghiệp, một đường cao tốc hay một bến cảng nào đấy, Kho bạc mua một số cổ phần, chiếm lĩnh một số cổ phiếu, xong đem gửi nó vào NHTW. Ngoài ra, tài sản thường thấy khác của kho bạc là vàng, ngoại tệ và SDRs. Tất cả những loại này cũng được nó gửi vào tài sản nợ của NHTW, (3) Bộ phận cuối cùng trong tài sản nợ của NHTW là các khoản phải trả. Nếu bên tài sản có của NHTW (xin xem lại bảng 6.1), một trong những hạng mục của tài sản có thường xảy ra là những khoản tài sản đang trên đường thu hồi, những khoản tài sản mang tên gọi này là những khoản do các đối tác của NHTW chịu trách nhiệm trả cho nó, hợp đồng hoặc thủ tục đã được ký kết, chỉ chờ giao và nhận, thì bên tài sản nợ cũng có những loại tương tự với tính chất ngược lại. Đây là những khoản mục mà NHTW đã ký cam kết thanh toán cho các chủ nợ của nó nhưng chưa xuất hiện ra khỏi kho.

### TÀI SẢN CÓ

### TÀI SẢN NỢ

Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Chứng khoán các loại	483,49	93,84	Chứng khoán vàng	11,052	2,15
Chứng khoán vàng	11,052	2,15	SDRs	10,168	1,97
SDRs	10,168	1,97	Chứng khoán các loại khác với chứng khoán kho bạc	115,342	22,39
Ngoại tệ	10,5	2,04	Tiền thuê ký gửi	368,15	71,46
<b>TỔNG TÀI SẢN CÓ</b>	<b>515,212</b>	<b>100</b>	Ngoại tệ	10,5	2,04
			<b>TỔNG TÀI SẢN NỢ</b>	<b>515,212</b>	<b>100</b>

Những khoản sắp thu (hoặc đang thu) bên tài sản có trừ cho những khoản đã trả (hoặc phải trả) bên tài sản nợ hình thành nên những khoản đến hạn thu (Float) của các NHTW. Toàn bộ ba loại tài sản nợ nói trên, có thể được minh họa rõ trong Bảng 6.1.

Chủ đề của chúng ta ở đây là hoạt động đại lý tài chính của NHTW đối với chính phủ, cho nên chúng ta quan tâm đến bộ phận thứ 2 trong 3 bộ phận kể trên. NHTW nhận tiền gửi của Kho bạc rồi làm gì. đương nhiên, nó không cầm giữ đó để rồi mỗi tháng phải trả lãi cho Kho bạc. Chức năng kinh doanh của ngân hàng khiến nó nhanh chóng sử dụng các loại tài sản gửi này để đầu tư vào các loại tài sản sinh lợi cao hơn khác. Ngoài trữ vàng, SDRs, ngoại tệ là các loại tài sản đặc biệt, rất quan trọng trong những việc can thiệp để bảo vệ tỷ giá đồng tiền nội địa và các quan hệ quốc tế khác khi cần, và vì thế, hầu như NHTW không dùng tới các loại tài sản này. Nó nhanh chóng sử dụng tiền thuê của Kho bạc và các loại còn lại để tiếp tục đầu tư vào chứng khoán (xem cột trái bảng 6.5).

Chứng khoán mà NHTW dùng tiền của Kho bạc để đầu tư cũng là chứng khoán của chính phủ. Ở các nước công nghiệp, các chính phủ có hàng chục loại chứng khoán khác nhau (Bill, Bond, Note, Share...). Bên cạnh việc gửi tiền ở NHTW, Kho bạc vẫn cần phát hành chứng khoán để chuẩn bị ngân sách cho các khoản chi thực tế trong tương lai của chính phủ. Một cách phổ biến, chứng khoán mà NHTW mua thường là loại có khả năng thanh toán cao để bát cứ khi nào chính phủ cần tiền mặt, nó có thể bán ngay chứng khoán ra thị trường thứ hai để ngày trước, ngày sau thu tiền về trả lại cho chính phủ chi tiêu.

Hầu hết các khoản gửi của Kho bạc vào NHTW đều nằm dưới dạng tiền gửi không kỳ hạn để phục vụ cho việc chi tiêu bất ngờ. Với séc do NHTW cấp, Kho bạc có thể sử dụng

trong thanh toán ở khắp các NHTG trong nước. Với sự thỏa thuận giữa NHTW và Hệ thống ngân hàng, thậm chí khi cần tiền mặt, Kho bạc có thể viết séc để rút tiền mặt ở bất cứ ngân hàng nào trong nước. Đến lượt, các ngân hàng này một thời gian sau, sẽ nộp séc ấy về NHTW để được ghi thêm tài sản có vào tài khoản của mình.

Có một điều rất thú vị là ở các nước công nghiệp đã phát triển như các nước trong khối G-10, nơi mà các NHTW gần như độc lập với chính phủ về mặt chính sách và kinh doanh tiền tệ, Kho bạc và Bộ tài chính không có quyền gì đối với nó. Kho bạc các nước thường không gửi tiền ở NHTW mà lại đem gửi vào các ngân hàng tư nhân. Diễn hình nhất của trường hợp này là ở Hoa Kỳ. Tháng 1 năm 1996, có đến 80% tài sản của Kho bạc Hoa Kỳ được gửi vào các NHTG cổ phần tư nhân. Lý do dễ hiểu của sự kiện nói trên là các NHTG tư nhân đã trả lãi suất cao hơn nhiều so với lãi của NHTW.

Tuy nhiên, dù có gửi tiền thừa, tài sản thừa vào đâu để kiềm lãi, Kho bạc vẫn phải dựa vào NHTW mỗi khi kẹt tài chính. NHTW là đại diện duy nhất của Kho bạc trong những đợt phát hành chứng khoán. Hơn nữa về Luật, các Kho bạc chỉ có thể gửi Dự trữ quốc gia như vàng, ngoại tệ, SDRs vào NHTW mà thôi. Cho nên, NHTW vẫn là đại lý tài chính chủ chốt. Để giải quyết thâm hụt định kỳ, đường lối phổ biến nhất của chính phủ là phát hành chứng khoán. Khi Kho bạc quyết định phát hành để chuẩn bị tài chính cho ngân sách vì những chi tiêu sắp tới, nó yêu cầu sự giúp đỡ của NHTW. Đến lúc này vai trò đại lý của NHTW càng bộc lộ rõ.

Đầu tiên, NHTW thông báo rộng rãi việc sắp phát hành chứng khoán mới với tất cả những đặc điểm về số lượng, mệnh giá của chứng khoán (Face Value), lãi suất, thời gian đáo hạn, phương thức phát hành (mua bán thẳng hay mua lại bán lại)... với tất cả các NHTG và tổ chức tài chính trong nước. Trong khoảng thời gian ngắn tiếp sau đó, nó bắt đầu nhận đơn xin mua của các đơn vị nói trên. Sau đó với sự thỏa thuận của Kho bạc, NHTW chia chứng khoán ra thành nhiều lô cho các nhà kinh doanh chứng khoán. Cuối cùng, nó phân phối chứng khoán theo từng hợp đồng và thu tiền về tài khoản của Kho bạc ở ngân hàng.

Khi chứng khoán đáo hạn, NHTW cũng là đại lý thu hồi cho chính phủ. Nó thông qua các NHTG, các tổ chức tài chính trong nước để trả tiền và lãi cho nhân dân, gom chứng khoán về các NHTG. Sau đó giúp NHTG, các tổ chức tài chính và NHTW bắt đầu thương lượng về giá chứng khoán, lãi suất và chi phí thu hồi. Cuối cùng, NHTW lại đại diện chính phủ ký hợp đồng mua lại chứng khoán đáo hạn từ các đơn vị này. Rút nó về Kho bạc để hủy. Chuyển tiền từ tài khoản của Kho bạc qua tài khoản của các NHTG và tổ chức tài chính để thanh toán cho họ theo hợp đồng.

Những hoạt động phát hành, bán, mua chứng khoán nói trên diễn ra hầu như hàng ngày ở Hoa Kỳ, 3 ngày mỗi lần ở Pháp và Đức. Gần như tất cả các công việc mua bán trên thị trường thứ nhất và thứ 2 đều do NHTW đại diện thực hiện cho tất cả các loại chứng khoán của chính phủ. Ở các nước phát triển, hoạt động này được thực hiện thông qua mạng lưới điện toán. Sự có mặt của NHTW là một đảm bảo về tính an toàn tuyệt đối, lãi suất chắc chắn cho việc giữ chứng khoán của chính phủ như một hình thức đầu tư của nhân dân. Điều rõ ràng là chỉ có sự thực hiện của NHTW mới làm cho thị trường trái phiếu nhà nước trở nên trôi chảy và ổn định.

Với trách nhiệm quản lý tài khoản của chính phủ, sau khi các nguồn thu được chuyển vào từ việc bán chứng khoán hoặc ký gửi của Kho bạc, dưới hình thức của séc hoặc tiền mặt, NHTW bắt đầu cân đối các chi tiêu của chính phủ. Nó chuyển tiền từ tài khoản của Kho bạc sang tài khoản khác của các công ty nhà nước, đơn vị hành chính theo lệnh của Bộ tài chính hoặc Kho bạc để chính phủ trả lương thanh toán các chi phí đầu tư, mua sắm, xây dựng... hàng tháng, hoặc chuyển tiền từ tài khoản Kho bạc sang các tài khoản khác hàng ngày cho những chi tiêu của chính phủ theo lệnh những tờ séc do Kho bạc viết ra. Khi chính phủ cần mua hàng hoặc thanh toán các chi phí công vụ hoặc các chi phí khác cho nước ngoài, NHTW cho chính phủ vay ngoại tệ và ghi nợ vào tài khoản Kho bạc. Hầu như mọi giao dịch ngoài nước giữa chính phủ với các tổ chức tài chính quốc tế, với các chính phủ khác về tiền tệ..., NHTW đều thay mặt chính phủ điều định, thương lượng và thanh toán.

Khi chính phủ cần ngân sách gấp cho những chi tiêu đột xuất không thể giải quyết bằng việc vay của nhân dân hay vay của nước ngoài, nghiệp vụ cho vay của NHTW là một trong các hoạt động chính của vai trò chủ ngân hàng và đại lý tài chính. Vì cho chính phủ vay là một cửa ngõ phát hành tiền, cho nên NHTW thường rất thận trọng trong hoạt động này. Sau khi nhận đơn xin vay của Kho bạc (đại diện cho chính phủ), các NHTW tại các nước theo trường phái tổ chức biệt lập với chính phủ, xem xét rất kỹ mục đích xin vay của kỳ 3 tháng trả lại có sự bảo đảm nhất định về việc trả nợ, NHTW có thể không đòi thế chấp mà chỉ ghi nợ vào tài khoản Kho bạc. Tuy nhiên, mọi khoản vay từ 3 tháng trở lên đều bị buộc phải có thế chấp như chứng ta đã phân tích ở phần phát hành tiền.

Đến hạn nợ, nếu Kho bạc chưa trả kịp, vẫn phải làm thủ tục gia hạn nợ với NHTW. Thông thường những khoản cho vay này được tính lãi suất rất nhẹ. Nhưng theo luật, NHTW hoàn toàn có quyền bán đi các thế chấp để thu hồi nợ khi chính phủ không trả nỗi theo hợp đồng.

Vì chính phủ là thiết chế lớn nhất trong toàn quốc, chi tiêu của chính phủ là những luồng tiền rất khổng lồ, nên hầu như NHTW vận động suốt ngày cho các thanh toán của chính phủ. Thí dụ như chính phủ Hoa Kỳ, mỗi năm chi tiêu xấp xỉ 3.000 tỷ USD, bình quân mỗi ngày chi tiêu khoảng 10 tỷ USD. Những khoản tiền lớn như thế đều ra vào thông qua các tài khoản của NHTW. Vì thế, hoạt động đại lý tài chính cho chính phủ là một trong những hoạt động quan trọng nhất, xác định vai trò trung ương của ngân hàng.

**Bảng 6.6: Chứng khoán do NHTW Đức (Deutsche Bundesbank) thay mặt cho chính phủ phát hành trong năm 1995**

Chỉ số Ngày phát hành	Loại chứng khoán	Số lượng được phát hành (Tỷ DM)				Thông tin về chứng khoán			
		Tổng cộng	Do nghiệp đoàn thực hiện	Phân lô cho các NHTG	Do các chi nhánh NHTW	Lãi suất %/ năm	Thời gian đáo hạn năm/ tháng	Giá bình quân	Lợi tức bình quân %/ năm
8-2-1995	WKN 113496	7,0	-	3,8	3,2	7,375	9/11	100,10	7,53
09-05-1995	WKN 113497	12,0	3,0	4,8	4,2	6,875	10/0	100,65	6,80
10-05-1995	WKN 113497	6,0	-	3,5	2,5	6,875	9/10	100,99	6,73
21-09-1995	WKN 113497	2,0	-	-	2,0	6,875	9/8	100,99	6,73
18-10-1995	WKN 113498	12,0	3,0	4,4	4,6	6,500	10/00	100,55	6,50
06-12-1995	WKN 113498	8,0	-	4,4	3,6	6,500	9/10	103,42	6,02
1995	Tổng cộng	47,0	6,0	20,9	20,1	6,790	10/1	101,06	6,69

Nguồn: Deutsche Bundesbank - Annual Report 31, December 1995-P.129

### 6.3.2. Cố vấn về các chính sách tài chính cho chính phủ

Tuy chính phủ đã có Bộ tài chính (hoặc Kho bạc) quản lý và làm cố vấn về ngân sách, nhưng vì bản thân ngân sách tác động rất quan trọng đến nền kinh tế vĩ mô, hoạt động của ngân sách nếu không được hài hòa với sự điều tiết của chính sách tiền tệ, nó rất có thể làm cản trở hoặc giảm hiệu quả của chính sách tiền tệ. Cho nên, NHTW vẫn phải tham gia cố vấn cho chính phủ trong chính sách tài chính và kinh tế. Với vai trò này, NHTW gián tiếp ảnh hưởng đến việc cung ứng trái phiếu và các hoạt động chi tiêu khác của chính phủ cho hợp lý với chính sách tiền tệ. Đây là một bộ phận công việc gắn liền với những thao tác điều tiết kinh tế vĩ mô của NHTW mà phần IV chúng ta sẽ trình bày.

Các đại diện của NHTW thường xuyên tiếp xúc với chính phủ để phát biểu quan điểm, đưa ý kiến, đề nghị với chính phủ về những việc như có nên hay không nên tăng chi tiêu trong lúc này hay lúc khác. Sự tăng chi tiêu trong những trường hợp ấy sẽ tác động như thế nào đến tổng cầu, giá cả và sản lượng. Nên giảm thuế hay tăng thuế, vào lúc nào thì cần phải thắt chặt chi tiêu để hỗ trợ cho nỗ lực chống lạm phát của chính sách tiền tệ.

Bộ máy công quyền hàng ngày và hàng tháng tác động rất nhiều đến nền kinh tế thông qua tiêu dùng, vì đây là những khoản tiền rất khổng lồ. Do vậy, NHTW thường phải thu nhập thông tin một cách thường xuyên mỗi ngày về tình hình kinh tế, giá cả và tổng cầu, đưa ra những báo cáo chi tiết để bảo vệ quan điểm của mình và hướng dẫn chính phủ theo những đề nghị hợp lý về mọi vấn đề có liên quan đến ngân sách. Chức năng của NHTW là thiết kế chính sách tiền tệ theo từng tình huống của sức sản xuất để thúc đẩy nền kinh tế đạt sự ổn định về giá cả với GNP tăng trưởng thực, thắt nghiệp thấp. Bên cạnh đó, hoạt động của ngân sách và chính phủ tác động mạnh mẽ đến cung và cầu trong nền kinh tế. Vì lý do đó, để thực hiện cho được chức năng của mình do Quốc hội và nhân dân quy định, các NHTW buộc phải có ý kiến với chính phủ vào bất kỳ thời điểm nào và về bất kỳ lĩnh vực hoạt động tài chính nào, như thuế khóa, chi tiêu, trả lương, đầu tư, trợ cấp, vay nợ, phát hành chứng khoán...

## 6.4. QUẢN LÝ DỰ TRỮ QUỐC GIA

Dự trữ quốc gia (National Reserves) bao gồm các loại tài sản chiến lược mà đất nước nào cũng phải dự bị để lại, không bao giờ sử dụng hết, cho những trường hợp khẩn cấp cần những chi phí bất ngờ. Trong một thế giới đầy biến động và không có thông số nào đúng yên, không có một quốc gia nào dám nói chắc rằng ngày mai sẽ không xảy ra bất cứ điều nào trong những điều như: thiên tai, động đất, lụt lội, hạn hán, sụp đổ tài chính, chiến tranh với nước khác, bị cấm vận, khủng hoảng chính trị, nổi loạn hoặc xung đột xảy ra ở các vùng khác trên thế giới, nhưng các vùng đó là nguồn cung ứng nguyên liệu, hay là thị trường tiêu thụ chủ chốt cho nền sản xuất trong nước dẫn đến kết quả là ngoại thương bị tắc nghẽn và các cán cân vĩ mô bắt đầu thay đổi.

Hoa Kỳ là nước có tiềm năng kinh tế lớn nhất thế giới gồm cả các nguồn tài nguyên đa dạng. Thế mà cuộc khủng hoảng giá dầu và chiến tranh vùng Vịnh 1989 - 1991 vẫn đầy lạm phát trong nước lên tới 4,8% trong năm 1989 và 5,4% trong năm 1990, những mức cao nhất trong vòng 13 năm kể từ năm 1983 đến nửa đầu 1996. Lạm phát ở Nhật Bản đã leo lên đến 3,3% trong cả 3 năm 1989 - 1990 và 1991 cũng là những mức cao nhất kể từ 1980 đến 1996.

Điều tương tự cũng xảy ra ở Đức và Pháp cho thấy rằng sự liên thuộc giữa các nền kinh tế trong thế giới hiện đại ngày càng trở nên chặt chẽ và nhạy cảm. Trong một bối cảnh như thế, không có một quốc gia mở cửa nào thoát được sự ảnh hưởng, dù tương đối, từ những biến động xảy ra chung quanh quốc gia ấy và trên thế giới, chứ đừng nói là các sự kiện khủng hoảng trong nước. Kinh tế càng phát triển và hướng ngoại bao nhiêu, thì tính lệ thuộc càng trở nên mãnh liệt. Vì lý do đó, mọi sự chuẩn bị ứng phó cho những cơn sốc từ bên ngoài lẫn bên trong bao giờ cũng tỏ ra cần thiết. Dự trữ quốc gia là một trong những hình thức chuẩn bị này.

Từ đầu thế kỷ XIX, các NHTW (lúc đó là Ngân hàng độc quyền phát hành) đã được các NHTG ký gửi dự trữ của nó. Vì toàn bộ dự trữ lúc ấy là quý kim (tiền đúc bằng vàng hay bạc), cho nên, vô hình chung từ khi thành lập, NHTW đã đảm nhiệm vai trò như một cơ sở cất giữ quý kim của quốc gia. Dĩ nhiên trữ kim lúc đó là vật bảo đảm cho tiền giấy đã phát hành vì chúng ta nên nhớ rằng vào thế kỷ XIX, tiền giấy được bảo chứng bằng vàng hay bạc. Hoạt động cất giữ quý kim cho quốc gia như một thói quen lịch sử, vẫn được tiếp tục cho đến thập niên 20 của thế kỷ XX.

Khi tiền giấy pháp định ra đời và chế độ tiền bảo chứng vàng bị đào thải từ thập niên 30, NHTW vẫn được các chính phủ ủy nhiệm gìn giữ những số lượng quý kim mà chính phủ kiểm được từ hoạt động của mình. Tuy nhiên, vì dự trữ bắt buộc của các NHTG không còn là quý kim nữa mà chỉ là tiền giấy, quý kim đã trở thành hàng hóa bình thường. Dự trữ của NHTW, do vậy, trở thành nguồn tài sản của chính phủ. Vì chính phủ là cơ quan đại diện của cả quốc gia, nên tài sản này cũng được gọi là tài sản chung của cả quốc gia.

Người ta gọi Dự trữ này là Dự trữ chính thức để phân biệt với những tài sản dự trữ khác trong nhân dân gọi là Dự trữ không chính thức. Dự trữ chính thức (và kể cả không chính thức) thường bao gồm các loại chính sau: Vàng, ngoại tệ, quyền được rút tiền ưu tiên tại Quỹ tiền tệ quốc tế (SDRs), kim cương, các loại tài sản quý khác... Trong quá trình hoạt động của mình, các cơ quan kinh tế và hành chính của chính phủ có thể tích lũy được các loại tài sản trên. Những tài sản này có thể đến từ lợi tức kinh doanh, viện trợ hoặc vay nợ từ nước ngoài, mua sắm được... Những tài sản nào do các cơ quan nhà nước cấp trung ương mua sắm hay có được thuộc vào các loại trên, đều được đưa về cho NHTW bảo quản dưới dạng dự trữ quốc gia.

**Bảng 6.7: Dự trữ quốc gia của Hoa Kỳ trong các tháng  
từ giữa năm 1995 đến 1996**

(Tỷ USD)

Tháng - năm Loại dự trữ	Tháng 6/1995	Tháng 7/1995	Tháng 8/1995	Tháng 9/1995	Tháng 10/1995	Tháng 11/1995	Tháng 12/1995	Tháng 1/1996
1) Vàng	11,054	11,053	11,053	11,051	11,051	11,050	11,050	11,052
2) Ngoại tệ	52,864	54,233	49,979	50,385	49,524	49,099	49,096	46,575
3) Special Drawing Rights (SDRs)	11,869	11,487	11,145	11,035	10,949	11,034	11,037	10,778
4) Các khoản ký gởi tại IMF	14,276	14,761	14,470	14,681	14,700	14,572	14,694	14,312
5) Tổng cộng dự trữ	90,063	91,534	86,647	87,152	86,224	85,755	85,877	82,717

Nguồn: Federal Reserve Bulletin - April 1996 - P. A54

Dự trữ quốc gia không phải là loại tài sản tĩnh. Nó là một công cụ của NHTW theo luật quy định. Về nguyên tắc, NHTW chỉ cần giữ cho dự trữ không rơi xuống quá mức tối thiểu mà luật cho phép là được. Còn trong quá trình hoạt động của mình, NHTW hoàn toàn có thể sử dụng dự trữ quốc gia để phục vụ cho các thao tác trong chính sách tiền tệ. Cách làm phổ biến nhất của NHTW trong việc sử dụng dự trữ quốc gia là dùng nó để can thiệp vào thị trường vàng và ngoại tệ nhằm nâng giá hoặc phá giá đồng tiền nội địa để phục vụ cho các mục tiêu kinh tế của mình. Khi NHTW muốn hạ giá vàng hoặc giá ngoại tệ trên thị trường nội địa, nhằm vào các mục đích như: nâng giá một ít đồng tiền trong nước, hoặc chống lạm phát (trong những trường hợp giá hàng hóa các loại trên thị trường có xu hướng theo sát với giá vàng và giá ngoại tệ, như ở Việt Nam từ các năm 1989 đến 1993), hoặc ngăn không cho đồng tiền nội địa mất giá nhiều quá do sự nâng giá của chính phủ nước ngoài (như trường hợp Hoa Kỳ trong 2 năm 1994 và 1995), nó tung vàng và ngoại tệ từ kho dự trữ ra bán.

Lượng vàng và ngoại tệ được tung ra ào ạt sẽ làm cho thị trường trở nên thừa thãi các loại hàng hóa này. Giá của chúng sẽ hạ một cách nhanh chóng. Trong các năm 1991 - 1992, Ngân hàng nhà nước Việt Nam đã bán ra rất nhiều đợt vàng. Kết quả của chính sách này là giá vàng ngừng lại và hạ giá nhanh chóng sau cú sốc tín dụng Thanh Hương và sự vỡ nợ của một số hợp tác xã tín dụng khác... Sự giảm giá vàng nhanh đã làm cho giá cả các loại hàng hóa luôn luôn tăng theo giá vàng trong giai đoạn ấy, bắt đầu tăng chậm lại. Lạm phát bị chặn đứng từ mức 70%/năm trong các năm 1990 - 1991 xuống còn 17% trong năm 1992 và chỉ còn xấp xỉ 11% trong năm 1993. Sự giảm giá vàng và ngoại tệ cũng đồng nghĩa với sự tăng giá của đồng tiền trong nước về sức mua.

Năm 1994, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ đã bán ra (6 lần) đồng DM và Yên Nhật, Tổng DM được bán ra trong năm 1994 là tương đương 3,5 tỷ USD, và Yên Nhật là 2,61 tỷ USD. Việc bán DM và Yên Nhật đã làm cho ngoại tệ này trở nên thừa thãi hơn trước, cùng với việc rút về đúng 6,11 tỷ USD (tiền nội địa) làm cho USD không tụt giá đối với các ngoại tệ nói trên so với năm 1993. Năm 1995, nhận thấy USD tiếp tục sụt giá quá nhanh do chính sách nâng giá của Deutsche Bundesbank và Bank of Japan, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ, để giữ cho USD bớt tụt giá gây thiệt hại cho đầu tư nước ngoài của các nhà đầu tư Mỹ, tiếp tục bán ra trong cả năm là 3.250 triệu USD DM và 3.303,3 triệu USD Yên Nhật. Tổng cộng là hơn 6.553 triệu USD hai ngoại tệ nói trên đã được bán ra để giữ giá đồng USD (xem bảng 6.8).

**Bảng 6.8: Hoạt động bán ngoại tệ ra để giữ giá đồng USD của Hệ thống dự trữ Liên ban Hoa kỳ trong 2 năm 1994 và 1995**

Năm 1994	DM bán ra	Yen bán ra	Tổng cộng	Năm 1995	(Triệu USD)		
					DM bán ra	Yen bán ra	Tổng cộng
Ngày 29/4	500	200	700	Ngày 2/3	300	300	600
Ngày 4/5	750	500	1.250	Ngày 3/3	450	370	820
Ngày 24/6	950	610	1.560	Ngày 3/4	750	750	1.500
Ngày 2/11	800	800	1.600	Ngày 5/4	850	250	1.100
Ngày 3/11	500	500	1.000	Ngày 31/5	500	500	1.000
				Ngày 7/7		333,3	333,3
				Ngày 2/8		500	500
				Ngày 15/8	400	300	700
Tổng cộng năm 1994	3.500	2.610	6.110	Tổng cộng năm 1995	3.250	3.303,3	6.553,3

Nguồn: Federal Reserve Bank of New York - Annual Report 1994 - 1995 P.48 - 34

Những sự can thiệp (intervention) như trên, làm giảm lượng dự trữ quốc gia, nhưng nó bảo vệ được giá trị đồng tiền nội địa và nhất là hỗ trợ cho các nỗ lực chống lạm phát. Khi NHTW hoạt động theo chiều ngược lại, nó tung tiền nội địa ra mua vàng và ngoại tệ trên thị trường. Dự trữ quốc gia sẽ tăng lên vì vàng và ngoại tệ trở về kho của NHTW. Tuy nhiên, sự khan hiếm ngoại tệ hơn, cùng với sự thừa thãi đồng tiền nội địa sẽ làm cho vàng và ngoại tệ lên giá. Điều ngược lại dĩ nhiên là đồng tiền nội địa sẽ trở nên mất giá hơn.

Với nghiệp vụ thứ nhất, NHTW nâng giá đồng tiền nội địa (evaluate). Với nghiệp vụ thứ hai, NHTW phá giá tiền nội địa (devaluate). Cả hai nghiệp vụ này đều là chiến lược trong hệ thống các chính sách tiền tệ của NHTW, và chúng ta sẽ có dịp nghiên cứu kỹ hơn trong phần III. Điều quan trọng ở đây là, hoạt động quản lý Dự trữ quốc gia của NHTW gắn liền với hoạt động can thiệp vào thị trường ngoại tệ và vàng. Với việc gắn liền với hoạt động can thiệp vào thị trường ngoại tệ và vàng. Với việc gắn liền những thao tác quản lý, giám sát thị trường này với sự tăng giảm mà nó được phép thay đổi trong dự trữ quốc gia, kể cả kết hợp với các nghiệp vụ phát hành hoặc thu hẹp tiền mặt qua cửa ngõ thị trường vàng, ngoại hối, NHTW thiết kế cho mình một hệ thống các hoạt động thích hợp phục vụ cho việc bảo vệ giá trị đồng tiền nội địa, chống lạm phát hoặc phá giá từ từ, để kích thích sản xuất cho xuất khẩu khi cần.

### **6.5. QUẢN LÝ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH QUỐC GIA**

Hoạt động quản lý hành chính hệ thống tài chính quốc gia cũng là một loại hoạt động chiếm nhiều thời giờ và công sức của NHTW mỗi ngày. Là một ngân hàng được xác định ở vị trí thủ lĩnh của hệ thống tài chính trong nước, NHTW chịu trách nhiệm chính trong việc cung cấp, nghiên cứu để phát triển, giám sát các hoạt động của Hệ thống ngân hàng và các tổ chức tài chính trong nước nhằm luôn đảm bảo được rằng toàn bộ hoạt động tiền tệ, ngân hàng đã và đang diễn ra theo quy trình, hợp luật lệ trong chiều hướng phục vụ tốt nhất cho các mục tiêu kinh tế của đất nước.

Các hoạt động nói trên đã từng được mệnh danh là những hoạt động cung cấp nền tảng (Background Consolidation) hệ thống tài chính cho nền kinh tế. Thị trường tài chính là luôn luôn vận động với những rủi ro và thuận lợi hầu như cùng tồn tại song song. Với sự hiện diện của mình, NHTW phải vận hành và điều tiết để những rủi ro được loại trừ, hoặc nếu có xảy ra thì cũng chỉ ở mức độ thấp nhất, nhằm bảo vệ tài sản và sự ổn định các nguồn lực trong nước. Bên cạnh các biện pháp quản trị gián tiếp thông qua các công cụ của chính sách tiền tệ (Monetary Policy Instruments) mà chúng ta sẽ nghiên cứu kỹ hơn ở phần IV, quản lý hành chính là những hoạt động quản trị trực tiếp của NHTW lên hệ thống tài chính để phục vụ cho các mục tiêu nói trên.

Bằng cách giám sát thường xuyên việc thực hiện các quy định về dự trữ, tỷ lệ ELT, cùng các biện pháp khác vẫn thường được áp dụng ở các nước đang phát triển, trong đó có Việt Nam, như lãi suất trần, hạn mức tín dụng, quản lý ngoại hối, tỷ lệ an toàn tín dụng... mà NHTW hạn chế khả năng phiêu lưu hoặc hoạt động trái luật của các tổ chức tài chính. Trong những trường hợp khẩn cấp, để chống lạm phát hoặc khủng hoảng tài chính, kiểm soát trực tiếp tín dụng và mục tiêu cấp phát của các ngân hàng trung gian cũng là cách làm có thể xảy ra như đã từng xảy ra ở Hoa Kỳ, Nhật Bản và Hàn Quốc. Quản trị và giám sát trực tiếp của NHTW thường dựa trên việc phò biến các chỉ thị, thông tư, pháp lệnh và các biện pháp kiểm tra hành chính khác. Thông qua những nghiệp vụ này, nó trực tiếp ảnh hưởng đến hoạt động của hệ thống tài chính, ước thúc hoặc nới lỏng cường độ giao dịch của các ngân hàng.

Khiêm trách, khen thưởng bằng công văn, quyết định, hoặc thuyên chuyển, nâng chức hoặc cách chức cán bộ trong các đơn vị, tổ chức tài chính tín dụng là những biện pháp đi theo việc quản trị hành chính trực tiếp hệ thống tài chính. Pháp lệnh ngân hàng ngày 23-5-1990 và Quyết định 07/HĐBT ngày 4-1-1990 tại Việt Nam đã xác định các quyền hạn như trên cho Ngân hàng nhà nước Việt Nam. Thông qua các chỉ thị (như Chỉ thị 07/CT-NH5, ngày 2 tháng 7 năm 1996), các quyết định (như Quyết định 175/QĐ-NH5 ngày 3 tháng 7 năm 1996)..., Ngân hàng nhà nước thực thi quyền hành quản trị của nó lên hệ thống tài chính. Quy định

điều này, điều kia, cho phép các ngân hàng làm điều này mà cấm điều khác, sáp nhập, giải thể... để chấn chỉnh hoạt động, cung cố tính lành mạnh cho hệ thống. Kể cả quy định những điều kiện cần thiết mà các ngân hàng trong và ngoài nước phải tuân thủ để được phép hoạt động mở chi nhánh, văn phòng đại diện.

Những hoạt động như thế sẽ sắp xếp lại, kiên toàn cơ cấu của hệ thống theo quan điểm và mục tiêu của NHTW. Một cách trực tiếp, nó hạn chế hoặc mở rộng các hoạt động nghiệp vụ của ngân hàng trung gian và tổ chức tài chính. Quản lý hành chính là một phương thức hạn chế mà các NHTW dùng để điều tiết số lượng và chất lượng các đơn vị tài chính - tiền tệ trong nước. Ở những quốc gia đã phát triển, NHTW chứ không phải chính phủ, là thiết chế đưa ra các loại hình quản lý và ước thúc hành chính không những cho hệ thống của nó mà cả đối với nền kinh tế. Đây là chức năng, hoạt động quan trọng tạo ra sự ổn định cần thiết cho quy trình phát triển.

Rèn luyện và đào tạo nhân viên, chuyên viên, các nhà kỹ trị ngân hàng cũng là nhiệm vụ của các NHTW. Vì là chủ thể lãnh đạo toàn bộ hệ thống tài chính, tiền tệ trong nước, NHTW có trách nhiệm thành lập các trung tâm, viện nghiên cứu, trường sở để nghiên cứu về Khoa học ngân hàng cũng như đào tạo chuyên gia cho cả hệ thống. Tùy theo nhận thức và trình độ tổ chức của mỗi NHTW, công tác rèn luyện, đào tạo chuyên gia và nghiên cứu, có thể nằm trong Vụ nghiên cứu, Vụ nhân sự, hay Vụ phát triển nhân sự, Vụ quản trị. Chúng ta có thể xem lại và thấy rằng từ biểu đồ số 5 đến biểu đồ số 10, trong 6 sơ đồ tổ chức của 6 NHTW, đều có những cơ quan như các vụ nói trên. Công tác đào tạo và nghiên cứu giúp NHTW bảo đảm được hệ thống tài chính trong nước luôn có được các nhà kỹ trị cần thiết, với kiến thức thích hợp và được cập nhật thường xuyên, nhằm vận hành một cách đúng luật, hiệu quả và thành công nhất cho từng tổ chức tài chính đến cả hệ thống. Năm 1995, Ngân hàng trung ương Thái Lan có 5.627 cán bộ, trong đó 49% tốt nghiệp đại học, 10,5% có trình độ thạc sĩ và 0,5% là tiến sĩ. Trong năm, Ngân hàng này đào tạo nâng cao thêm cho 46 cán bộ đương nhiệm, cấp 15 học bổng để gửi nhân viên ra nước ngoài học về ngân hàng và tài chính.

Hoạt động nghiên cứu đặc biệt phát triển ở các ngân hàng lớn như Hệ thống dự trữ liên bang Mỹ, Deutsche Bundesbank, Ngân hàng Pháp, Nhật, Anh quốc... Hàng tuần, tháng, quý, NHTW thu nhập những lượng thông tin khổng lồ về tất cả các khía cạnh của hoạt động kinh tế trong và ngoài nước. Từ đó, một mặt nó định ra chính sách cung ứng tiền, lãi suất, tỷ giá thích hợp cho từng thời điểm của nền kinh tế, để phục vụ những mục tiêu cuối cùng của nó. Mặt khác, nó đưa các thông tin ấy lên các báo cáo hàng tuần, hàng tháng và hàng năm, công bố rộng rãi trong và ngoài nước để thu thập các ý kiến đóng góp, ý kiến phản hồi từ các nhà khoa học, các chuyên gia kinh tế khác. Trên cơ sở đó, nó sẽ có thể có đủ các dữ liệu cần thiết để quyết định chính sách, hoặc điều chỉnh các chiến lược bộ phận trong trường hợp cần.

Nghiên cứu và công bố kết quả nghiên cứu dưới các hình thức của báo cáo kinh tế hàng năm, hàng tháng... là một bộ phận công việc chính của NHTW. Tùy theo quan điểm và nhận thức của mỗi ngân hàng về vấn đề công khai hay không, kể cả kỹ thuật nghiên cứu cao hay thấp, các loại báo cáo có thể rất chi tiết hoặc rất hời hợt, qua loa. Vào tháng 9 năm 1996, trong Thư viện của Ngân hàng quốc gia Thái Lan có 142 loại báo cáo và các ấn phẩm nghiên cứu khác của hơn 60 NHTW trên toàn thế giới. Có các báo cáo nghiên cứu được gửi đến hàng năm. Có loại được gửi đến chính xác trong vòng 5 ngày đầu của mỗi tháng, mỗi đầu quý... Báo cáo in đẹp nhất, chi tiết nhất, rõ ràng nhất về tình hình kinh tế trong nước, tình hình tài chính tiền tệ, tình hình hoạt động của các ngân hàng và tổ chức tài chính, chính sách cung ứng tiền, chi tiết và rõ ràng đến mức mọi kế hoạch cung ứng  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  của ngân hàng cho đến năm 1997 đều được tính đến từng tuần và được công bố công khai, là các báo cáo của Fed (Hoa Kỳ), Deutsche Bundesbank (Đức), Ngân hàng Pháp, Ngân hàng thế giới, BIS, IMF...

## **6.6. ĐIỀU TIẾT KINH TẾ VĨ MÔ**

Mọi hoạt động của NHTW đều ảnh hưởng mật thiết đến mức cung ứng tiền (Money Supply) trong nền kinh tế. Cung ứng tiền thay đổi làm biến động tiêu dùng, đầu tư, sản lượng

quốc gia và giá cả. Một cách gián tiếp, mọi hoạt động của NHTW ảnh hưởng sâu sắc đến nền kinh tế quốc gia.

Logic quan hệ trên đã làm cho NHTW từ sau chiến tranh thế giới II và đặc biệt là từ cuối thập niên 60 trở đi, biến thành một thiết chế rất quan trọng trong việc tạo ra những tác động có ý đồ nhằm định hướng và điều tiết nền kinh tế. Để hiểu rõ và hiểu dễ dàng hơn hoạt động này của NHTW và tầm quan trọng của nó, việc trở lại một chút lịch sử về phạm trù điều tiết kinh tế vĩ mô sẽ là cần thiết.

Từ ngày có hệ thống Ngân hàng cho đến thời cận đại, có thể nói là cho đến năm 1936 trước khi có học thuyết của John Maynard Keynes, hệ thống ngân hàng nói chung, NHTW nói riêng chỉ được nhìn nhận như là những thể chế tạo ra tiền và kinh doanh tiền tệ. M.H.De Kock, Thống đốc Ngân hàng trung ương Nam Phi đã viết rằng “Cho đến tận đầu thế kỷ XX vẫn chưa có một định nghĩa chính thức và rõ ràng nào về NHTW”<sup>1</sup>. Đây là thời kỳ hoạt động ngân hàng được mô phỏng và thực hiện gần như giống nhau ở khắp nơi trên thế giới, vì sự cần thiết của nó đối với chính phủ và nền kinh tế. Tuy nhiên, chưa có một nhận thức có hệ thống nào về NHTW, hệ thống ngân hàng, hệ thống tiền tệ và chức năng của từng thiết chế. Tiền tệ trong giai đoạn này hầu như vẫn lấy giá trị của vàng làm cơ sở, gọi là tiền tệ theo chế độ bǎn vi vàng hay kim bǎn vi (Golden Standard).

Sau khi học thuyết của Keynes ra đời, các nhà kinh tế và chính phủ các nước kinh tế thị trường Tây Âu và Bắc Mỹ chịu ảnh hưởng bởi học thuyết này, bắt đầu coi trọng bàn tay hữu hình (Visible Hand) trong quản lý và điều tiết kinh tế vĩ mô của nhà nước. Ngân hàng và công cụ của nó là tiền tệ và chính sách tiền tệ (Monetary Policy), bắt đầu được xem như là một bộ phận tham gia sự điều tiết để chống lại các khuyết tật của thị trường. Đây là giai đoạn bắt đầu (một cách chính thức trên sách vở) của cái gọi là cơ chế vận hành thị trường bằng hai bàn tay (Visible and Invisible Hand). Nền kinh tế được vận hành như thế, được gọi là nền kinh tế hỗn hợp (Mixed Economy).

Một trong những thực hiện quan trọng tư tưởng của Keynes là sự thiết lập hệ thống thanh toán và chuyển nhượng quốc tế (International Transactions and International Payments) dựa trên cơ sở tỷ giá hối đoái cố định (Fixed Exchange Rates). Để chuẩn bị cho thương mại quốc tế sau khi chiến tranh thế giới thứ II kết thúc, một hội nghị quốc tế đã được tổ chức vào tháng 7 năm 1944 tại the Mount Washington Hotel ở Bretton Woods, New Hampshire. Hơn 700 người từ 44 nước trên thế giới đã thống nhất lập ra Thỏa thuận Bretton Woods (Bretton Woods Agreements) và Quỹ tiền tệ quốc tế (International Monetary Funds - IMF) để bảo vệ hệ thống thương mại quốc tế trên cơ sở tỷ giá hối đoái cố định quy ước theo giá trị của vàng. Đồng đô la Mỹ, trên cơ sở của một nền kinh tế mạnh nhất lúc bấy giờ và không bị chiến tranh tàn phá, kết hợp với việc dự trữ vàng của nước Mỹ chiếm đến một nửa tổng dự trữ vàng của cả thế giới (đến năm 1949, nó chiếm đến 2/3 tổng dự trữ vàng của thế giới với 25 tỷ USD vàng), trở thành đồng tiền chuẩn, cùng với vàng, làm mốc cho tỷ giá hối đoái cố định với sức mua của 35 USD được cố định tương đương với giá trị của một ounce vàng.

Thỏa thuận Bretton Woods cùng với tư tưởng Keynes đã dẫn đến những sự can thiệp quá cứng của chính phủ, trong việc điều tiết cung ứng tiền và hoạt động kinh tế để giữ tỷ giá cố định, cũng như chi phối cơ chế thị trường, và điều này bị đổ lỗi cho là nguyên nhân của thời kỳ đình trệ trong sự phát triển của các nền kinh tế hỗn hợp Tây Âu, Bắc Mỹ vào thập niên 50 và đầu thập niên 60. Cho nên, không đợi đến khi thỏa thuận Bretton Woods sụp đổ vào tháng 3 - 1973, tư tưởng của Keynes với sự điều tiết bằng nhiều biện pháp cứng của chính phủ đã bị công kích từ cuối thập niên 50. Trong tác phẩm “Studies in The Quantity Theory of Money” do Đại học Chicago xuất bản năm 1956 (xem phần thu mục tham khảo), Milton Friedman, sau khi điều tra và khảo sát một cách cẩn thận sự thay đổi trong cung ứng tiền của nước Mỹ trong vòng 85 năm (1870 - 1954), và ảnh hưởng của nó đối với sự vận động của nền kinh tế Hoa Kỳ, đã đưa ra một kết quả thực tế đáng kinh ngạc về sự liên đới mật thiết giữa khối lượng cung ứng tiền, vận tốc tiền tệ (Money Velocity) với sự thay đổi của tổng cầu, lãi

<sup>1</sup> MN.DE.ROCK - Central Banking - Staples Press - London, England 1967, P.11

suất và sản lượng quốc gia. Friedman chứng minh rằng, bằng sự điều tiết tiền tệ bao gồm các yếu tố trên, người ta có thể điều tiết, một cách gián tiếp và vô cùng hiệu quả đến những hoạt động của nền kinh tế quốc gia, từ vĩ mô đến vi mô.

Tư tưởng của Milton Friedman bắt đầu ảnh hưởng mạnh mẽ từ cuối thập niên 60, sau một loạt công trình nghiên cứu khác của ông xác định thêm một cách chắc chắn về vai trò điều tiết của tiền tệ đối với nền kinh tế. Dưới ảnh hưởng của tư tưởng Friedman, các nền kinh tế hỗn hợp Tây phương đã giảm bớt vai trò điều tiết kinh tế trực tiếp của nhà nước, gia tăng việc điều tiết vĩ mô bằng các biện pháp tiền tệ của NHTW là chủ yếu. NHTW trong giai đoạn này, giai đoạn mà chế độ bản vị vàng và sau đó là bản vị USD đã hoàn toàn sụp đổ, nhường chỗ cho chế độ tiền tệ thả nổi giá trị (Floating exchange rates) từ tháng 3 - 1973, đóng vai trò là một chủ thể gần như độc lập với nhà nước, chỉ chịu trách nhiệm trước Quốc hội và có rất nhiều quyền lực trong việc sử dụng tất cả các công cụ liên quan đến đồng tiền, để điều tiết và tham gia vận hành nền kinh tế.

NHTW được xác định là một định chế công cộng trong quản lý và điều hành lưu thông tiền tệ, với nhiệm vụ chủ yếu về mặt ngắn hạn là ổn định giá cả và tổng cầu, về mặt trung hạn là góp phần đảm bảo cho nền kinh tế tăng trưởng thực sự với giá cả lạm phát thấp một cách ổn định và bền vững. Để thực hiện những mục tiêu này, NHTW hoàn toàn có nhiều quyền hạn trong việc xác lập các biện pháp tác động đến thị trường thông qua tiền tệ và các công cụ của chính sách tiền tệ (Monetary Policy Instruments). Ngày nay, người ta gọi đó là, vai trò điều tiết kinh tế vĩ mô của NHTW.

Đối với NHTW, điều tiết kinh tế có nghĩa là điều tiết cung ứng tiền (Money - Supply Regulation). Bởi vì khối lượng cung ứng tiền vào mỗi thời kỳ tác động một cách cực kỳ quan trọng, toàn diện đến sản xuất, trao đổi và thu nhập thông qua việc làm thay đổi độ khan hiếm của tiền, lãi suất và tỷ giá hối đoái. Về mặt dài hạn, có 2 trường phái điều tiết: Điều tiết theo hướng chống lạm phát và điều tiết theo hướng ưu tiên cho tăng trưởng trước hết. Tuy nhiên, về mặt ngắn hạn, hai phương thức này được sử dụng phối hợp, tùy theo từng tiêu chuẩn của kinh tế vĩ mô và mục tiêu kinh tế cần đạt của các NHTW.

Mục tiêu hoạt động điều tiết của mọi NHTW đều khá giống nhau. Đó là: tăng trưởng kinh tế thực sự, lạm phát thấp, thất nghiệp thấp và liên tục mở rộng sản lượng tiềm năng quốc gia. Để điều tiết cung ứng tiền, tác động từ lãi suất, dự trữ và tỉ giá (mà ngày nay người ta gọi chung các hoạt động này là sự thiết kế chính sách tiền tệ), NHTW sử dụng các công cụ của nó được gọi là các công cụ của chính sách tiền tệ (Monetary policy instruments). Các công cụ đầy là: nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất cho vay chiết khấu, tỉ lệ dự trữ bắt buộc, cung ứng cơ sở tiền, kiểm soát tín dụng. Các công cụ này đồng thời là những thao tác hoạt động hàng ngày của các NHTW. Vì thế, có thể nói rằng, mọi hoạt động của NHTW đều tác động đến nền kinh tế vĩ mô trong khuôn khổ của những chính sách tiền tệ đã vạch.

Phần IV của công trình: Chính sách tiền tệ và nền kinh tế vĩ mô sẽ là phần dành riêng để nghiên cứu sâu hơn về hoạt động đặc biệt này của NHTW.

## **6.7. LỢI TỨC VÀ CHI TIÊU**

Bản thân NHTW cũng là một doanh nghiệp, cho nên nó có lợi tức thu được và có những khoản chi phí nhất định. NHTW là một doanh nghiệp nhà nước, nhưng nó chỉ cần vốn đầu tư cố định ban đầu từ chính phủ. Ngoài ra, trong hoạt động, nó tự nuôi sống mà không cần bất cứ sự bao cấp nào.

Ngoài những công việc kỹ trị mang tính hành chính, các công việc còn lại của NHTW đều mang tính kinh tế cao và đều tạo ra lợi nhuận cho nó. Khi các NHTG và Kho bạc của Chính phủ ký gửi cho nó, NHTW không dùng tiền gửi ấy cất vào kho và trả lãi hàng tháng cho các thân chủ, nó nhanh chóng dùng tiền ấy đem đầu tư vào các tài sản sinh lời khác. Như ta đã biết từ những phần trên và ở bảng 6.1, loại đầu tư phổ biến nhất của NHTW là vào các trái phiếu của Kho bạc. Trong bảng 6.1 đầu tư vào các trái phiếu Kho bạc chiếm đến 85,9% tổng tài sản của Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ. Đầu tư vào trái phiếu nước ngoài cũng

thuộc nhóm này. Tháng 1 năm 1996, tổng lượng trái phiếu của Mỹ được các NHTW nước ngoài đầu tư lên đến 532,776 tỷ USD.

Lãi suất được hưởng từ việc đầu tư nói trên, giúp NHTW có lợi tức chi trả cho chi phí của các hoạt động cụ thể của nó. Ngoài lãi suất đầu tư vào trái phiếu, tiền lãi từ các khoản cho vay cũng là phần thu khá lớn. NHTW cho ai vay? Như chúng ta đã biết, cho các ngân hàng trung gian vay ở cửa ngõ chiết khấu khi quá kẹt tiền mặt, cho các tập đoàn công nghiệp ngoài quốc doanh vay dưới hình thức vốn cấp ưu đãi, cho chính phủ vay khi thâm hụt ngân sách và cho nước ngoài vay.

Toàn bộ tiền lãi từ hai khoản này chiếm phần lớn tuyệt đối trong lợi tức kiếm được của các NHTW. Bảng 6.9 cho thấy tiền lãi của NHTW Đức năm 1995 chiếm 97,6% lợi tức trong cả năm hoạt động của nó. Đối với NHTW Nhật Bản, lợi tức thu được từ đầu tư trái phiếu các loại trong nước chiếm 549,1 tỷ Yen trong năm 1995 hay 57,23% tổng cung các nguồn (Bảng 6.10 dòng 2). Ngoài tiền lãi nói trên, các loại lợi tức khác từ hoạt động chuyển nhượng, bù trừ, thanh toán trong nước và nước ngoài cũng như các khoản thu nhập từ dịch vụ khác chiếm phần rất nhỏ. Với NHTW Đức, nó chỉ chiếm 2,4% tổng thu nhập. Với NHTW Nhật Bản thì khoản này khá hơn nhưng cũng chỉ trên dưới 30% mà thôi.

**Bảng 6.9: Lợi tức và chi tiêu của Deutsche Bundesbank  
(NHTW Đức) năm 1995**

LỢI TỨC		CHI TIÊU			(triệu DM)	
Khoản mục	Số lượng	Tỉ lệ %	Khoản mục	Số lượng	Tỉ lệ %	
1) Tiền lãi từ kinh doanh	17860	97,60	5) Trả lãi cho các khoản gửi (của Kho bạc, NHTG...)	2.198	12,01	
2) Các khoản thù lao làm dịch vụ	98	0,54	6) Trả lương và phụ cấp cho cán bộ của NHTW	1.040	5,68	
3) Lợi tức khác	342	1,86	7) Tiền lương hưu và bảo hiểm xã hội cho cán bộ, nhân viên.	444	2,43	
			8) Chi tiêu khác cho công tác điều hành và quản lý	359	1,96	
			9) Chi phí in tiền mặt (mới)	157	0,86	
			10) Khấu hao đất và các cơ sở vật chất của hệ thống NHTW	222	1,21	
			11) Khấu hao trang thiết bị, xe cộ, máy móc... của hệ thống NHTW	155	0,85	
			12) Vốn dự trữ và ngoại tệ bị hụt giá trị do bị lạm phát	2.804	15,32	
			13) Các chi tiêu khác (ngoại giao, nghiên cứu..)	63	0,34	
			14) Lợi nhuận ròng để lại	10.858	59,34	
TỔNG LỢI TỨC	18.300	100,0%	15) TỔNG CHI TIÊU	18.300	100,0%	

*Nguồn: Deutsche Bundesbank- Annual Report 1995- P.154*

Chi phí lớn nhất và mang tính định kỳ đó là 2 khoản chi: Trả lương cộng với phụ cấp cho cán bộ công nhân viên (NHTW Đức 8,11%, NHTW Nhật Bản 3,55%) và sự giảm giá của tài sản đầu tư cho lạm phát (NHTW Đức 15,32%, NHTW Nhật Bản 4,45%). Khoản chi trả lãi tiền gửi của Kho bạc, các NHTG và các tổ chức khác trong và ngoài nước cũng là khoản chi lớn (12,01%) của Deutsche Bundesbank, nhưng khoản chi này lại không có ở NHTW Nhật Bản.

Ngoài ra, chi phí để in thêm tiền mới (3,1% ở NHTW Nhật Bản) với chi phí quản lý là những khoản chi định kỳ cho những hoạt động của các NHTW. Khấu hao trang thiết bị và chi

phí linh tinh cũng là nguồn chi hàng năm như một doanh nghiệp bình thường. Tuy nhiên lợi tức ròng sau khi trừ hết chi phí vẫn là khoản lớn nhất: 61,94% với NHTW Nhật Bản, 59,34% với NHTW Đức. Khoản lợi tức ròng của hai ngân hàng nói trên tính theo tỉ giá vào cùng thời điểm, trên 5 tỷ USD mỗi năm. Deutsche Bundesbank có lợi tức ròng đê lại là 7,41 tỷ USD. Bank of Japan có lợi tức ròng là 5,62 tỷ USD.

Dù đứng trên giác độ nào, NHTW vẫn là một doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả. Vì là một doanh nghiệp của Nhà nước, lợi tức ròng của NHTW, theo luật, được chuyển giao về tài khoản của Kho bạc. Có nghĩa là nộp về cho Chính phủ. Cuối mỗi năm, sau khi quyết toán xong, NHTW gửi một thông báo đến cho Kho bạc và chính quyền trung ương, báo cáo chi tiết về tình hình tài chính của đơn vị, kết toán cuối cùng và cho biết lợi tức ròng đã được nhập vào tài sản có của Kho bạc tại NHTW. Từ phút đó trở đi, Kho bạc và chính phủ có quyền sử dụng số tiền trên như một phần của ngân sách hoặc tài sản của quốc gia.

**Bảng 6.10. LỢI TỨC VÀ CHI TIÊU CỦA BANK OF JAPAN  
(NHTW NHẬT BẢN) NĂM 1995**

LỢI TỨC		CHI TIÊU			(tỷ Yen)	
Khoản mục	Số lượng	Tỉ lệ %	Khoản mục	Số lượng	Tỉ lệ %	
1) Lãi suất thu được từ cho vay	40,8	4,25	8) Nộp thuế lợi tức	2,0	0,21	
2) Lãi suất thu được từ đầu tư vào trái phiếu	549,1	57,23	9) Chi phí in tiền mới	29,7	3,1	
Trong đó:			10) Chi phí cho việc phát hành trái phiếu và các công việc khác cho Kho bạc	11,5	1,20	
- Chiết khấu hối phiếu	77,8		11) Trả lương cho cán bộ- nhân viên	34,1	3,55	
- Chiết khấu trái phiếu Kho bạc	145,4		12) Giao dịch và đối ngoại	2,4	0,25	
- Lãi thu được từ trái phiếu	325,9		13) Chi phí quản lý khác	18,6	1,94	
3) Lợi tức thu được từ đầu tư vào trái phiếu nước ngoài	64,5	6,72	14) Sự mất giá tài sản do lạm phát	42,7	4,45	
4) Lợi tức từ hoạt động chuyển nhượng và bù trừ	140,1	14,60	15) Chi phí chuyển nhượng-thanh toán- bù trừ	2,2	0,23	
5) Lợi tức từ các tài sản được hoàn lại	2,7	0,28	16) Chi phí bảo quản tài sản cố định	1,7	0,18	
6) Lợi tức khác	162,2	16,92	17) Các loại chi phí khác	220,2	22,95	
7) TỔNG LỢI TỨC	959,4	100,0	18) Lợi tức ròng đê lại	594,3	61,94	
			19) TỔNG CHI TIÊU	959,4	100,0	

Nguồn: Bank of Japan- Annual Report 1996- P.83

## TÓM TẮT

- Ngân hàng trung ương là một thiết chế công cộng đảm nhiệm 3 chức năng cơ bản: (1) Lãnh đạo và quản lý toàn bộ hoạt động của Hệ thống tài chính trong nước, (2) Thiết kế và hướng dẫn hệ thống tài chính vận hành, thực hiện các chính sách tiền tệ trong chiều hướng phục vụ tốt nhất cho sự phát triển nhanh và ổn định của đất nước, và (3) Là một doanh nghiệp nhà nước trong kinh doanh tiền tệ.

Hầu hết các hoạt động của NHTW thiên về hai chức năng đầu.

Các nhóm công việc chính như phát hành tiền, chủ ngân hàng của các ngân hàng, chủ ngân hàng của chính phủ, Quản lý dự trữ quốc gia đều mang đậm tính quản trị hơn kinh doanh. Tuy nhiên NHTW vẫn là một doanh nghiệp làm ăn có hiệu quả.

- Vì là cầu nối giữa hệ thống tài chính trong nước với nước ngoài, chính sách tiền tệ của NHTW không những chịu ảnh hưởng bởi những tác nhân bên trong mà còn với cả tác nhân bên ngoài.

- Hoạt động của NHTW không mang tính sự vụ. Nó là cơ quan kỹ trị tầm vĩ mô, cho nên chức năng và công việc, thiết kế chiến lược chính sách tiền tệ là quan trọng nhất. Đó là một trong các đặc điểm khác cơ bản giữa NHTW và một ngân hàng khác khi chúng ta xét trên khía cạnh kinh doanh.

Mọi thao tác của NHTW đều liên quan đến các vấn đề cung ứng tiền, số lượng tiền, giá trị của tiền và chi phí của tiền hay lãi suất. Cho nên, hoàn toàn có thể nói lại rằng, mọi thao tác của NHTW đều tác động mạnh mẽ đến ý muốn, nhu cầu, số lượng chi tiêu, đầu tư của nhân dân và giá cả. Có nghĩa là, mọi hoạt động của NHTW đều gây ảnh hưởng đến các biến động kinh tế vĩ mô.

- Chính vì thế, vận động của NHTW về các khía cạnh của tiền tệ, luôn luôn nằm trong hệ thống những ý định chiến lược mà ta gọi là chính sách tiền tệ.

Chính sách tiền tệ, được thiết kế và khởi động từ NHTW, lan ra đến mọi ngóc ngách của nền kinh tế, thông qua hoạt động dây chuyền của Hệ thống NHTG và các tổ chức tài chính trong nước ■

## Chương 7: HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG GIAN

Ngân hàng trung gian là một hệ thống có hoạt động gần gũi nhất với nhân dân và nền kinh tế. Trong các nước đang và đã phát triển, hầu như không có công dân trưởng thành nào mà lại không có quan hệ giao dịch với một ngân hàng. Nhiều công dân có quan hệ và mở tài khoản ở rất nhiều ngân hàng cùng lúc. Chính phủ nhờ ngân hàng thu thuế hàng tháng từ nền kinh tế, các công ty và cơ quan trả lương cũng thông qua ngân hàng. Nhân dân chi tiêu, trả nợ, đổi tiền mặt thành các loại Séc du lịch như Master Card, Visa Card... cũng thông qua ngân hàng. Nền kinh tế càng đi dần vào hiện đại, hoạt động và dịch vụ của các NHTG càng đi vào tận những ngõ ngách sâu nhất của đời sống con người.

Cách tốt nhất để tìm hiểu sự liên đới của những NHTG với đời sống của chúng ta là tìm hiểu chính bản chất của hoạt động kinh doanh này, vì một ngân hàng thực chất là một doanh nghiệp với đầy đủ ý nghĩa của nó. Khác với các doanh nghiệp sáng tạo ra hàng hóa hữu hình như lúa, gạo, vải, giày dép, xe ô tô, máy móc... sản phẩm của một NHTG là những dịch vụ (Services); và dịch vụ cũng là loại phương tiện chủ yếu mà ngân hàng cung cấp cho đời sống. Bằng việc huy động tiền gửi của những đối tượng nhân dân có thừa hoặc chưa sử dụng đến để hàng tháng trả lãi suất cho họ, thí dụ: 3%, sau đó dùng chính những số tiền đã vận động được, cho những đối tượng cần tiền khác trong nhân dân vay với lãi suất cao hơn là 3.5% chặng hạn, NHTG nhận được khoản thù lao là 0.5% một tháng. Khoản lợi tức đó chính là thước đo giá trị của loại dịch vụ (hay sản phẩm) mà ngân hàng đã cung ứng cho nhân dân, cho nền kinh tế. Dịch vụ này là môi giới để người cho vay và người vay gặp nhau. Hay nói cách khác, môi giới để các nguồn tiền vốn, tài sản đang bờ không được vận dụng một cách có lợi nhất, phục vụ cho nhu cầu vốn để tăng trưởng của nền kinh tế.

Sau đây chúng ta sẽ thâm nhập từng phần vào các hoạt động của một NHTG hiện đại.

### 7.1. BALANCE SHEET VÀ NHỮNG HOẠT ĐỘNG BƯỚC ĐẦU CỦA MỘT NGÂN HÀNG.

Ngày nay, để thành lập được một doanh nghiệp như một ngân hàng, các chủ nhân cần phải có một số vốn tối thiểu. Vì một số quy định của luật cũng như những tiện ích nhất định của nó, người ta thường rủ mọi người cùng nhau hùn vốn vào để thành lập một công ty tài chính (vì ngân hàng là một doanh nghiệp, cho nên nó có thể được gọi là một công ty, hơn nữa, các công ty kinh doanh thường để ra được ngân hàng) hoặc ngân hàng cho dù bản thân một người có thể có đủ tiền thỏa mãn quy định vốn tối thiểu này.

Sau khi tiến hành những thủ tục cần thiết như lập danh sách cổ đông, thảo cương lĩnh và kế hoạch hoạt động (hay luận chứng kinh tế), đại hội cổ đông để bầu ra Hội đồng quản trị và lựa chọn Ban giám đốc, các chủ nhân bắt đầu xin phép chính quyền hoặc Vụ pháp chế của NHTW (đôi khi cả hai). Chỉ khi nào có giấy phép, các ngân hàng mới được phép hoạt động. Ngày nay, ở các nước phát triển, người ta thường thuê luật sư làm những điều này, và từ khi bắt tay vào cho đến khi có giấy phép hoạt động, thời gian thường không quá 15 ngày.

Có giấy phép rồi, các chủ nhân thuê văn phòng, tuyển nhân viên kỹ thuật, treo bảng hiệu và thế là cho ra đời một ngân hàng, một doanh nghiệp. Đường đi từ nay đến giờ có thể đơn giản hoặc phức tạp, lâu hay mau là tùy vào tính chất cùng mức độ chuyên nghiệp trong quản lý của các chính quyền và NHTW. Để bắt đầu cho hoạt động, mọi ngân hàng có thể tự bố cáo, quảng cáo, hoặc nhờ vào sự giới thiệu rộng rãi của NHTW với nhân dân. Công việc đầu tiên của một ngân hàng là tìm cách diễn tả tình trạng tài chính của mình vào mỗi thời điểm. Mô hình đơn giản nhất giúp ngân hàng làm điều này là liệt kê các loại tài sản lên một bảng mà ngày nay ta gọi là bảng cân đối, bảng quyết toán hay Balance Sheet. Đôi khi còn được gọi là bảng chữ T vì nó có hình chữ T.

**TÀI SẢN CÓ**

**TÀI SẢN NỢ**

Cột trái của bảng chữ T hay Balance Sheet là phần dùng để ghi những Tài sản Có tương ứng với cột phải ghi các Tài sản Nợ. Cần nhớ rằng ghi Tài sản Nợ bên cột trái, Tài sản Có bên cột phải cũng được. Không có gì cố định giữa chúng. Tuy nhiên, theo thông lệ, các chủ ngân hàng thường ghi Tài sản Có bên trái để theo dõi tình hình đầu tư. Nhưng thế nào là Tài sản Có và Nợ.

Đúng ra một số khái niệm như thế này nên được trình bày ngay từ đầu vì có nhiều liên quan với các phần trước. Nhưng mặt khác, đây là vấn đề mang tính kỹ thuật của riêng hoạt động NHTG, do vậy, chúng tôi phải đặt chúng trong chương này. Trước hết, Tài sản Nợ diễn tả những khoản NHTG mắc nợ thị trường. Có nghĩa là những khoản mà nhân dân gửi vào cho nó, hay nó đi vay các đối tượng trong nền kinh tế như NHTW, các NHTG hay các tổ chức tài chính khác, chính quyền, nước ngoài, các doanh nghiệp, nhân dân... Đúng bên phía Tài sản Nợ của NHTG là người đi vay, con nợ. Các đối tượng kia là người cho vay, là chủ nợ. Là một đơn vị kinh doanh tiền tệ, bất cứ thành phần nào có tiền và cho ngân hàng vay đều trở thành chủ nợ của ngân hàng. Do vậy, chủ nợ của ngân hàng có thể là mọi thành phần nhân dân trong và ngoài nước.

Tài sản Có cho biết những khoản mà thị trường nợ ngân hàng. Nói cách khác, nó là những khoản mà NHTG cho thị trường vay. Đúng trên giác độ tính chất, ngân hàng là chủ nợ và các đối tượng vay tiền của nó là con nợ. Nếu chữ “Nợ” phản ánh rằng đó là tài sản của người khác mà ngân hàng vay mượn, thì chữ “Có” phản ánh những tài sản của ngân hàng hiện đang được các thành phần khác vay mượn. Vì mục tiêu của ngân hàng là cho vay để kiếm lời nên tài sản có hay các khoản mà ngân hàng cho thị trường vay còn được gọi là đầu tư của ngân hàng (Banking Investment).

Bên cạnh khái niệm về Tài sản Có (Assets) và Tài sản Nợ (Liabilities), có một khái niệm thứ ba là Vốn chủ sở hữu hay Vốn cổ phần (Equity), những khoản tiền do các cổ đông đóng góp vào ngay từ đầu làm cơ sở. Trong quá trình hoạt động, vốn cổ phần với tiền lãi được chia không cố định này có thể được bổ sung thêm từ lợi tức kiếm được trong kinh doanh, từ đó hình thành ra khái niệm Tài sản Ròng (Net Worth). Về nguyên tắc:

$$\text{Tài sản ròng} = \text{Tổng tài sản có} - \text{Tổng tài sản nợ} \quad (7.01)$$

Thông thường, Tài sản ròng là khoản được chia cho các cổ đông. Dù nó không chi mà được nhập làm vốn, thì trong cả hai trường hợp nó vẫn thuộc Tài sản Nợ. Giả định rằng vào ngày đầu tiên sau khi có quyết định cho phép thành lập, một NHTG chỉ mới có vốn cổ đông là 200 triệu VND mà chưa hề phát sinh bất cứ nghiệp vụ nào, Bảng cân đối đơn giản của nó sẽ ở dạng như sau:

<b>TÀI SẢN CÓ</b>		<b>1</b>	<b>TÀI SẢN NỢ</b>	
Tiền mặt:	200 triệu		Các khoản nợ khác:	0
$\Sigma$ Có:	200 triệu		Vốn cổ phần:	200 triệu
			$\Sigma$ Nợ:	200 triệu

Hai bên Tài sản Có và Nợ phải luôn cân đối với nhau. Điều này phản ánh một tính chất cực kỳ cơ bản là tất cả các khoản nợ (bao gồm luôn tài sản ròng) phải được diễn tả bằng đúng các khoản có. Đó là lý do người ta gọi đây là bảng cân đối hay Balance Sheet. Ngân hàng sẽ thấy rằng cần gửi một ít tiền về NHTW. Ở một số nước, điều này được quy định bởi Luật Ngân hàng như là điều kiện bắt buộc. Nhưng ở tất cả các nước phát triển, hoàn toàn do tự nguyện. Ngân hàng thấy cần gửi tiền vào NHTW không phải vì kho chứa của NHTW an toàn hơn hay tốt hơn mà điều quan trọng là gửi tiền vào NHTW trước hết sẽ tạo những thuận

lợi cho việc thanh toán các tờ Séc do ngân hàng cấp ra trong những ngày sắp đến. Cho rằng nó quyết định gửi vào NHTW là 150 triệu VND, tình trạng tài chính của nó bây giờ sẽ là:

TÀI SẢN CÓ		2	TÀI SẢN NỢ	
Tiền mặt:	50 triệu		Vốn cổ phần:	200 triệu
Ký gửi tại NHTW:	150 triệu		Nợ khác:	0
$\Sigma$ Có:	200 triệu		$\Sigma$ Nợ:	200 triệu

Giả sử trong thời gian chờ người đến gửi tiền, một số đối tượng khác trong nền kinh tế bắt đầu đến ngân hàng này xin vay. Như thông lệ, ngân hàng sẽ làm thủ tục để mở cho anh ta một tài khoản. Tài khoản là tên gọi của những ký hiệu do ngân hàng lập ra để theo dõi tình hình gửi tiền và rút tiền (nếu là tài khoản tiền gửi) hoặc vay tiền và trả nợ (nếu là tài khoản tiền vay) của mỗi khách hàng. Theo thói quen, đứng về phía ngân hàng, mở một tài khoản mới có nghĩa là có những giao dịch mới với một khách hàng mới. Ngược lại, đứng về phía nhân dân, gửi một tài khoản tại ngân hàng là bắt đầu việc gửi tiền và thanh toán chi tiêu, vay mượn, trả nợ qua ngân hàng.

Với những ngân hàng hiện đại, làm thủ tục mở tài khoản mới mất không quá 5 phút. Trở lại thí dụ trên, sau khi xem xét mức độ tin cậy và sự an toàn của việc cho vay, ngân hàng quyết định cho Công ty A vay 30 triệu. Tình hình tài chính của ngân hàng lập tức diễn ra như sau:

TÀI SẢN CÓ		3	TÀI SẢN NỢ	
Tiền mặt:	50 triệu		Vốn cổ phần:	200 triệu
Ký gửi tại NHTW:	150 triệu		Tiền gửi tài khoản séc hay quyền được viết séc của công ty A: 30 triệu	
Công ty A vay:	30 triệu		$\Sigma$ Nợ:	230 triệu
$\Sigma$ Có:	230 triệu			

Khi ngân hàng đã cho A vay, khoản cho vay dù là tiền mặt hay là tiền séc (nghĩa là quyền được viết séc để thanh toán) vẫn là một khoản đầu tư vì nhất định A sẽ phải trả lãi cho tiền vay này theo hợp đồng. Khoản này cũng là tài sản có của ngân hàng, vì A vay, ngân hàng là chủ nợ và trước sau gì A cũng sẽ trả lại cho ngân hàng. Lưu ý rằng nếu khoản vay là bằng tiền mặt, nghĩa là A nhận bằng tiền mặt, điều này vẫn thường xảy ra ở các nước đang phát triển, tài sản có bên cột trái của ngân hàng sẽ là:  $150 \text{ triệu} + 30 \text{ triệu} = 200 \text{ triệu}$ . Và tương ứng bên tài sản nợ chỉ có khoản nợ duy nhất là vốn cổ đông 200 triệu mà thôi. Trong trường hợp A không cần lấy tiền mặt, chỉ cần ngân hàng cấp sổ Séc để thanh toán cho tiện, như ở các nước đã phát triển, vấn đề sẽ diễn ra như bằng cân đối số 3 vừa rồi của chúng ta. Do A chỉ vay bằng Séc, không rút tiền mặt, trong tài sản có lượng tiền mặt 50 triệu tại ngân hàng vẫn còn nguyên. Tổng cộng tài sản có sẽ là 230 triệu vì đã có thêm 30 triệu cho A vay bằng Séc.

Tương đương với điều này, bên tài sản nợ, ngoài vốn cổ đông 200 triệu, ngân hàng bắt đầu nợ thị trường thêm một khoản 30 triệu tiền séc. Vì sao nợ? Vì ngân hàng đã cấp cho A (theo hợp đồng cho vay) một cuốn séc có thể chi tới 30 triệu. Chẳng chóng thì chày, A sẽ viết séc để chi tiêu. Người nhận séc của A sẽ đến ngân hàng để đòi tiền. Do vậy, 30 triệu nói trên là khoản nợ mà ngân hàng sẽ phải thanh toán trong tương lai. Vì thế, bên tài sản nợ xuất hiện thêm khoản nợ là: Tiền gửi bằng tài khoản séc (vì A chưa sử dụng nên xem như A còn gửi ở ngân hàng) hay quyền được viết séc của công ty A là 30 triệu đồng để tổng các khoản nợ đúng bằng 230 triệu.

Dĩ nhiên công ty A không đến ngân hàng để vay 30 triệu về cất làm của để mỗi ngày phải trả lãi cho ngân hàng. Nó sẽ nhanh chóng chi tiêu tiền vay cho công việc của nó. Cho rằng chỉ trong vòng 3 ngày, nó đã viết và chi hết sạch 30 triệu tiền séc. Séc do A chi sẽ được các đối tác nhận Séc đem nộp vào những ngân hàng của họ. Thí dụ, một trong các đối tác của A là đại lý cung cấp nguyên liệu, sau khi nhận của A là 10 triệu tiền Séc, đại lý đem nộp vào ngân hàng mà nó có tài khoản. Nếu tình hình diễn ra vào ngày xưa với các ngân hàng thời

Trung cỗ, chủ ngân hàng của đại lý sẽ hẹn ngày thanh toán với ngân hàng A. Đến hẹn, ngân hàng của đại lý sẽ trả lại Séc của ngân hàng A cho ngân hàng. Ngược lại, ngân hàng A sẽ giao 10 triệu tiền mặt cho ngân hàng của đại lý với kết quả như sau:

TÀI SẢN CÓ		4a	TÀI SẢN NỢ
Tiền mặt còn lại	40 triệu	Vốn cổ phần	200 triệu
Ký gửi tại NHTW:	150 triệu	Tài khoản séc	20 triệu
Cho công ty A vay:	30 triệu		
$\Sigma$ Có:	220 triệu	$\Sigma$ Nợ	220 triệu

Vì công ty A đã viết Séc chi mất 10 triệu cho nên tiền Séc bên tài sản nợ chỉ còn 20 triệu, tương đương với sự hụt đi 10 triệu tiền mặt bên tài sản có. Tuy nhiên, điều chúng ta vừa nói, ngân hàng ngày nay không những là việc chuyển tiền đơn điệu như vậy. Mọi thanh toán bằng Séc được tập trung tại NHTW để bù trừ như chúng ta đã bàn ở phần trước về hoạt động của NHTW. Bù trừ như thế nào? Khi đại lý nộp Séc của công ty A về ngân hàng của đại lý, ngân hàng của đại lý chỉ đơn giản chuyển Séc ấy về cho NHTW. Bởi vì cả ngân hàng của công ty A lẫn ngân hàng của đại lý đều có tài khoản và tiền gửi ở NHTW, cho nên, khi nhận Séc của ngân hàng đại lý nộp vào do ngân hàng A cấp, NHTW lập tức ghi khoán gửi của ngân hàng A giảm đi 10 triệu để chuyển qua làm cho khoán có của ngân hàng đại lý được tăng lên 10 triệu. NHTW không cần chuyển một đồng tiền mặt nào, chỉ di chuyển trên những ghi chép sổ sách. Từ sự phát sinh này, khi công ty A chi 10 triệu Séc cho đại lý, bảng cân đối của ngân hàng công ty A sẽ không phải như bảng 4a của thời Trung cỗ mà sẽ là:

TÀI SẢN CÓ		4b	TÀI SẢN NỢ
Tiền mặt còn lại	50 triệu	Vốn cổ phần	200 triệu
Ký gửi tại NHTW:	140 triệu	Tài khoản séc	20 triệu
Cho công ty A vay:	30 triệu		
$\Sigma$ Có:	220 triệu	$\Sigma$ Nợ	220 triệu

Lượng tiền mặt tại ngân hàng vẫn như bảng 3 là 50 triệu, nhưng tiền mặt tại NHTW chỉ còn 140 triệu, vì có 10 triệu phải chuyển qua trả cho ngân hàng của đại lý do công ty A viết Séc chi tiêu. Đôi lại, bên tài khoản nợ, tiền trong tài khoản Séc mà công ty A còn được quyền viết chỉ còn 20 triệu. Một cách tương tự, khi toàn bộ Séc do công ty A chi tiêu đã được NHTW bù trừ, bảng quyết toán của ngân hàng hiện tại là:

TÀI SẢN CÓ		TÀI SẢN NỢ	
Tiền mặt còn lại	50 triệu	Vốn cổ phần	200 triệu
Ký gửi tại NHTW:	120 triệu	Tài khoản séc	0 triệu
Cho công ty A vay:	30 triệu		
$\Sigma$ Có:	200 triệu	$\Sigma$ Nợ	200 triệu

Tài sản nợ chỉ còn 200 triệu vì A đã sử dụng hết quyền viết Séc, và tất cả Séc do A viết đã được khấu trừ ở NHTW làm giảm tiền gửi của ngân hàng A tại đó.

Bây giờ ta nghiên cứu đến hoạt động nhận tiền gửi. Cùng trong thời gian cho công ty A vay, ngân hàng bắt đầu thu được sự chú ý của công chúng. Một vài người đem tiền gửi. Người B gửi 5 triệu tiền mặt, người C gửi 20 triệu tiền Séc từ một ngân hàng khác. Khi B gửi vào 5 triệu tiền mặt, ngân hàng có bảng cân đối sau:

TÀI SẢN CÓ		TÀI SẢN NỢ	
Tiền mặt còn lại	55 triệu	Vốn cổ phần	200 triệu
Ký gửi tại NHTW:	120 triệu	Tiền gửi của B:	5 triệu
Cho công ty A vay:	30 triệu		
$\Sigma$ Có:	205 triệu	$\Sigma$ Nợ	205 triệu

Khi C nộp Séc gửi tiền vào ngân hàng, ngân hàng gửi Séc đó về NHTW và được NHTW ghi vào tài sản ký gửi của ngân hàng thêm 20 triệu. Balance Sheet được đọc thành:

TÀI SẢN CÓ		TÀI SẢN NỢ	
Tiền mặt còn lại	55 triệu	Vốn cổ phần	200 triệu
Ký gửi tại NHTW:	140 triệu	Tài khoản của B + C	25 triệu
Cho công ty A vay:	30 triệu		
$\Sigma$ Có:	225 triệu	$\Sigma$ Nợ	225 triệu

Ngân hàng sẽ tiếp tục cho vay và tiếp tục nhận tiền gửi với bảng cân đối hiện tục chuyển động theo những dạng tương tự như trên. Vấn đề tiếp theo là khi gửi tiền bên tài sản nợ vào rất nhiều loại, ngân hàng làm cách nào để phân loại và phân loại để làm gì. Bên cạnh đó, ngân hàng sẽ giữ tiền mặt tại kho của mình hay sẽ ký gửi tại kho của NHTW bao nhiêu. Có đặc điểm gì về hai loại tài sản có này hay không? Phần sau đây về hoạt động của NHTG sẽ giải thích cho chúng ta những câu hỏi này.

## 7.2. PHÂN LOẠI VÀ QUẢN LÝ TÀI SẢN NỢ

Huy động các nguồn vốn khác nhau trong xã hội để hoạt động là hoạt động quan trọng nhất của các NHTG, đặc biệt là các ngân hàng có quy mô lớn. Trong vòng ba thập niên từ sau cuộc đại suy thoái năm 1930, hầu hết các NHTG trên thế giới đều quan tâm nhiều đến việc quản lý tài sản có, hay nói cách khác là kế hoạch và phương thức đầu tư các nguồn lực đã có. Việc quyết định đầu tư vào đâu trở nên rất quan trọng. Có những mâu thuẫn khá cổ điển giữa các khuynh hướng đầu tư vào những loại tài sản hoặc thương vụ kém thanh khoản nhưng lợi tức cao, và sự cẩn thận đầu tư vào những tài sản, thương vụ lợi tức thấp nhưng khả năng thanh khoản cao. Các NHTG hầu như dao động giữa hai mối bận tâm này.

Từ thập niên 60, khi chế độ lãi suất trả cho tiền gửi được thả nổi linh hoạt, tài sản nợ bắt đầu trở nên đa dạng và sự cạnh tranh khốc liệt giữa các NHTG với nhau trong việc tìm kiếm vốn hoạt động đã dần dần hướng các chủ ngân hàng chú ý đến sự biến động của tài sản nợ. Vả lại, từ thập niên 60 trở đi, với sự phát triển nhanh của các thị trường tài chính liên quốc gia, đã có rất nhiều loại tài sản có lợi tức ổn định và thanh khoản cao mở ra trước mắt các ngân hàng ở các nước phát triển. Cho nên, vấn đề khó khăn không còn là đầu tư vào đâu mà là làm thế nào có đủ vốn cho đầu tư giữa môi trường cạnh tranh đầy kịch tính trong hệ thống NHTG. Do vậy, quản lý tài sản nợ đã thay thế mối bận tâm vào tài sản có của ngân hàng.

Cho đến thập niên 90, tài sản nợ của các NHTG trên khắp thế giới vẫn còn tập trung vào 5 nhóm phổ biến là: (1) Tiền gửi không kỳ hạn, (2) Tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm, (3) Các khoản vay của thị trường, (4) Các khoản gửi bằng chứng khoán ngắn hạn và (5) Vốn cổ phần. Việc phân loại 5 nhóm tài sản nợ này thường phản ánh phương thức quản lý vốn huy động trong thời gian gần đây.

### 7.2.1. Tiền gửi không kỳ hạn

Trước thập niên 70, tiền gửi không kỳ hạn của nhân dân là bộ phận lớn nhất trong tài sản nợ của các NHTG với xấp xỉ 70%. Cho đến những năm 80 và 90, dù tình hình đã khác đi với việc cải tiến hệ thống quản lý bằng mạng máy tính, các NHTG dễ dàng vào bất cứ lúc nào, chuyển các khoản gửi từ tài khoản tiết kiệm hoặc tài khoản có kỳ hạn sang tài khoản không kỳ hạn cho nhân dân sử dụng Séc một cách tự động, do đó nhân dân có khuynh hướng gửi tiền vào tài khoản có kỳ hạn và tiết kiệm để có lãi suất cao hơn thì các khoản gửi không kỳ hạn vẫn còn chiếm xấp xỉ 25% tài sản nợ của các ngân hàng.

Khi chúng ta mang tiền mặt (hoặc Séc từ một ngân hàng khác) gửi vào ngân hàng A, nếu chúng ta muốn sẽ có thể rút hoặc chi tiêu vào bất cứ lúc nào, ngân hàng A sẽ sắp xếp tiền gửi của chúng ta vào nhóm tiền gửi không kỳ hạn, nghĩa là các khoản gửi với thời gian không

xác định. Người vừa mới gửi tiền vào sáng nay, nếu cần, anh ta có thể rút ra ngay vào buổi chiều cùng ngày. Nếu không có nhu cầu sử dụng, anh ta có thể mươi bõa, nửa tháng hoặc một năm sau mới rút ra. Tính bất định về thời gian gửi, cùng các đặc điểm có thể rút ra bất cứ lúc nào cần đã làm cho loại tiền gửi này còn có tên gọi theo tiếng Anh là Tiền gửi theo nhu cầu (Demand Deposits).

Khoản tiền chúng ta gửi vào thực chất là một khoản chúng ta cho ngân hàng vay. Ngân hàng sẽ phải trả lãi cho chúng ta hàng tháng mặc dù rất thấp. Do đó, đối với ngân hàng, nó là một khoản nợ của chúng ta. Khoản nợ này sẽ được trả theo nhu cầu của người gửi.

Vào thời Trung cổ và một vài trường hợp hiện nay ở các nước đang phát triển, khi cần tiền để tiêu xài, người ta phải đến ngân hàng A, xuất trình chứng thư xác nhận đã gửi tiền cho ngân hàng và rút ra một ít tiền vàng (hay tiền mặt) để sử dụng. Vào thế kỷ XX, ở hầu hết các nước trên thế giới, thay cho rút tiền mặt, người ta đã làm quen với chứng từ do ngân hàng cấp cũng có giá trị thanh toán giống tiền mặt như Séc. Do đó, ngày nay, khi chúng ta gửi tiền vào tài khoản không kỳ hạn, ngân hàng sẽ cấp cho chúng ta một cuốn sổ Séc để chúng ta có thể viết Séc chi tiêu khi có nhu cầu ở bất cứ nơi nào. Vì lý do này, tiền gửi không kỳ hạn còn được gọi là Tiền trong tài khoản Séc (Checking Account) mà chúng ta đã phân tích trong ví dụ về công ty A ở phần trước.

Do hiệu năng thanh toán của Séc không kém gì tiền mặt (ở các nước phát triển), tiền gửi vào tài khoản Séc rất thuận lợi việc thanh toán bằng Séc, chứ không phải là lãi suất mà nó được hưởng từ ngân hàng. Bởi lẽ đó, trước thập niên 70, hầu hết các NHTW đều cấm các NHTG trả lãi suất cho tiền gửi không kỳ hạn. Vì sao phải cấm? Nguyên nhân chính là để hạn chế các NHTG dùng tiền gửi không kỳ hạn để đầu tư hoặc cho vay vào những thương vụ có thời gian cố định. Các NHTW vào lúc ấy sợ rằng nếu cho phép các NHTG được trả lãi suất cho các khoản gửi không kỳ hạn, sự cạnh tranh để thu hút tiền gửi giữa các ngân hàng sẽ dẫn đến việc lãi suất được trả có thể lên cao.

Khi ngân hàng phải trả lãi suất cao cho tiền gửi không kỳ hạn, nó buộc phải tìm cách dùng tiền gửi này cho vay nhằm kiếm được lợi nhuận bù đắp cho tiền lãi cao phải trả để tránh thiệt hại. Các khoản cho thị trường vay luôn luôn phải có thời gian cố định (1 tháng, 3 tháng, 6 tháng hoặc ít nhất là 1/2 tháng...) phụ thuộc vào công việc kinh doanh và hợp đồng cho vay với các thân chủ đi vay. Việc cho vay có thời hạn bằng những khoản tiền gửi không thời hạn và người gửi có quyền rút ra bất cứ lúc nào là một điều rất mạo hiểm. Bởi vì, nếu có nhiều người gửi tiền, cùng lúc viết Séc rút tiền, trong khi tiền của họ ngân hàng đã cho vay mất và chưa đến hạn thu hồi, tình trạng kẹt thanh toán và mất khả năng trả nợ sẽ rất dễ xảy ra và tác động lan truyền rất nhanh. Do vậy, để đảm bảo an toàn thanh toán, các NHTG luôn luôn phải có dự trữ cao nhằm chi trả cho những tờ Séc của tiền gửi không kỳ hạn, để NHTG không ngần ngại khi lưu dự trữ cao, NHTW trước năm 1980 đã cấm việc trả lãi cho loại tiền gửi này.

Mặc dù vậy, sự tiện lợi của thanh toán Séc vẫn làm cho tiền gửi không kỳ hạn chiếm tỷ lệ cao trong tổng tài sản nợ của các ngân hàng suốt 3 thập niên trước năm 1980. Các doanh nghiệp sản xuất và thương mại rất thích loại tài khoản này. Tiền của họ gửi vào hôm nay, có thể cần phải chi bất cứ lúc nào trong ngày mai, lúc đó lãi suất của một ngày là không đáng phải suy tính so với những sự tiện lợi, an toàn và nhanh chóng của thanh toán bằng những tờ Séc thay cho khối tiền giấy cồng kềnh.

Từ năm 1980 trở đi, có hai biến cố làm khối lượng tiền gửi không kỳ hạn giảm hẳn xuống dưới 25% như chúng ta có thể thấy bên Tài sản nợ của NHTG trên bảng 7.1. Thứ nhất, tuy tiền gửi không kỳ hạn đã được phép trả lãi suất, nhưng trong vòng 5 năm từ 1980 đến 1985, lãi suất của tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm trên hầu hết khắp thế giới đã được đẩy lên đến mức hơn 2 chữ số, mức kỷ lục từ xưa đến nay. Lãi suất cao của tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm đã chiến thắng sự tiện lợi của việc dùng Séc. Các doanh nghiệp, các cá nhân bắt đầu nghĩ rằng nên kế hoạch hóa những chi tiêu lặt vặt mỗi ngày, hạn chế việc dùng Séc hoặc chỉ sử dụng khi nào thật cần, dành tiền gửi vào tài khoản có kỳ hạn và tiết kiệm để hưởng lợi. Biến cố thứ hai là sự ra đời của tài khoản NOW (Now Account) ở các NHTG.

**Bảng 7.1. Balance Sheet của NHTG ở Hoa Kỳ  
ngày 1 tháng 1 năm 1981**

(TỶ USD)

TÀI SẢN CÓ			TÀI SẢN NỢ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
Tiền mặt	20.4	1.94	Tiền gửi không kỳ hạn	324.4	23.77
Ký gửi tại NHTW	27.5	2.02	Tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm	653.8	47.91
Chứng khoán ngắn hạn	19.7	1.44	Các khoản vay từ quỹ liên bang	101.9	7.47
Trái phiếu kho bạc	191.4	14.03	Các khoản gửi bằng chứng khoán ngắn hạn	138.1	10.12
Trái phiếu công ty	159.2	11.67	Các khoản nợ khác	65.7	4.81
Cho vay tiêu dùng	176.7	12.95	Tài sản ròng (bao gồm vốn cổ phần)	80.8	5.92
Cho vay thương mại	300.4	22.01			
Cho vay khác	158.2	11.59			
Cho vay cầm cố nhà đất	264.6	19.39			
Tài sản cố định	46.6	3.1			
<b>Tổng tài sản có</b>	<b>1364.7</b>	<b>100.0</b>	<b>Tổng tài sản nợ</b>	<b>1364.7</b>	<b>100.0</b>

Nguồn: Federal Reserve Bulletin, January 1981, P303

Trước đây, một người có tiền gửi ở tài khoản có kỳ hạn và tiết kiệm, muốn chuyển tiền sang tài khoản sử dụng Séc để chi tiêu cho một số công việc nào đó, anh ta phải đến ngân hàng làm thủ tục. Nếu tiền gửi có kỳ hạn của anh ta đã đến hạn, việc chuyển này không làm anh ta tốn kém mà chỉ phải mất công đến ngân hàng. Nhưng trong trường hợp tiền gửi của anh ta chưa đến hạn, tình hình sẽ khác đi. Vừa mất công, anh ta vừa phải chịu mất ít lãi suất phạt và bị khấu trừ vào lãi suất được hưởng vì đã chuyển tiền trước thời hạn quy định. Thông thường việc chuyển tiền trước thời hạn sẽ làm cho người gửi thay vì được hưởng trọn lãi suất có kỳ hạn trở thành chỉ được hưởng lãi suất theo mức của tiền gửi không kỳ hạn. Sự phức tạp của vấn đề đã làm cho nhiều người nghĩ rằng nên lưu giữ một ít tiền thường xuyên trong tài khoản Séc cho tiện. Điều đó góp phần làm cho các khoản gửi không kỳ hạn trở nên nhiều hơn.

Cuối thập niên 70, một ngân hàng tiết kiệm ở Massachusetts, Hoa Kỳ này ra một sáng kiến. Ngân hàng này đưa ra một loại tài khoản gửi mới, tài khoản NOW (Negotiated Order of Withdrawal). NOW là một tài khoản tiết kiệm. Nhưng nó khác với tài khoản tiết kiệm thông thường ở chỗ, trong khi cùng được hưởng lãi suất tiền gửi như nhau, tài khoản NOW có một tính chất đặc biệt là: cho phép người gửi được rút tiền hay chuyển tiền vào bất cứ lúc nào mà không bị phạt lãi suất. Séc do anh ta viết ra, được người nhận thanh toán chuyển về ngân hàng và ngân hàng tự động chuyển phần tiền đó từ tài khoản tiết kiệm qua tài khoản Séc để bù trừ. Do đó được cả sự tiện lợi của tài khoản Séc và lợi tức của tài khoản tiết kiệm, tài khoản NOW nhanh chóng được phổ biến khắp châu Âu và đến năm 1980, hầu hết các NHTW đều cho phép các NHTG của họ đưa ra loại tài sản nợ: Tài khoản NOW.

Trong thập niên 80, khối lượng của tiền gửi không kỳ hạn giảm hẳn vì 2 nguyên nhân nói trên. Trong những năm gần đây, với sự hiện đại hóa hoạt động quản lý tài sản bằng hệ thống CHIPS mà chúng ta đã có dịp xét trong phần 1, không còn ranh giới rõ rệt giữa tài

khoản gửi tiết kiệm và tài khoản Séc ở nhiều NHTG thuộc các nước công nghiệp trên thế giới. Các loại hệ thống thanh toán tự động như ATM, EBT (Electronic Benefits Transfer) đã cho ra đời hàng loạt loại tiền tiện lợi như thẻ ATM, Visa, Master, Traveler Check. Bản thân các loại tiền này là những loại hình của Séc. Nhưng có đặc tính là có khả năng tự động chuyển những khoản tiền gửi từ tài khoản tiết kiệm ra thành tiền Séc hoặc tiền mặt vào bất cứ lúc nào.

Có trường hợp nào làm biến mất loại tài khoản Tiền gửi không kỳ hạn trong tài sản nợ của các NHTG vì tình hình nói trên hay không? Các nhà kinh tế châu Âu đều tin rằng: Không. Lý do là tài khoản NOW chỉ thích hợp với những giao dịch loại nhỏ dành cho các khu vực không kinh doanh, như các cá nhân, hộ gia đình, công nhân viên chức và các đơn vị kinh doanh nhỏ..., nói chung những bộ phận này có thu nhập vừa phải, cao lâm cũng tương đương với mức bình thường. Chi tiêu của họ cũng chỉ là những chi tiêu ít như mua sắm, du lịch, đi nhà hàng... Do khoản tiền gửi và chi tiêu của mỗi thành chủ bình quân chỉ dao động ở mức 50.000 đến 500.000USD mỗi năm ở các nước công nghiệp, việc chuyển tự động từ tài khoản tiết kiệm lãi suất cao sang tài khoản Séc cho chi tiêu của họ không ảnh hưởng nhiều đến lợi ích của ngân hàng cũng như tình hình dự trữ của nó. Cho nên tài khoản NOW áp dụng được. Những thành phần này cũng tạo thành bộ phận đóng đảo nhất trong nền kinh tế, vì thế, nó giải thích lý do vì sao lượng tiền gửi vào loại tài khoản này hoặc tài khoản tiết kiệm tăng nhanh và chiếm đa số áp đảo trong những năm gần đây.

Tuy nhiên, với những giao dịch lớn, thanh toán cho nhau hàng triệu USD trở lên mỗi lần của khu vực kinh doanh lớn, việc chuyển từ tiền tiết kiệm ra một cách tự động sẽ gây ảnh hưởng rất nặng nề đến việc sụt giảm nhanh chóng dự trữ và khả năng chi trả của NHTG. Đó là chưa nói đến việc tiền tiết kiệm là những khoản gửi định kỳ luôn luôn được cân đối bằng những khoản đầu tư có thời hạn bên tài sản có. Những thao tác rút tiền bất ngờ như tài khoản NOW với những khoản tiền lớn dễ đẩy ngân hàng đến chỗ khó thanh khoản, và khủng hoảng. Vì nguyên nhân trên, sự tồn tại của tài khoản tiền gửi không kỳ hạn dùng Séc vẫn tỏ ra vô cùng cần thiết cho những giao dịch lớn, tránh sự bị động cho ngành ngân hàng. Đó là lý do vì sao đến năm 1996, thanh toán bằng Séc qua tiền gửi không kỳ hạn ở Hoa Kỳ vẫn được tiếp tục ở mức 15% đến 20% tổng tài sản nợ của các NHTG, với mỗi năm hơn 60 tỷ USD tiền Séc được bù trừ, và ở Thái Lan hiện nay, vẫn tồn tại tài khoản tiền gửi không kỳ hạn được trả lãi suất dành cho các doanh nghiệp cần những giao dịch bất ngờ bằng Séc với số lượng tiền lớn (bảng 7.16).

### **7.2.2. Tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm**

Năm 1981, Tiền gửi không kỳ hạn ở các NHTG Hoa Kỳ chiếm 23.77%. Nhưng cũng trong năm đó, Tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm chiếm 47.91% tổng tài sản của nó (bảng 7.1).

Tiền gửi có kỳ hạn giống như tiền gửi không kỳ hạn, là một khoản cho vay của người gửi đối với ngân hàng. Điều khác nhau cơ bản của hai loại này từ trước năm 1980 là tiền gửi có kỳ hạn không được phép rút ra khi cần.

Khi chúng ta đến gửi tiền vào NHTG theo tài khoản gửi có kỳ hạn, điều ngân hàng cần biết trước tiên là chúng ta gửi với thời gian bao lâu. Thông thường định kỳ có thể là 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, 9 tháng, 1 năm hoặc hơn nữa. Tiền gửi có kỳ hạn có những đặc điểm như sau:

- Tên gọi “có kỳ hạn” có nghĩa là khoản tiền được gửi sẽ có thời gian gửi tối thiểu theo thỏa thuận giữa ngân hàng và thành chủ và không được rút ra trước kỳ hạn đã định nói trên. Thí dụ như nếu ta đã đồng ý gửi tiền trong khoảng thời gian 3 tháng, chúng ta thường không yêu cầu được rút tiền ra trước ngày cuối cùng của tháng thứ 3. Nếu vì lý do đặc biệt phải rút tiền ra trước hạn kỳ, các NHTG sẽ có một trong ba cách xử lý: (1) Từ chối. Họ đã từng có quyền làm như vậy trước đây, bởi vì việc gửi tiền của chúng ta là một hợp đồng cho vay với thời hạn đã thống nhất, khi chúng ta đòi lại trước thời hạn, điều đó sẽ gây thiệt hại cho công việc của ngân hàng. Tuy nhiên, thông thường ngân hàng áp dụng 2 cách mềm dẻo hơn là: (2) Yêu cầu chúng ta phải báo trước ít nhất một khoảng thời gian nào đó về ý định rút tiền. Trước những năm 80, khoảng thời gian tối thiểu phải báo trước này là 30 ngày, và (3) Với những yêu cầu rút tiền đột xuất như vậy, khoản lãi suất mà ngân hàng trả cho tiền gửi của chúng ta sẽ

rất thấp (thường chỉ tương đương lãi suất gửi không kỳ hạn), do chúng ta phải chịu phạt vì đã làm ảnh hưởng đến kế hoạch đầu tư của ngân hàng.

- Lãi suất mà ngân hàng trả cho tiền gửi có kỳ hạn (bao gồm cả tiền gửi tiết kiệm) thường là cao hơn nhiều so với tiền gửi không kỳ hạn. Lý do ở đây là, khi chúng ta thống nhất với ngân hàng rằng sẽ gửi tiền trong khoảng thời gian 3 tháng, có đến hơn 80% những thân chủ gửi được cam kết nói trên. Do vậy, NHTG hoàn toàn yên tâm sử dụng tiền gửi của chúng ta để cho vay trong 2 tháng 29 ngày. Với khoản cho vay ổn định này, ngân hàng sẽ kiếm được nhiều lợi nhuận hơn. Vì thế tiền thù lao nó trả cho chúng ta cũng phải cao hơn để kích thích sự gửi tiền hơn nữa.

- Loại tiền gửi có kỳ hạn phổ biến và cổ điển nhất là tiền gửi tiết kiệm có sổ (Passbook Savings Account, xem hình 3 và Chương Hệ thống tiền tệ, Phần 1). Tiền gửi vào và các khoản rút ra được thể hiện trên một cuốn sổ nhỏ do NHTG cấp. Cuốn sổ này đồng thời có giá trị như một chứng thư xác nhận về khoản tiền đã gửi. Loại hình này tồn tại đến hiện nay và trong những năm 90 này, nó có thể dễ dàng chuyển sang tài khoản Séc. Vì thế, được xem là một loại hình tiền có khả năng thanh khoản rất cao, không kém Séc và tiền mặt.

- Những loại tiền gửi có kỳ hạn phổ biến khác là: Giấy chứng nhận tiền gửi (Certificates of Deposits, viết tắt là CDs), Chứng thư tiết kiệm (Savings Certificates), Trái phiếu tiết kiệm (Savings Bonds). Các loại này đều là hàng hóa trên thị trường tiền tệ.

- Tiền gửi có kỳ hạn được hưởng lãi suất cố định. Tuy nhiên giữa các loại tiền gửi có kỳ hạn khác nhau, lãi suất được trả sẽ khác nhau. Tiền gửi có kỳ hạn với thời gian càng lâu, lãi suất sẽ càng lớn bởi vì ngân hàng hoàn toàn có thể dùng tiền này đầu tư vào những dịch vụ hoặc sản xuất có tính lâu dài hơn với lợi tức ổn định hơn. Bảng 7.2 cho thấy tình hình lãi suất mà các NHTG trả cho các loại tiền gửi có kỳ hạn khác nhau ở Hoa Kỳ giữa hai thời điểm 1981 và 1996.

**Bảng 7.2 - Lãi suất các loại tiền gửi có kỳ hạn do NHTG Hoa Kỳ trả cho người gửi giữa hai thời điểm 1981 và 1996**

(% mỗi năm)

Ngày 1 tháng 1 năm 1981			Ngày 1 tháng 1 năm 1996		
Loại Tiền gửi	Ngân hàng thương mại	Ngân hàng tiết kiêm & Ngân hàng đặc biệt	Loại Tiền gửi	Ngân hàng thương mại	Ngân hàng tiết kiêm & Ngân hàng đặc biệt
Tiền gửi vào tài khoản NOW	5.25	5.25		7.92	1.84
Tiền gửi tiết kiệm	5.25	5.5		3.01	2.96
Tiền gửi có kỳ hạn khác	5.25	-		3.79	4.39
- 14 ngày đến 89 ngày					
- 90 ngày đến 1 năm	5.75	6.0		4.58	4.87
- 1 năm đến 2 năm	6.0	6.5		5.04	5.22
- 2 năm đến 2 ½ năm	6.0	6.5		5.04	5.22
- 2 ½ năm đến 4 năm	6.5	6.75		5.26	5.34
- 4 năm đến 6 năm	7.25	7.5		5.30	5.40
- 6 năm đến 8 năm	7.5	7.75		5.30	5.40
- 8 năm hoặc hơn	7.75	8.0		5.30	5.40
- Tài khoản tiền hưu trí và tiền gửi theo kế hoạch Keogin	8.0	8.0		5.50	5.50

Nguồn: Federal Reserver Bulletin, February 1981, P.A 12-14 & April 1996, P.A16

So sánh giữa hai thời điểm, ta có thể thấy rằng lãi suất trả cho các loại tiền gửi dài hạn từ 3 tháng trở lên thay đổi không nhiều. Nhưng lãi suất trả cho tiền gửi có kỳ hạn nhưng ngắn hạn hơn và dễ dàng chuyển sang tài khoản Séc thì giảm rất dữ dội. Từ mức 5.25% xuống mức 2% đến 3% mỗi năm. Điều đó cho biết rằng lãi suất của tiền gửi có kỳ hạn chỉ ổn định ở mức cao với những loại dài hạn, không ổn định với những loại ngắn hạn bởi vì tiền gửi ngắn quá không khác nhiều so với tiền gửi không kỳ hạn.

Trong từng thời điểm một, khoảng cách giữa lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn cũng khá rộng, 1.5 lần trong năm 1981 và khoảng 3 lần trong năm 1996 (1.84% và 5.5%). Sự khác biệt rõ ràng ấy là chính sách của các NHTG trong việc kích thích các khoản gửi có kỳ hạn với thời gian càng dài càng tốt.

- Xuất phát từ loại hình tiền gửi có kỳ hạn, một khái niệm được hình thành đó là thời gian đáo hạn hay đến hạn (Maturity) thanh toán của các loại chứng thư tiền gửi. Khi chúng ta gửi tiền vào một ngân hàng tại tài khoản gửi có kỳ hạn 3 tháng rồi nhận một cuốn passbook do ngân hàng cấp, hoặc dùng tiền mua một trái phiếu tiết kiệm (Savings Bond) cũng của chính ngân hàng đó phát ra với thời hạn thanh toán sau 3 tháng, hai việc làm này tính chất không khác nhau ngoại trừ một điểm là trái phiếu không được chuyển lại thành tiền mặt nữa chứng như passbook. Điều này chúng ta sẽ có dịp bàn về sau. Vấn đề cơ bản ở đây là cả hai loại chứng thư này đều có thời hạn thanh toán lại tiền mặt về nguyên tắc là đến ngày thứ 31 (hoặc 30) của tháng thứ 3. Đúng hơn, chúng ta chỉ có thể và có quyền (theo hợp đồng) dùng các loại chứng thư nói trên để đổi trả lại thành tiền mặt vào ngày cuối cùng của tháng thứ 3. Ngày nói trên được gọi là ngày đáo hạn. Khoảng thời gian hay kỳ hạn 3 tháng của chứng thư được gọi là Thời gian đến hạn kể từ ngày chứng thư được phát ra.

- Thời gian đến hạn của các khoản gửi có kỳ hạn như NOW, tiền tiết kiệm, Passbook và các loại trái phiếu khác là tiêu chuẩn hay cơ sở để đánh giá khả năng thanh khoản của các loại tài sản nói trên. Vậy, khả năng thanh khoản là khả năng chuyển đổi trở lại thành tiền mặt của các loại tài sản mà chúng ta sở hữu. Ngoài mức độ nhanh chóng, tính chắc chắn trong việc chuyển đổi lại thành tiền mặt cũng góp phần tạo ra khả năng thanh khoản. Với cách xác định như thế, một khoản gửi có kỳ hạn hoặc một trái phiếu tiết kiệm 3 tháng có khả năng thanh khoản cao hơn rất nhiều lần so với một khoản gửi hoặc một trái phiếu tiết kiệm có thời gian đến hạn 10 năm. Tiền mặt tương đương là loại tài sản có khả năng thanh khoản cao nhất.

Chúng ta sẽ có dịp trở lại với các khái niệm trên nhiều lần trong những phần sau.

Tiền gửi có kỳ hạn thường phụ thuộc vào 3 thông số chính: (1) Lãi suất của các NHTG trả cao hay là thấp, (2) Lãi suất của các loại hình đầu tư khác như trái phiếu, cổ phiếu... và (3) Thu nhập của nhân dân. Thông số đầu tiên là quan trọng nhất. Cho nên việc đưa ra chiến lược lãi suất như thế nào để thu hút được vốn nhiều và kinh doanh có lãi là điều quan trọng hàng đầu, phản ánh khả năng kỹ trị của NHTG.

### **7.2.3. Các khoản vay ngắn hạn từ thị trường**

Các khoản nợ ngắn hạn (Short-term debt) của các ngân hàng trung gian chiếm khoảng 10.12% tổng tài sản nợ trong bảng II23 và nó là khoản vốn lớn hàng thứ 3 trong các khoản vay của ngân hàng. Ở các nước công nghiệp, các khoản nợ ngắn hạn của NHTG bao gồm:

#### **7.2.3.1. Chứng thư tiền gửi loại lớn**

Chứng thư tiền gửi loại lớn (ở Hoa Kỳ, giá trị bề mặt tối thiểu của nó phải là 100.000 USD) là một loại hình phiếu nợ do ngân hàng phát ra để vay tiền của thị trường. Có 2 cách phát hành loại chứng thư này. (1) Khi có các đối tượng đến vay tiền để sản xuất hoặc tiêu dùng theo hợp đồng với ngân hàng, ngân hàng phát loại chứng thư này cho họ. Hoặc, (2) Ngân hàng có thể công bố phát hành chứng thư cho các đối tượng muôn đầu tư hoặc muôn gửi tiền vào ngân hàng. Thay vì nhận một cuốn sổ tiền gửi có kỳ hạn, họ có thể nhận chứng thư.

Hình thức đơn giản của chứng thư giống như tín phiếu do các NHTG Việt Nam tại Thành phố Hồ Chí Minh đã phát hành trong năm 1995. Bản thân chứng thư tiền gửi này (hay tín phiếu theo cách gọi ở Việt Nam) có đặc điểm sau:

- Giá trị bù mặt của nó được ghi bằng những con số như một đơn vị tiền mặt. Ở Hoa Kỳ, giá trị bù mặt tối thiểu phải là 100.000USD. Nhưng ở các nước khác và Việt Nam, giá trị bù mặt của tín phiếu hoặc chứng thư có thể thấp hơn theo mức thu nhập của nhân dân. Thí dụ như 500.000, 1.000.000, 2.500.000 hay 5.000.000 như ở Việt Nam. Nhưng chứng thư loại này không có những đơn vị quá nhỏ như tiền mặt.

- Điều quan trọng nhất: nó là phiếu nợ, là phiếu vay tiền do các NHTG phát ra. Giống như các loại phiếu nợ khác, séc chẳng hạn, nó cũng là tiền của NHTG. Khi chúng ta bằng một cách nào đó (đến ngân hàng vay rồi được ngân hàng thay vì giao tiền mặt thì giao tín phiếu, hoặc do người khác thanh toán, hoặc chính chúng ta gửi 500.000VND tiền mặt vào với thời hạn 6 tháng rồi được ngân hàng trao cho một tín phiếu có giá trị bù mặt 500.000VND, có thời gian đáo hạn 6 tháng...) cầm được trong tay một tín phiếu của Việt Nam có ghi giá trị bù mặt 1.000.000VND..., một Bill của Hoa Kỳ có bù mặt 100.000 USD, chúng ta thực sự sở hữu một quyền được thanh toán, được chi tiêu (do ngân hàng chịu trách nhiệm) với số tiền đến mức tối đa như giá trị bù mặt của chứng thư.

- Khi NHTG phát ra chứng thư này, nó hướng tới việc vay tiền của thị trường, của nhân dân và chứng thư là giấy xác nhận khoản vay này. Không ai bỗng nhiên được ngân hàng phát khống cho tấm chứng thư. Để có chứng thư, chúng ta phải dùng tiền mặt để mua hoặc đổi. Điều quan trọng thứ hai: vì là một khoản vay, cho nên, trên chứng thư có ghi rõ thời hạn sẽ trả lại tiền mặt (6 tháng, 1 năm...) và lãi suất người cho vay được hưởng (4% một năm hay 3% một tháng...). Đến ngày đáo hạn cuối cùng, người sở hữu chứng thư đem nộp nó cho ngân hàng đã phát hành để nhận lại cả vốn theo giá trị bù mặt và tiền lời.

- Loại chứng thư này ở các nước công nghiệp thường có thời gian đáo hạn không quá 6 tháng kể từ ngày phát hành. Với thời gian ngắn và tính chất được sử dụng, chấp nhận không khác gì séc hay tiền mặt, trong khi nó có lãi suất mà séc và tiền mặt không có lãi suất, chứng thư này trở thành loại đầu tư ngắn hạn hấp dẫn nhất đối với các nhà kinh doanh và hộ gia đình. Thay cho việc giữ tiền mặt hoặc tiền séc không sinh ra được đồng lãi nào, họ dùng loại tiền này đi mua chứng thư tiền gửi nói trên. Nó vừa có khả năng mua bán nhất định như séc hay tiền mặt, nó vừa sinh lãi ra mỗi ngày.

Đứng về phía những người sở hữu chứng thư hay tín phiếu, nó là một khoản đầu tư, một khoản cho ngân hàng vay với lãi suất cố định, và nó cũng là tiền, là tài sản. Đứng về phía ngân hàng, mỗi khi phát hành tín phiếu hay CDs, nó đã và đang vay vốn của thị trường để hoạt động. Đây là loại vốn vay ngắn hạn, dùng để giải quyết những nhu cầu về tiền mặt trong giai đoạn nói trên. Loại tài sản nợ này, đối với ngân hàng là một hình thức của tiền gửi có kỳ hạn. Cái khác nhau là ở chỗ tiền gửi có kỳ hạn bằng Passbook có thể đổi thành tiền mặt khi chưa đến hạn nếu chịu lãi suất phạt. Còn loại chứng thư này là hoàn toàn không đổi thành tiền mặt được khi chưa đến hạn. Do vậy, vốn thu được từ phát hành chứng thư CDs hoặc tín phiếu giúp ngân hàng chủ động trong việc kinh doanh hơn so với vốn từ tiền gửi có kỳ hạn passbook.

Khả năng vay vốn của thị trường thông qua việc phát hành chứng thư tiền gửi hay tín phiếu tùy thuộc vào 3 yếu tố: (1) mức độ chấp nhận của nhân dân đối với nó như một phương tiện thanh toán trong lưu thông, (2) sự khuyến khích hay không của NHTW và (3) hiệu quả của việc sử dụng đồng vốn đã vay được. Tuy nhiên, khi NHTG quyết định vay của thị trường bằng hình thức này, bao giờ nó cũng có sẵn những kế hoạch đầu tư nhất định và chắc chắn là có hiệu quả. Vì thế, yếu tố thứ 3 không thành vấn đề. Chỉ còn 2 yếu tố đầu sẽ quyết định được khả năng nhanh hay chậm của quá trình phát hành. Cho đến hiện nay, vay vốn bằng hình thức này thường chiếm xấp xỉ 10% đến 15% tổng tài sản nợ của các NHTG. Bản thân CDs hay tín phiếu là một loại trong hệ thống chứng khoán của thị trường tiền tệ và tài chính.

#### **7.2.3.2. Các khoản vay USD ngoài nước**

Các NHTG cũng có thể tìm kiếm nguồn vốn hoạt động từ việc phát hành trái phiếu để vay tiền ở nước ngoài. Vì loại tiền thông dụng nhất trong thanh toán quốc tế hiện nay là USD (lý do vì sao, phần 3 sẽ giải thích) cho nên vay tiền ở nước ngoài thường là vay bằng USD.

Các NHTG ở Hoa Kỳ là những ngân hàng đi đầu trong việc vay tiền ngoài nước để hoạt động từ thập niên 40. Vào lúc ấy, thị trường vay chủ yếu của họ là châu Âu, từ đó mới phát sinh ra thuật ngữ Euro - Dollars để chỉ các khoản vay USD từ vùng này. Đến những năm 60, NHTG các nước Nhật Bản, Pháp, Đức, Anh cũng đua với Hoa Kỳ trong việc phát hành phiếu nợ để vay USD ngoài nước không chỉ ở châu Âu mà tràn sang các thị trường giàu có USD khác như các nước xuất khẩu dầu lửa Trung Đông, Nam Mỹ, Đông Á và Liên Xô cũ năm 1960. Tuy nhiên, thuật ngữ Euro - Dollars vẫn tiếp tục được dùng khá phổ biến ở hầu khắp các ngân hàng để chỉ khoản tài sản nợ này.

Rất nhiều cá nhân, giới kinh doanh, hộ gia đình và chính phủ ngoài nước và kể cả trong nước hiện nay sở hữu USD, và họ muốn sinh lợi từ tài sản này. Tuy nhiên, họ không muốn chuyển đổi USD thành tiền bản địa vì lý do nào đấy. Loại trái phiếu Euro - Dollars là một loại hình trái phiếu nợ do NHTG phát ra để vay vốn như tín phiếu hay CDs ở trên. Điểm khác nhau là:

- Trái phiếu Euro - Dollars chỉ dùng để vay USD và đến hạn cũng trả cả vốn lẫn lãi bằng USD.

- Thời gian đến hạn của loại trái phiếu này thường rất ngắn, dưới 3 tháng đến vài tuần.

- Tại những thị trường tài chính lớn như New York, London, Paris, Frankfurt, Tokyo..., loại trái phiếu này (giống như tín phiếu ở Việt Nam) được xem không khác gì USD, do vậy, các Ngân hàng ngoại thương là những ngân hàng rất thích loại tài sản nợ này để phục vụ vốn cho các thương vụ kinh doanh của nó.

- Ở nhiều nước, quyền được phát hành loại trái phiếu Euro - Dollars chỉ được giới hạn vào một số NHTG đặc biệt như Ngân hàng ngoại thương, Ngân hàng xuất nhập khẩu... Hàn Quốc, Việt Nam, Thái Lan đều thuộc nhóm này. Chỉ những ngân hàng nói trên là được phép phát hành trái phiếu Euro - Dollars để vay USD cả trong và ngoài nước. Đại bộ phận các NHTG còn lại chỉ được phép phát hành nước ngoài. Đó là 2ly1 do chúng ta gọi từ đầu là các khoản vay USD ngoài nước.

Khoản vay này thường chiếm 2,3% tổng tài sản nợ của các NHTG và dùng để phục vụ các thương vụ bảo đảm tín dụng cho kinh doanh xuất nhập khẩu. Tài sản nợ Euro - Dollars cũng phải để lại dự trữ (bảng 7.5). Một vài NHTG không phát hành được Euro - Dollars cũng có thể vay USD từ các NHTG khác hoặc ngân hàng ngoại thương. Hình thành tài sản nợ bằng USD như cách phát hành.

#### **7.2.3.3. Vay ngắn hạn dự trữ tại ngân hàng trung ương.**

Khoản vay từ vốn Liên bang mà chúng ta thấy ở bảng 7.1 (chiếm 7,47% tổng tài sản nợ của NHTG) thực chất là khoản vay dự trữ lẫn nhau của các ngân hàng. Để chuẩn bị cho các hoạt động thanh toán bù trừ và chuyển nhượng qua lại như chúng ta vừa nghiên cứu ở phần 1, và kể cả quy định dự trữ bắt buộc do NHTW áp đặt mà chúng ta sẽ nghiên cứu sau, tất cả các NHTG đều phải ký gửi những khoản tiền mặt nhất định tại kho của NHTW.

Trong quá trình hoạt động của mình, do có những ngày cho vay quá lố, sự thiếu hụt dự trữ ở NHTW là điều thường xảy ra với các NHTG. Trong khi có một số NHTG thiếu dự trữ, cũng có một vài ngân hàng khác thừa dự trữ. Để đảm bảo dự trữ theo quy định của NHTW, các NHTG thường điện thoại hoặc liên lạc bằng computer vay lẫn nhau dự trữ trong thời gian từ một ngày đến 1 tuần. Thủ tục vay được tiến hành qua fax hay điện tín. Trong vòng 5 phút sau, ngân hàng thừa dự trữ trong ngày hôm đó sẽ viết séc hoặc gửi điện tín đến chi nhánh NHTW tại địa phương, yêu cầu chuyển một phần tiền từ dự trữ của ngân hàng mình qua cho dự trữ của ngân hàng xin vay. Thẻ là ngân hàng xin vay trả nên đủ dự trữ theo yêu cầu của NHTW với một khoản tài sản nợ phát sinh là số lượng tiền vay nói trên thẻ hiện vào Balance Sheet của ngày hôm đó.

Việc vay qua vay lại như thế diễn ra hàng ngày trong hệ thống NHTG. Nó hình thành nên một loại tài sản nợ khá thường xuyên. Tuy nhiên, khoản nợ này thường rất ngắn không quá 1 tuần và thường chỉ một hay hai ngày vì mọi ngân hàng đều tự ý thức không thể lạm dụng vay kéo dài gây khó khăn cho ngân hàng có thiện chí giúp mình.

#### 7.2.3.4. Vay ngắn hạn bằng phát hành RPS

RPS là một từ kỹ thuật, viết tắt của khái niệm Thỏa thuận mua lại (Repurchase Agreements) hay hợp đồng mua lại, dùng để chỉ một hình thức vay ngắn hạn trên thị trường của các NHTM. Trong hoạt động mỗi ngày việc thiếu tiền mặt bất ngờ cho những thương vụ đầu tư đã được ký kết hoặc hụt dự trữ tại NHTW là chuyện không có gì lạ đối với các NHTG. Ngoài những biện pháp huy động tài sản nợ nêu ở trên, trong những trường hợp cấp thiết, NHTG có thể vay trên thị trường trong vài ngày đến vài tuần bằng cách phát hành RPS.

Đây là một hợp đồng bán Chứng khoán giữa ngân hàng với các đối tượng kinh doanh chứng khoán tương đối thừa tiền mặt trong thị trường như các Công ty tài chính, tổ chức tín dụng, các quỹ tiết kiệm, bảo hiểm, hưu trí, Các công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán hoặc các tư nhân giàu có mà chúng ta đã được biết trong phần “Các tổ chức trung gian tài chính” của chương 5. Hợp đồng mua bán RPS có các đặc điểm như sau:

- Chứng khoán mà ngân hàng đem bán là chứng khoán mà nó đang đầu tư trên tài sản có. Không phải là phiếu nợ do nó phát hành như các trường hợp vừa rồi. Những loại chứng khoán mà nó thường đầu tư nhất và có thể đem bán theo hợp đồng này là Trái phiếu kho bạc, Hối phiếu kho bạc, Cổ phiếu kho bạc và một số loại trái phiếu, cổ phiếu khác của thị trường.

- Hợp đồng thuyết minh rõ ràng ngân hàng chỉ bán ra trong 1 ngày, 2 ngày hay 1 tuần, 2 tuần. Sau đó, nó được phép mua lại chính số chứng khoán mà nó đã bán ra với giá đúng bằng giá gốc cộng thêm với chi phí giao dịch. Đó là lý do vì sao người ta gọi đây là Thỏa thuận hoặc hợp đồng mua lại. Người đã mua chứng khoán của ngân hàng chỉ được bán lại cho chính ngân hàng này vào một thời gian ngắn sau đó. Không được phép bán cho ai khác. Do đó, đây là một hình thức giải quyết vấn đề kẹt tiền mặt lúc cấp bách của NHTG. Thời gian bán tối đa thường không quá 2 tuần (ở các nước công nghiệp hiện nay).

- Khi ngân hàng bán chứng khoán ra theo loại hợp đồng này nó thu về tiền mặt. Lượng tiền mặt này xuất hiện như một khoản vay ngắn hạn từ thị trường vì lượng chứng khoán xuất ra vẫn được xem như một bộ phận của tài sản có mà ngân hàng sẽ thu hồi. Khoản vay ngắn hạn này là một bộ phận của tài sản nợ. Bảng 5.1 và 7.1 cho thấy rằng từ năm 1981 đến năm 1996, loại tài sản nợ này thường chiếm từ 4% đến 5% tổng tài sản nợ của NHTG.

- Tổ chức mua chứng khoán là người cho vay. Ngân hàng phát ra chứng khoán là chủ thể đi vay. Ngân hàng không bao giờ áp dụng hình thức bán này ra cho nhân dân. Bởi lẽ bán ra cho nhân dân dưới hình thức như phát hành lẻ và sau này mua lại sẽ tốn rất nhiều thời gian và hiệu quả rất chậm, không giải quyết được những nhu cầu tiền mặt gấp trong ngắn hạn. Hầu như phương thức này chỉ áp dụng cho các đại lý kinh doanh chứng khoán lớn mà thôi. Ta có thể xem đây là một trong những hình thức vay nợ ngắn hạn thị trường mà chứng khoán là tài sản chấp.

Chi phí giao dịch mà ngân hàng sẽ trả cho đại lý chính là tiền lãi từ thương vụ cho vay này đứng về phía người mua là các đại lý. Thông thường giá bán và giá mua lại (gồm cả lãi) đã được thống nhất sẵn trong hợp đồng với những khoảng thời gian đã định trước. Ở các nước có thị trường tài chính phát triển như Nhật Bản, Hoa Kỳ, Pháp, Đức, Anh, Italy, Canada, Hàn Quốc..., các NHTG vay nợ dưới hình thức này gần như mỗi tuần. Trong tài sản nợ của họ luôn luôn có khoản mục vay ngắn hạn bằng RPS, nằm trong các khoản vay ngắn hạn từ thị trường.

#### 7.2.3.5. Vay ngắn hạn bằng giấy nợ phụ

Đây là khoản mục cuối cùng trong các khoản vay từ thị trường và cũng là loại tài sản ít thông dụng nhất. Tuy nhiên, để cung cấp cho người đọc một cái nhìn tương đối đầy đủ về các loại tài sản nợ và phương thức quản lý các loại tài sản nợ đó của một ngân hàng, chúng tôi vẫn lưu ý đến hình thức này. Ngân hàng có thể vay nóng, với lãi suất khá cao từ thời gian ngắn đến rất ngắn, mỗi khi quá kẹt tiền mặt bằng những thỏa thuận với các thân chủ giàu có vẫn quan hệ thường xuyên với nó như các công ty và tổ chức tài chính, tập đoàn kinh doanh, các đại lý tài chính khác... Hình thức vay này được thực hiện thông qua một hợp đồng trong đó thuyết minh rõ người cho vay chấp nhận rằng khoản tiền mà họ đã cho vay sẽ là loại tài sản nợ được đền bù sau chót trong trường hợp ngân hàng vỡ nợ. Vì sao có thỏa thuận này, vì

họ đã được hưởng lãi suất cao hơn bất kỳ một mức lãi suất nào do ngân hàng trả cho những khoản vay từ các đối tượng khác.

Chứng thư mà ngân hàng giao cho họ khi vay là một loại giấy nợ của ngân hàng (Bank Debentures). Ở Hoa Kỳ, nó có một tên gọi rộng là giấy nợ phụ (Subordinated Debentures). Những khoản vay này khá phổ biến ở Mỹ và trong một thời gian dài ở Nhật và Hàn Quốc.

#### 7.2.4. Vay của ngân hàng trung ương

Như chúng ta đã phân tích trong chương 6, tất cả các NHTG và tổ chức tài chính khác trong nước được NHTW cho phép thành lập, đều được hưởng quyền vay tiền tại NHTW trong những tình huống thiếu hụt dự trữ hoặc quá kẹt tiền mặt. Lật lại biểu đồ 10 cũng thuộc chương nói trên, chúng ta sẽ thấy việc vay mượn của các NHTG ở cửa ngõ chiết khấu của NHTW là một việc bình thường. Năm 1981, các NHTG Hoa Kỳ vay 642 triệu USD tại Hệ thống dự trữ liên bang. Năm 1983 là 3186 triệu USD. Năm 1992 chỉ có 124 triệu USD và đến tháng giêng năm 1996 chỉ có 38 triệu USD.

Bảng 7.3 cho thấy điều đó. Dù NHTW áp dụng mức Lãi suất chiết khấu hoặc lãi suất phạt cao hay thấp thế nào đi nữa, nó vẫn phải cho các NHTG vay khi họ kẹt thanh khoản để tránh những khùng hoảng tài chính không đáng xảy ra. Đứng về phía NHTG, vay mượn tại NHTW là một dịch vụ hết sức tiện lợi và hào hứng, vào khi nó hạ lãi suất chiết khấu trong chính sách cung ứng tiền nói lỏng để kích thích cho vay đầu tư. Những lúc ấy, tiền trả nên dồi dào, NHTW thì rộng rãi và các khoản vay của NHTG từ nó trả nên lớn hơn.

**Bảng 7.3: Dự trữ dư thừa và vay mượn của các NHTG Hoa Kỳ  
từ NHTW (1981 - 1996)**

Năm Cơ sở	Triệu USD							
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Dự trữ dư thừa (ER) của các NHTG	312	500	561	853	1058	1369	1029	1040
Tổng các khoản vay mượn từ HTDTLB	642	697	774	3186	1318	827	777	1716
Năm Chỉ số	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Tháng 1/1996
Dự trữ dư thừa (ER) của các NHTG	888	1664	979	1155	1063	1168	1278	1486
Tổng các khoản vay mượn từ HTDTLB	693	326	192	124	82	209	257	38

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin from 1981 to April 1996, P.A5 - A6*

Trường hợp không may diễn ra là khi NHTG đến vay giữa lúc NHTW không muốn khuyến khích sự bành trướng tín dụng, hoặc thậm chí nó đang thắt chặt tiền để chống lạm phát, lúc đó, lãi suất chiết khấu được đưa lên cao, với những khoản lỗ trông thấy khi đến vay của NHTW, các ngân hàng chỉ miễn cưỡng vay trong những tình huống thật ngặt nghèo và tìm mọi cách trả nợ thật nhanh. Những khi ấy, các khoản vay từ NHTW chỉ chiếm một phần rất ít trong tài sản nợ.

Dù vay ít hay nhiều, vay thường xuyên hoặc chỉ thỉnh thoảng một năm đôi ba lần, dịch vụ vay từ cửa ngõ chiết khấu của NHTW vẫn là một khoản mục cố định trong tài sản nợ vì

không có NHTG nào từ khi thành lập mà chưa hề vay của NHTW. Thời gian vay ngắn hay dài, hiệu quả của tiền vay cao hay thấp là phụ thuộc Lãi suất chiết khấu của NHTW và mục tiêu vay của các NHTG. Các khoản vay này thường di động trong khoảng 1% đến 2% tổng tài sản nợ của NHTG.

#### 7.2.5. Vốn cổ phần và các khoản vay từ công ty mẹ

Cả hai loại vốn này chiếm một cột trong tài sản nợ của NHTG. Vốn cổ phần sau khi nhập với lợi tức chưa chia hình thành nên tài sản ròng (Net Worth: NT). Tổng các khoản nợ cộng cho tài sản ròng luôn luôn phải bằng tài sản có của ngân hàng.

$$\boxed{\begin{array}{l} \text{Tài sản có} = \text{Tài sản nợ} + \text{Tài sản ròng (hay giá trị ròng)} \\ A = L + NT \end{array}} \quad (7.02)$$

Vốn cổ phần là vốn đầu tư ban đầu khi thành lập ngân hàng. Đến khi ngân hàng hoạt động, vốn cổ phần có thể đã nằm dưới dạng trụ sở văn phòng, kho bãi, xe cộ, trang thiết bị, dự trữ hay ký quỹ tại NHTW hoặc đã đầu tư vào một thương vụ nào đó. Tuy nhiên, việc quản lý vốn cổ phần và tài sản ròng vẫn là mối quan tâm lớn của các nhà ngân hàng. Vì tài sản ròng là bằng các khoản có trừ đi các khoản nợ, nó phản ánh hiệu quả của hoạt động đã qua của ngân hàng. Không những thế, nó còn là sự thể hiện sức mạnh bản thân và là chỗ dựa quan trọng trong việc bảo đảm thanh toán đủ tiền lãi cho các khoản vay khác (bao gồm tiền gửi của nhân dân) khi ngân hàng lâm vào tình trạng xấu nhất là phá sản. Vì ở các nước đã phát triển, mỗi khi ngân hàng phá sản, gánh nặng nhất của nó là tiền lãi của các tài sản nợ, bởi vốn của các khoản vay này đã được các công ty bảo hiểm phá sản nhà nước và NHTW chịu trách nhiệm thanh toán cho nhân dân.

Không phải chỉ các chủ ngân hàng, mà kể cả các cơ quan giám sát hoạt động ngân hàng đều quan tâm đến giá trị này của mỗi ngân hàng vào từng thời điểm hoạt động của nó. Phản tiếp theo của chương này sẽ phân tích chi tiết hơn vấn đề quản lý loại tài sản nợ: giá trị ròng (Net Worth) này. Bởi vì nó liên quan đến một phạm trù vô cùng quan trọng đối với ngân hàng, đó là khả năng chi trả (Solvency) và phá sản (Bankruptcy).

Ngoài giá trị ròng, một loại tài sản nợ đặc biệt, vốn vay từ Công ty mẹ (Parent Company) của ngân hàng cũng là một khoản nợ thuộc nhóm này. Tại các nước đã phát triển, một công ty hoặc tập đoàn kinh doanh có thể là chủ của từ 1 đến rất nhiều ngân hàng thương mại. Thay vì ngân hàng phát hành trái phiếu hoặc giấy nợ để vay tiền của thị trường bằng các hình thức kể trên, có thể chịu nhiều sự quản lý và ràng buộc từ NHTW về dự trữ, lãi suất và kể cả về thủ tục, các công ty mẹ của ngân hàng có thể thay thế nó làm chuyên đồ dưới hình thức phát hành trái phiếu, cổ phiếu công ty hoặc các loại thương phiếu, rồi chuyển vốn đã huy động được về cho ngân hàng hoạt động.

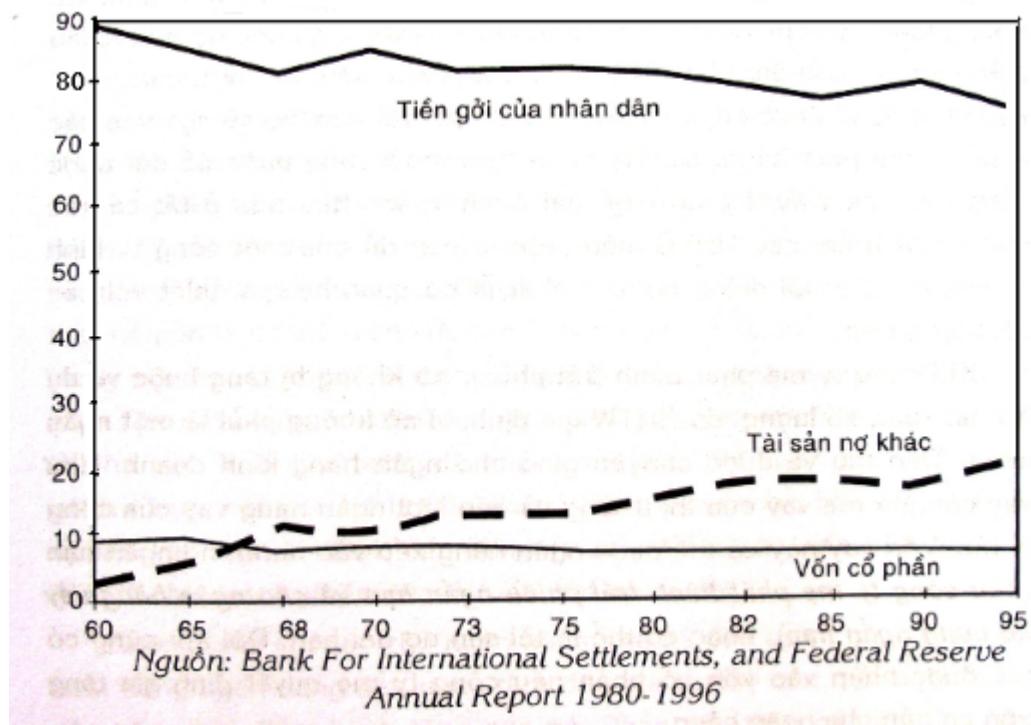
Các sinh viên trong những ký túc xá đại học ở Mỹ đã từng truyền cho nhau kinh nghiệm rằng: nếu giám đốc ký túc xá cấm sinh viên uống rượu trong khu lưu trú, thì cách đơn giản và hiệu quả nhất để trốn thoát khỏi quy định này mà không bị bắt, là cho rượu vào tủ lạnh để nó đông lại và "ăn" chứ không phải "uống". Các NHTG cũng thừa đủ những kinh nghiệm về điều này. Mỗi khi NHTW ràng buộc họ quá nhiều điều kiện khó, không thể phát hành trái phiếu được như ý muốn hoặc nếu phát hành được cũng sẽ phải trả chi phí rất cao, họ sẽ dựa vào các công ty mẹ phát hành. Đây là cách trốn thoát ràng buộc để đạt được mục đích ấy. Lý do này giải thích vì sao hầu như ở tất cả các nước phát triển, các NHTG luôn luôn là con đẻ của một công ty kinh doanh, công ty tài chính hoặc ít nhất là có quan hệ mật thiết với các đối tượng trên.

Khi công ty mẹ phát hành Trái phiếu, nó không bị ràng buộc về dự trữ, lãi suất, số lượng do NHTW quy định, vì nó không phải là một ngân hàng. Tiền thu về được chuyển giao cho ngân hàng kinh doanh. Như vậy, công ty mẹ vay của thị trường và đến lượt ngân hàng vay của công ty mẹ. Vốn vay này có thể được ngân hàng xếp vào nhóm nợ ngắn hạn (nếu

công ty mẹ phát hành trái phiếu ngắn hạn và cho ngân hàng vay lại cũng ngắn hạn), hoặc có thể là tài sản nợ dài hạn. Đôi khi cũng có thể được nhập vào vốn cổ phần nếu công ty mẹ quyết định gia tăng vốn cơ bản cho ngân hàng.

Như thế, một NHTG có 5 loại tài sản nợ thông dụng nhất đó là tiền gửi không kỳ hạn, tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm, vay ngắn hạn từ thị trường tiền tệ, vay của NHTW qua cửa ngõ chiết khấu, và vốn cổ phần hoặc vay từ công ty mẹ. Biểu đồ 7.1 cho thấy rằng từ năm 1960 đến năm 1996, các tài sản nợ là tiền gửi của nhân dân và vốn cổ phần của các NHTG đều giảm liên tục, tuy có chậm. Ngược lại, các loại tài sản nợ khác lại tăng lên theo thời gian. Hiện tượng nói trên cho biết rằng, các chủ NHTG đã và đang có khuynh hướng vay và sử dụng nhiều hơn vốn của các thị trường tiền tệ, tài chính để hoạt động. Bởi vì lý do dễ hiểu là việc hạn chế vốn cổ phần sẽ làm tăng nhanh lợi nhuận ròng trên vốn cổ phần (ROE), và việc giảm tỷ lệ tiền gửi trong tài sản nợ là phương thức quản lý đi từ thụ động với tình huống (chờ nhân dân đến gửi tiền để có tài sản hoạt động) sang chủ động thiết kế điều kiện kinh doanh. Nó phản ánh những quan niệm mới trong quản lý tài sản nợ của các NHTG song song với quá trình phát triển chung của nền kinh tế với thị trường tiền tệ - tài chính nói trên.

**Biểu đồ 7.1: Tình hình tăng giảm của các loại tài sản nợ tại NHTG từ 1960 đến 1996 trên thế giới (1960-1996)**



### 7.3. PHÂN LOẠI VÀ QUẢN LÝ TÀI SẢN CÓ

Huy động vốn được rồi, vấn đề tiếp theo của các NHTG là làm thế nào để hiệu quả hóa những nguồn tài sản này. Chúng ta đều hiểu, hầu như tất cả khoản mục bên tài sản nợ của ngân hàng đều là vốn vay. Có nghĩa là ngân hàng phải trả lãi suất cho nó đến từng giờ. Do đó, để không bị thiệt hại, ngân hàng luôn luôn có khuynh hướng cho vay hoặc đầu tư ngay số tài sản ấy vào những dịch vụ sinh lãi. Từ lãi thu được bên có, ngân hàng sẽ dùng nó để trả lãi cho vốn đã vay bên nợ, thanh toán các chi phí trong hoạt động. Phần còn lại (có thể dương hoặc âm) sẽ là lợi nhuận của ngân hàng.

Trong nền kinh tế luôn đồng thời tồn tại những tình trạng lưỡng lập. Có những bộ phận nhân dân, công ty kinh doanh, công ty tài chính, hộ gia đình, cơ quan chính quyền, người nước ngoài thừa vốn và họ cho ngân hàng vay để tạo thêm lợi tức từ khoản tài sản chưa

sử dụng hoặc sử dụng không hiệu quả bằng, thì cũng có rất nhiều bộ phận nhân dân khác (đủ các thành phần như trên) thiếu tiền, tài sản để sử dụng cho công việc, sinh hoạt, và họ phải đi vay của ngân hàng. Chính nhu cầu mua sắm giới giữa hai bộ phận này để ra hoạt động ngân hàng.

Cho vay hay đầu tư để sinh lợi từ tiền đã huy động được, do vậy là thuộc tính của NHTG. Vì cho vay hay đầu tư vào các loại tài sản nào cũng đều là hoạt động kiếm lợi nhuận. Chỉ có một ít khác biệt giữa hai khái niệm này, cho nên, đôi khi người ta cũng gọi chung cả hai hoạt động trên vào một từ là "đầu tư". Khi ngân hàng đầu tư tiền của nó vào một thương vụ, hoặc cho sản xuất kinh doanh và tiêu dùng vay, nó trở thành chủ nợ, các đối tượng kia là người vay nợ. Vì thế các khoản đầu tư trên biến thành tài sản có của ngân hàng. Nó càng đầu tư nhiều, càng sinh lãi nhiều từ vốn đã huy động. Nếu nó không đầu tư hiệu quả, nó sẽ bị lỗ vì phải trả lãi.

Ngân hàng có rất nhiều cách để đầu tư tiền của nó. Sự khác nhau giữa các loại đầu tư này hình thành nên sự khác nhau trong tài sản có của NHTG. Cũng có thể nói ngược lại, sự đa dạng của tài sản có phản ánh sự đa dạng trong các loại hình đầu tư của ngân hàng. Một cách phổ biến, tài sản có của một NHTG trên thế giới hiện nay, thường quy về các nhóm chính sau:

- 1) Dự trữ tiền mặt gồm:
  - a/ Tiền mặt tại kho của ngân hàng
  - b/ Tiền mặt ký gửi tại NHTW
- 2) Đầu tư vào chứng khoán (trái phiếu, cổ phiếu, hối phiếu)
- 3) Cho vay, gồm:
  - a/ Cho vay sản xuất, kinh doanh (gọi chung là cho vay thương mại)
  - b/ Cho vay tiêu dùng.
  - c/ Cho vay có cầm cố tài sản (Mortgage Loans).
  - d/ Các hình thức cho vay khác.
- 4) Đầu tư vào các loại tài sản có khác (như bất động sản, vàng, quý kim, cơ sở hạ tầng, trang thiết bị...)

### 7.3.1. Dự trữ tiền mặt

Từ bảng 5.1, các mô hình chữ T ở đầu phần này và bảng 7.1, chúng ta đều thấy: đứng đầu bảng bên tài sản có luôn luôn là 2 khoản: tiền mặt tại kho ngân hàng và tiền mặt ký gửi tại NHTW. Cho đến ngày nay, khoản tiền mặt ký gửi tại NHTW là không được trả lãi. Như vậy cả hai khoản nói trên đều có lãi suất bằng không. Người ta gọi đây là các khoản dự trữ (Reserves) của NHTG. Nhưng vì sao ngân hàng phải dự trữ? NHTG có điều không khi vay tiền của nhân dân phải trả lãi suất hàng giờ, để rồi bỏ một phần làm dự trữ không hề tạo ra một đồng lợi tức nào, trong khi vào mỗi ngày, có rất nhiều công việc và cơ hội đầu tư khác đang cần tiền.

Ngân hàng buộc phải làm như vậy vì hai nguyên nhân. Thứ nhất, luật ngân hàng quy định và để được cấp phép hoạt động nó phải tuân theo luật. Thứ hai, bản thân nó cũng thấy rõ sự cần thiết phải giữ lại một ít tiền mặt mà không nên cho vay hết dù cho nó thừa khả năng làm điều đó. Việc giữ lại tiền mặt này là để đảm bảo an toàn cho những hoạt động còn lại, và vì thế dự trữ tiền mặt trong tài sản có còn được gọi là khoản đầu tư cho sự an toàn.

Để hiểu về bản chất khoản đầu tư an toàn này, chúng ta ôn lại một chút vài điều đã qua. Ngay từ thời Trung cổ, các ngân hàng giai đoạn III đã ý thức được rằng, bằng cách dùng tiền gửi để cho vay, nó sẽ làm ra lợi tức từ những khoản tiền gửi của nhân dân, để cả hai cùng chia nhau những lợi tức kiếm được này. Càng cho vay nhiều nó càng thu được lợi nhuận. Cho vay ít nó chỉ thu được lợi ít. Tuy nhiên nó không thể cho vay đến hết 100% tiền nhân dân đã gửi. Bởi vì mặc dù vào mỗi ngày, số tiền mà nhân dân đến gửi thêm vào ngân hàng thường là bù trừ được số tiền những người đã gửi đến rút ra vì cần tiền mặt, nhưng vẫn có những ngày lượng tiền được gửi vào ít hơn lượng tiền cần được rút ra. Bên cạnh đó, hoàn toàn có khả năng rằng vào một ngày bất chợt khác do giá cả biến động, do có nhiều món hàng hóa hoặc cơ hội đầu tư khác có lãi hơn..., nhân dân ào ào nhau đến ngân hàng xin rút tiền. Trong

những tình huống ấy, nếu ngân hàng đã cho vay hết 100% vốn do nhân dân gửi, không thể có năng lực nào giúp nó thu hồi những khoản cho vay ấy về kịp để chi trả cho dân. Hiện tượng không trả được lan ra. Niềm tin của người gửi ngân hàng biến mất và hệ thống ngân hàng có thể sụp đổ.

Do vậy các ngân hàng nên và phải để lại tiền mặt dự phòng cho những hoàn cảnh nói trên. Một cách rất tự phát, từ thời La Mã cho đến thế kỷ XIX, các ngân hàng tư nhân đều tự giác để lại một ít dự trữ tiền mặt gọi là dự trữ an toàn (Security Reserves). Trong quãng thời gian ấy, chưa có luật lệ quy định về điều này. Từ khoản dự trữ này, một điều kỳ diệu đã phát sinh, đó là sự sáng tạo ra tiền ngân hàng của các NHTG.

### **7.3.1.1. Dự trữ và sự sáng tạo ra tiền ngân hàng.**

#### **7.3.1.1.1. Dự trữ tự nguyện và thừa số tiền tệ.**

Ngân hàng từ thế kỷ XVII đã có cách tạo ra tiền của nó và dự trữ là mối dây liên quan đến chu trình này. Nếu chúng ta đem 100 đơn vị tiền gửi vào ngân hàng thời Trung cổ hoặc ngân hàng Amsterdam (1609-1819), Ngân hàng sẽ giao cho chúng ta một chứng thư xác nhận việc gửi tiền. Như chúng ta đã biết, vào thời gian nói trên, chứng thư của ngân hàng (bank notes) đã được cư dân những thành phố lớn của châu Âu chấp nhận trong thanh toán như tiền bằng vàng đúc của chính phủ lúc bấy giờ. Bởi lẽ đơn giản, một chứng thư như chứng thư nói trên là tương đương với 100 đồng vàng đã gửi, và vào bất cứ lúc nào, nếu người cầm nó muốn, ông ta hoặc bà ta có thể mang đến ngân hàng, ngân hàng sẽ đổi ngay ra thành 100 đồng vàng đúc. Do đó, thay vì đến ngân hàng để rút tiền ra mỗi khi cần mua sắm, chúng ta và những người gửi khác, có thể trao ngay chứng thư ấy cho người bán hàng hoặc người cung cấp hàng mỗi khi cần thanh toán. Người bán hoàn toàn an tâm nhận chứng thư thay vì 100 tiền vàng, vì ông ta hoặc bà ta có kinh nghiệm rằng chứng thư ấy có thể đổi thành vàng bất cứ lúc nào. Chứng thư ấy cũng là tiền vàng. Niềm tin này hoàn toàn chính xác như việc xem tiền tín phiếu cũng là tiền mặt ở Việt Nam vào năm 1995.

TÀI SẢN CÓ	TÀI SẢN NỢ
Tiền vàng trong kho: 100	Tiền vàng ông A gửi: 100
$\sum$ tài sản có: 100	$\sum$ tài sản nợ: 100

Vì chứng thư 100 của ngân hàng, không khác gì tiền vàng đã cất trong kho, cho nên, 100 tiền của ngân hàng cấp, đã thay thế cho 100 tiền vàng do nhà nước đúc ra lưu hành. Tổng lượng tiền trong nền kinh tế không có gì thay đổi, cái này thay thế vừa đủ cho cái kia. Cũng cần nói thêm rằng, nếu 100 tiền của ngân hàng phát ra, không được chấp nhận trong lưu thông như tiền vàng, lúc đó hành vi gửi tiền của chúng ta sẽ là sự giảm bớt đi 100 đơn vị tiền vàng trong lưu thông, bởi vì ngân hàng đã cất kỹ nó trong kho với người gác bảo vệ và súng. Trong trường hợp giả định này, việc ta gửi tiền vào một ngân hàng trung cổ hay ngân hàng Amsterdam, chẳng khác nào chúng ta đã chôn 100 đồng vàng ở sau vườn nhà của mình. Chút ít sự khác biệt là sự chôn vàng là không có lãi trong khi các ngân hàng có thể trả lãi cho chúng ta.

Ngân hàng thời Trung cổ hay ngân hàng Amsterdam vào thế kỷ XVII với việc phát ra 100 tiền ngân hàng thay thế cho việc đã cất kỹ 100 tiền vàng của chính phủ, không tạo ra được thêm một đồng tiền nào vào nền kinh tế. Việc cất tiền mặt bằng vàng đủ 100 đồng như thế gọi là dự trữ tiền mặt 100%. Ngân hàng hoạt động như thế gọi là có tác dụng trung tính đối với lượng cung ứng tiền trong nền kinh tế.

Một ngân hàng vào cuối thế kỷ XVII không hành động như vậy. Nó tạo ra tiền và kể cả rủi ro khi nó không giữ đủ 100 đồng vàng chúng ta đã gửi trong kho, mà tìm cách cho vay một ít. Nếu chúng ta gọi lượng tiền còn lại là R thì lượng được cho vay sẽ là 100-R.

Có	Ngân hàng A	Nợ	Có	Ngân hàng B	Nợ
Dự trữ:	80	Tiền gửi: 100	Dự trữ:	20	Tiền gửi: 100
Cho vay:	20		Cho vay:	80	
$\sum$ có:	100	$\sum$ nợ: 100	$\sum$ có:	100	$\sum$ nợ: 100

Hai bảng cân đối trên cho thấy về tình hình hoạt động của hai ngân hàng A và B. Ngân hàng B cho vay nhiều, để lại ít cho nên lợi tức của nó thu được nhiều. Tuy nhiên, khả năng không có đủ tiền để chi trả cho khách hàng bất thần đến rút tiền sẽ rất lớn. Đó là khả năng rủi ro đứng về phía ngân hàng và khả năng này càng lớn nếu nó cho vay càng nhiều. Ngân hàng A cho vay ít hơn và do vậy, lợi tức nó thu được thấp. Tuy nhiên, do dự trữ của nó nhiều, khả năng chi trả của nó lớn và do đó, rủi ro của nó ít hơn ngân hàng B.

Bây giờ chúng ta xem đến quá trình tạo ra tiền của ngân hàng khi nó bắt đầu cho vay. Đầu tiên ta giả định rằng trong nền kinh tế chỉ có một ngân hàng duy nhất với giả định rằng ngân hàng này chỉ có khuynh hướng để lại dự trữ bằng 10% lượng tiền gửi, còn bao nhiêu cho vay hết cả. 100 đồng chúng ta gửi vào nhanh chóng được ngân hàng giữ lại 10% hay 10 đồng còn cho vay 90% hay 90 đồng.

Người đến vay tiền của ngân hàng đem về sẽ chi tiêu vào các mục đích đã định của ông ta hoặc bà ta. Không ai vay tiền của ngân hàng đem về cất để mà chịu lãi. Số tiền của ông ta (hoặc bà ta) chi tiêu, qua tay một người thứ hai. Người này có thể quyết định rằng nên gửi 90 đồng vừa nhận vào ngân hàng để có lãi mỗi ngày, hơn là giữ ở nhà không tạo ra được một lợi ích nào khác. 90 đồng được gửi trở lại ngân hàng theo tài khoản của người này. Đổi lại, giống như đối với chúng ta là những người đầu tiên đã gửi vào 100 đồng, ngân hàng xuất cho người thứ hai này một chứng thư xác nhận về việc ông ta đã gửi vào 90 đồng. Chứng thư này cũng là tiền ngân hàng như là cái mà chúng ta sở hữu trên tay. Nó có thể dùng để mua bán, giao dịch ...

Như thế, đến đây ngân hàng đã tạo ra 2 đợt tiền ngân hàng. 100 chúng ta cầm trên tay và 90 do người thứ hai cầm. Tổng cộng là 190 đồng tiền ngân hàng chỉ từ 100 đồng vàng ta gửi vào đầu tiên với nghiệp vụ cho vay của nó. Nhưng sự việc chưa dừng lại ở đây. Chúng ta có thể ghi lại điều trên vào bảng 7.4 dưới đây giống như bảng 2.3 ở chương 2 để làm rõ hơn hoạt động này.

**Bảng 7.4: Dự trữ và sự sáng tạo ra tiền ngân hàng của một NHTG**

TÀI SẢN CÓ			TÀI SẢN NỢ		
Khoản mục	Số lượng	%	Khoản mục	Số lượng	%
Dự trữ	10	10%	Tiền gửi của chúng ta	100	100%
Cho A vay	90	90%	$\Sigma$ Nợ	100	100%
$\Sigma$ Có	100	100%	Tiền gửi của chúng ta	100	52,6%
Dự trữ	19	10%	Tiền gửi của người thứ 2	90	47,4%
Cho A vay	90	47,3%	$\Sigma$ Nợ	190	100%
Cho B vay	81	42,7%	Tiền gửi của chúng ta	100	36,9%
$\Sigma$ Có	190	100%	Tiền gửi của người thứ 2	90	33,2%
Dự trữ	27,1	10%	Tiền gửi của người thứ ba	81	29,9%
Cho A vay	90	33,2%	$\Sigma$ Nợ	271	100%
Cho B vay	81	29,9%	Tiền gửi của chúng ta	100	100%
Cho C vay	72,9	26,9%	Tiền gửi của người thứ 2	90	33,2%
$\Sigma$ Có	271	100%	Tiền gửi của người thứ ba	81	29,9%
.....			$\Sigma$ Nợ		
Dự trữ	100	10%	Tổng tiền gửi	1000	100%
Cho vay tổng cộng	900	90%	$\Sigma$ Nợ	1000	100%
$\Sigma$ Có	1000	100%			

Với 90 đồng do người thứ hai gửi, ngân hàng cũng sẽ nhanh chóng thấy rằng chỉ cần giữ lại dự trữ là  $10\% = 9$  đồng (dự trữ tăng từ 10 lên 19 đồng), còn nên cho B là người đang có nhu cầu vay ngay 81 đồng. Sau khi B chi tiêu, số tiền do B chi sẽ qua tay một người thứ ba. Người thứ ba này cũng sẽ thấy có lợi nếu đem gửi tiền vào ngân hàng hơn là cất giữ ở nhà. Bởi vì chứng thư hay tiền do ngân hàng cấp cũng có hiệu lực thanh toán không khác gì những đồng tiền vàng cồng kềnh. Hơn nữa, còn được hưởng lãi do ngân hàng trả cho việc gửi. 81

đồng do người thứ ba gửi vào cũng được ngân hàng cấp cho một chứng thư. Tổng số chứng thư hay tiền ngân hàng đã xuất ra lên đến 271 đồng (100 của chúng ta, 90 của người thứ nhất, và 81 của người thứ hai).

Với 81 đồng vàng mới, ngân hàng chỉ tiếp tục giữ lại 10% của nó làm dự trữ là 8,1 đồng, đưa tổng số dự trữ cũ và mới lên đến 27,1 đồng. Còn cho vay ngay 90% hay 72,9 đồng cho người C nào đấy. Quá trình cứ thế tiếp tục, với mỗi lần có người gửi tiền mặt vào, ngân hàng xuất tiền của nó cho họ, giữ lại 10% tiền mặt làm dự trữ và cho vay 90% ra thị trường, cho đến khi các khoản gửi bằng không. Kết quả cuối cùng cho thấy rằng tổng lượng tiền ngân hàng hay chứng thư do ngân hàng cấp cho tất cả các người gửi lên đến 1.000. Bên tài sản có, tổng dự trữ sẽ là 100 đồng vàng (hay tiền mặt) và tổng cho vay là 900 đồng.

Ngân hàng đã tạo ra 1000 tiền chứng thư của nó từ 100 đồng tiền mặt ban đầu của chúng ta. Có điều vô lý nào ở đây không. Những phép tính đơn giản sau đây sẽ cho thấy câu trả lời là “không”. Thí dụ trên áp dụng cho trường hợp nền kinh tế chỉ có 1 ngân hàng, nhưng đối với nền kinh tế có nhiều ngân hàng, tình hình cũng diễn ra đúng như vậy, vì thực chất thông qua NHTW, các NHTG ngày nay liên thuộc với nhau như là một hệ thống. Giải thích dưới đây cho thấy điều đó.

*Ngân hàng 1:* Nhận tiền gửi: 100, xuất ra banknotes: 100

Cho vay: 90

DTBB:  $10\% \times 100 = 10$

*Ngân hàng 2:* Nhận tiền gửi: 90, xuất ra banknotes: 90

Cho vay: 81

DTBB:  $10\% \times 90 = 9$

*Ngân hàng 3:* Nhận tiền gửi: 81, xuất ra banknotes: 81

Cho vay: 72,9

DTBB:  $10\% \times 81 = 8,1$

Mọi tiến trình được tiếp tục cho đến khi tất cả các khoản tiền gửi bằng 0. Điều trước tiên cần phải nói ngay rằng, để thí dụ trên trở thành thực tế phải có 2 điều kiện căn bản là: (1) tất cả các khoản tiền mà ngân hàng thứ nhất cho vay (90), sau khi thanh toán hay trao đổi, trong lưu thông, nó được người nhận gửi vào ngân hàng thứ hai (hoặc có thể vào ngân hàng cũ) và tương tự như vậy, (2) vào cuối mỗi thời kỳ, các ngân hàng đều cho vay hết số dư, nghĩa là chỉ giữ lại đúng 10% bằng tiền mặt. Điều kiện thứ nhất có những khó khăn là nếu người nhận thanh toán không muốn gửi tiền mặt vào ngân hàng mà chỉ muốn cất giữ nó, quá trình cung ứng tiền như lý thuyết phía trên sẽ tắc nghẽn tại đó. Trong những nước đang phát triển và kém phát triển, nhân dân thường thích cất giữ tiền mặt không muốn gửi tiền vào ngân hàng vì nhiều lý do: Thứ nhất, họ ngại gửi tiền vào ngân hàng thì dễ, nhưng khi cần rút tiền mặt ra thì không rút được. Chứng thư tiền gửi chưa được chấp nhận trong trao đổi như tiền, vì thế ngoài con đường đến ngân hàng chầu chực để chờ lấy tiền mặt, họ không thể đem bán chứng thư trên thị trường tiền tệ như ở các nước phát triển. Thứ hai, nhân dân ngại rằng gửi tiền vào ngân hàng sẽ bị nhà nước biết rõ thu nhập và đánh thuế. Cho nên cách tốt nhất là mua vàng hoặc USD để cất giữ. Thứ ba, người ta ngại mọi người biết mình có tiền sẽ vay mượn và cuối cùng, trong những nước đang phát triển có lạm phát cao, lãi suất mà ngân hàng trả cho người gửi không bằng tốc độ trượt giá của hàng hóa. Do vậy, gửi tiền vào ngân hàng chỉ thiệt thòi thêm.

Tuy nhiên, trong một nền kinh tế đã phát triển với thu nhập gần tương đương nhau và một hệ thống NHTG hiện đại thì mọi người chỉ có vay mượn ngân hàng, hầu như không vay mượn lẫn nhau. Và khi mọi người dân đều bắt buộc phải đóng thuế thu nhập hợp lý, nhu cầu giàu thu nhập là không cần thiết. Hơn nữa, với hệ thống thanh toán tự động (ATM) người ta có thể rút tiền ra vào bất cứ lúc nào và bất cứ nơi đâu, nỗi lo ngại rút tiền khó khăn sẽ không còn nữa. Mọi người sẽ nhận thức rằng giữ tiền ở NHTM an toàn hơn, lợi ích hơn (vì có lãi) và nhẹ nhàng (vì không phải lo lắng). Đó là những lý do giải thích vì sao ở các nước đã phát triển, hầu như tất cả mọi người đều gửi tiền vào ngân hàng.

Thí dụ của chúng ta ở trên, lúc đó sẽ có những kết quả sau:

$$\sum \text{Banknotes} = 100 + 90 + 81 + \dots + 0$$

$$\sum \text{Dự trữ tiền mặt} = 10 + 9 + 8,1 + \dots + 0$$

$$\sum \text{Tiền cho vay} = 90 + 81 + 72,9 + \dots + 0$$

Lưu ý rằng mỗi đại lượng của dòng 1 bằng hai đại lượng của dòng 2 và dòng 3 (ngay dưới nó) cộng lại.

Ta có thể viết lại 3 đại lượng trên như sau:

$$\begin{aligned}\sum \text{Banknotes} &= 100 + (100 \times 90\%) + (100 \times 90\%) \times 90\% + 100 \times (90\%)^2 \times 90\% + \dots + 0 \\ &= 100 \times [1 + 90\% + (90\%)^2 + (90\%)^3 + \dots + (90\%)^n + \dots + 0]\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\sum \text{Dự trữ} &= 10 + (10 \times 90\%) + (10 \times 90\%) \times 90\% + 10 \times (90\%)^2 \times 90\% + \dots + 0 \\ &= 10 \times [1 + 90\% + (90\%)^2 + (90\%)^3 + \dots + (90\%)^n + \dots + 0]\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\sum \text{Cho vay} &= 90 + (90 \times 90\%) + (90 \times 90\%) \times 90\% + 90 \times (90\%)^2 \times 90\% + \dots + 0 \\ &= 90 \times [1 + 90\% + (90\%)^2 + (90\%)^3 + \dots + (90\%)^n + \dots + 0]\end{aligned}$$

$$\text{Hay: } \sum \text{Banknote} = 100 \times \frac{1}{1-90\%} = 100 \times \frac{1}{10\%} = 100 \times 10 = 1000$$

$$\sum \text{Dự trữ} = 10 \times \frac{1}{1-90\%} = 10 \times \frac{1}{10\%} = 10 \times 10 = 100$$

$$\sum \text{Cho vay} = 90 \times \frac{1}{1-90\%} = 90 \times \frac{1}{10\%} = 90 \times 10 = 900$$

Với 100 tiền mặt được gửi vào đầu tiên, hệ thống NHTM đã tạo ra 1000 tiền ngân hàng, cho vay được 900 và dự trữ tổng cộng là 100, bằng đúng lượng tiền mặt được gửi vào đầu tiên. Cả ba đẳng thức trên đều có một điểm giống nhau là thừa số: 10. Thừa số 10 được tạo thành từ 1/10% và nếu chúng ta quay lại từ đầu thí dụ, ta sẽ thấy rằng 10% ở đây chính là tỷ lệ dự trữ mà NHTG đã tự động để lại chứ không cho vay hết.

Với thừa số 10, từ một khoản tiền mặt gửi vào là 100 ở ngân hàng thứ nhất, toàn bộ hệ thống NHTG tạo ra một tổng tiền mới là 1.000 dưới dạng các loại chứng thư, sổ séc, thẻ thanh toán (ATM), các loại thẻ tín dụng, hoặc chứng nhận tiền gửi có kỳ hạn. 10 được gọi là THỦA SỐ TIỀN TỆ. Và thừa số tiền tệ được tạo ra từ việc lấy 1 chia cho dự trữ tại các NHTG.

$$\text{Với tỷ lệ dự trữ} = 10\%, \text{thừa số tiền tệ (TSTT)} = \frac{1}{10\%} = 10 \text{ lần}$$

Hệ thống NHTG đã có thể tạo ra được  $\sum \text{banknotes} = 100 \times 10 = 1000$

$$\text{Với tỷ lệ dự trữ} = 20\%, \text{thừa số tiền tệ (TSTT)} = \frac{1}{20\%} = 5 \text{ lần}$$

Hệ thống NHTG đã có thể tạo ra được  $\sum \text{banknotes} = 100 \times 5 = 500$

$$\text{Với tỷ lệ dự trữ} = 5\%, \text{thừa số tiền tệ (TSTT)} = \frac{1}{5\%} = 20 \text{ lần}$$

Hệ thống NHTG đã có thể tạo ra được  $\sum \text{banknotes} = 100 \times 20 = 2000$

Thông qua việc giảm dự trữ, NHTG đã có thể tạo ra nhiều hơn loại tiền của nó và ngược lại. Vì tiền ngân hàng từ đầu thế kỷ XVIII đã được chấp nhận trong thanh toán như là tiền mặt, quá trình tạo ra tiền ngân hàng ảnh hưởng sâu sắc đến tổng cung tiền tệ trong nền kinh tế. Trước khi quay lại chủ đề dự trữ tiền mặt của chúng ta, ở đây cần nói thêm về sự liên quan giữa dự trữ và thừa số tiền tệ.

Như chúng ta đã thấy ở phần trên, khi các NHTG giảm tỷ lệ dự trữ, nó làm tăng thừa số tiền tệ và khả năng tạo ra tiền ngân hàng của chính nó, gọi thừa số tiền tệ là Mm (Money Multiplier) ta có:

$$Mm = \frac{1}{R} \quad (7.03)$$

với R là dự trữ tiền mặt do các NHTG để lại. Thí dụ ở trên đây cho thấy rằng từ một khoản tiền mặt được gửi vào ban đầu là 100, với dự trữ R là 10%, hệ thống NHTG tạo ra một tổng tiền ngân hàng là:

$$D = 100 \times Mm = 100 \times \frac{1}{\frac{10}{100}} = 1000$$

Trong đó D là tiền ngân hàng thương mại.

Như vậy, với bất kỳ khoản tiền mặt C nào đó gửi vào, hệ thống ngân hàng sẽ tạo ra một lượng tiền nhất định là

$$D = C \times Mm \text{ hay } D = C \times \frac{1}{R} \quad (7.04)$$

Để công thức trên xảy ra, đòi hỏi phải có hai điều kiện căn bản mà chúng ta đã đưa ra ở phần trước. Một trong hai điều kiện đó là mọi khoản vay bằng tiền mặt đều được gửi về hệ thống ngân hàng sau khi chi tiêu. Nhưng chúng ta cũng biết rằng không phải tất cả những khoản mà ngân hàng thứ nhất cho vay (thí dụ: 90) đều được người vay tiêu xài hết. Hơn nữa, giả định người vay đã tiêu xài hết, cũng chưa chắc gì những người nhận lấy nó sẽ nộp đủ 90 đồng về ngân hàng của họ. Vẫn có một số lượng nhất định tiền mặt được nhân dân giữ lại trong tay tiêu dùng cho những giao dịch nhỏ. Gọi tỷ lệ tiền mặt do nhân dân giữ lại mà không gửi vào ngân hàng so với tổng số tiền mà họ đã ký gửi là r, và số lượng tiền mặt họ sẽ giữ lại là  $C_1$  ta sẽ có:

$$C_1 = r \times D \quad (7.05)$$

$$\text{Hay: } r = \frac{C_1}{D} \quad (7.06)$$

Với D là tổng số tiền nhân dân ký gửi trong tài khoản không kỳ hạn hay tiền ngân hàng trong lưu thông.

Lúc đó, lượng tiền mặt được ký gửi về ngân hàng không còn là C nữa mà sẽ là  $C_2$  với  $C_2 + C_1 = C^1$

Nếu R tiếp tục là tỷ lệ dự trữ các ngân hàng, đẳng thức (7.04) sẽ cho ta:

$$C_2 = R \times D \quad (7.07)$$

Từ đẳng thức (7.05) và (7.07) vì  $C = C_1 + C_2$ , ta có:

$$C = r \times D + R \times D = (r + R) \times D \quad (7.08)$$

Trong những phần trước, chúng ta đã nghiên cứu và biết rằng lượng tiền mà nhân dân gửi ngoài lưu thông  $C_1$  cộng với lượng tiền séc (tiền trong tài khoản gửi không kỳ hạn tại ngân hàng) do các NHTG tạo ra sẽ hình thành nên tổng cung ứng tiền  $M_1$ .

$$M_1 = C_1 + D \quad (7.09)$$

Từ đẳng thức (7.05) ta có thể viết lại công thức (7.08) như sau:

$$M_1 = r \times D + D = (1 + r) \times D$$

$$\text{mà } D = \frac{C}{R+r} \text{ (suy ra từ công thức (7.08))}$$

$$\text{Vậy } M_1 = \frac{1+r}{R+r} \times C \quad (7.10)$$

Vì  $M_1$  bao gồm tiền do NHTG tạo ra và lượng tiền mặt nhân dân giữ lại trong tay để tiêu xài chứ không gửi hết về ngân hàng,  $M_1$  chính là D trong công thức (7.04), bởi vì công thức (7.04) trình bày lượng tiền ngân hàng được tạo ra trong điều kiện không hề có tiền mặt ngoài lưu thông. Mọi khoản tiền mặt đều được gửi đủ về ngân hàng. Ngoài lưu thông chỉ có duy nhất

<sup>1</sup> Một số sách ký hiệu là MB (Monetary Base: Cơ sở tiền)

tiền do NHTG tạo ra. Do vậy, khi trong thực tế, nhân dân cứ giữ tiền mặt để giao dịch,  $M_1$  sẽ là đại lượng phản ánh chính xác tiền ngoài thị trường thay thế cho D. Từ đó suy ra:

$$M_1m = \frac{1+r}{R+r} \quad (7.11)$$

Như vậy, khi tiền mặt vẫn còn tồn tại trong lưu thông, chỉ có một bộ phận được gửi về ngân hàng dưới dạng ký gửi, thừa số tiền tệ  $M_1m$  chính xác sẽ phụ thuộc vào 2 biến số: (1) Tỷ lệ dự trữ ( $R$ ) của các ngân hàng và (2) Tỷ lệ % khoản tiền mặt mà nhân dân giữ để sử dụng trong lưu thông so với tổng ký gửi trong tài khoản không kỳ hạn tại ngân hàng ( $r$ ). Lưu ý rằng nếu  $r = 0$ , có nghĩa là nhân dân không hề sử dụng tiền mặt và nộp hết về ngân hàng để sử dụng séc, tình hình sẽ diễn ra như thí dụ ở trên và công thức (7.11) sẽ trở lại thành công thức (7.03).

Bên cạnh đó, nếu  $R$  của các ngân hàng bằng 1 tức là các ngân hàng giữ dự trữ 100% như thời trung cổ hoặc như ngân hàng Amsterdam,  $M_1m$  hay thừa số tiền sẽ bằng 1, có nghĩa là ngân hàng không hề tạo ra thêm một đồng tiền nào ngoài việc đổi tiền mặt thành tiền séc theo tỷ lệ 1:1 như ta đã từng phân tích. Ngày nay, không một NHTG nào làm như vậy. Nhưng nếu  $R = 0$ , nghĩa là các NHTG cho vay kỳ hết mỗi số tiền họ nhận được do nhân dân ký gửi mà không hề giữ lại dự trữ. Lúc đó:

$$M_1m = \frac{1}{r} + 1 \quad (7.11)$$

Thừa số tiền sẽ bằng một chia cho tỷ lệ giữ tiền mặt của nhân dân cộng thêm với một lần nữa. Chúng ta đã biết rằng vì nhu cầu an toàn, ít có ngân hàng nào làm thế. Việc hạ dự trữ để tăng thêm các khoản cho vay, kiếm thêm lợi tức là hấp dẫn thật nhưng cũng có nguy hiểm đi kèm.

#### 7.3.1.1.2. Dự trữ bắt buộc và thừa số tiền tệ thực tế

Mãi cho đến đầu thế kỷ XX, các ngân hàng vẫn còn áp dụng dự trữ tự giác là chính. Đến thập niên 30, có 2 vấn đề can thiệp vào hoạt động dự trữ khiến nó không còn tùy thuộc vào sự tự giác của các ngân hàng nữa mà bắt đầu trở thành luật định.

Thứ nhất, không phải các chủ ngân hàng đều có những ý thức giống nhau về sự nguy hiểm của tình trạng mất khả năng chi trả. Do vậy, có những ngân hàng tự mình ấn định những mức dự trữ tối thiểu và tư giác chấp hành nó một cách cẩn thận. Nhưng cũng có rất nhiều ngân hàng quyết định vẫn để dự trữ của họ khá chủ quan, dựa trên 2 nhận định: (1) khả năng rút tiền mặt nhiều hay ít của nhân dân và (2) sự hấp dẫn hay không của các cơ hội đầu tư.

Vào những lúc mà theo sự suy luận của họ, khả năng rút tiền mặt ồ ạt có thể xảy ra và bên cạnh đó, không có nhiều những cơ hội đầu tư ngon ăn, họ có thể giữ dự trữ rất cao. Ngược lại, khi họ cho rằng khả năng rút tiền mặt của công chúng là thấp, trong khi lại đang có nhiều cơ hội đầu tư béo bở đem lại lãi suất cao, họ dễ dàng đi vào mạo hiểm cho vay mạnh tay và đầy dự trữ xuống rất thấp. Rõ ràng là tình hình đầu tư, nhận định sau, rất dễ chi phối nhận định về tình hình và khả năng rút tiền mặt theo hướng cảm tính. Cho nên, những lúc thị trường sốt vốn đầu tư, những người đi vay sẵn sàng chấp nhận những mức lãi suất rất cao, và sức ép đã lôi cuốn sự mạo hiểm của nhiều chủ ngân hàng ham lợi nhuận.

Các vụ khủng hoảng tài chính ở Anh năm 1847, 1857, 1866, 1873 và ở Hoa Kỳ vào các năm 1837, 1873, 1893, 1907 hầu hết đều xuất phát từ sự vỡ nợ do mất khả năng chi trả của một vài ngân hàng, kéo theo sự sụp đổ của nhiều ngân hàng khác vì mối liên đới dây chuyền. Để hạn chế những tác hại của khủng hoảng tài chính đối với nền kinh tế và nhân dân, điều tốt nhất mà các nhà chức trách có thể làm là chặn đứng khả năng vỡ nợ của ngân hàng và để làm điều này, yêu cầu tiên quyết là phải có những ước thúc nhất định đối với các chủ ngân hàng liều lĩnh. Đầu thế kỷ XX, giới ngân hàng làm ăn cẩn thận, NHTW và các chính quyền đều cảm nhận về sự cần thiết này.

Thứ hai, một số NHTW bắt đầu dùng những biện pháp khác như cho vay với lãi suất chiết khấu thật cao, để gián tiếp buộc các ngân hàng phải đảm bảo dự trữ. Nhưng nguyên nhân quan trọng có lẽ là ngày 23 tháng 12 năm 1913, Luật dự trữ liên bang Hoa Kỳ cho ra đời

Hệ thống dự trữ liên bang với mô thức mới: NHTW tức Hệ thống dự trữ liên bang được phép quy định dự trữ cho các NHTG và buộc các ngân hàng này phải thi hành.

Sau cuộc khủng hoảng 1929 - 1933, tất cả các nước kinh tế thị trường châu Âu đều học theo Hoa Kỳ. Thế là chế độ tự giác để lại dự trữ bởi các NHTG hoàn toàn chấm dứt. Từ ngày ấy, Luật ngân hàng của các nước quy định rằng tất cả các ngân hàng còn lại trong nước phải chấp hành Tỷ lệ dự trữ do NHTW quy định trên tổng tiền gửi hay tài sản nợ. NHTW có toàn quyền quyết định tăng hay giảm tỷ lệ dự trữ này vào bất cứ khi nào nó cảm thấy điều đó là cần thiết, là phù hợp cho chính sách tiền tệ. Vấn đề dự trữ trở thành bắt buộc (Required Reserves) chứ không còn tùy thuộc vào sự tự nguyện của các ngân hàng. Từ sau năm 1933, việc để lại dự trữ tiền mặt theo quy định của ngân hàng trung ương được gọi là Dự trữ bắt buộc (Reserve Requirement). Tỷ lệ % tiền mặt được yêu cầu phải để lại được gọi là tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR: Required Reserve Ratio).

Bằng việc quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR), NHTW quản lý một cách chặt chẽ tốc độ và số lượng cung ứng tiền ngân hàng (séc, chứng thư tiền gửi khác ...) của các NHTG. Vì tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) mà các ngân hàng phải thực hiện, liên đới một cách mật thiết với thửa số tiền tệ  $M_1m$  theo công thức 7.11 nói trên. Mối quan hệ này diễn ra rất nhanh, chỉ trong vòng 1 tuần trở lại. nghĩa là thông qua việc xử lý RRR, NHTW quản lý gián tiếp cung ứng tiền  $M_1$ , vì tiền của các NHTG thường chiếm xấp xỉ 90% cung ứng tiền  $M_1$  ở các nước phát triển. Bảng 7.5 cho thấy RRR mà NHTW Hoa Kỳ đã quy định cho các NHTG trong nước vào tháng 5 năm 1996.

**Bảng 7.5: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc trong các NHTG và tổ chức tín dụng  
Hoa Kỳ tháng 5 - 1996**

Loại tiền gửi	Tỷ lệ DTBB	% tỷ lệ DTBB	Ngày công bố
1) Tiền gửi không kỳ hạn từ 0 đến 52 triệu USD	3	19 tháng 12 - 1995	
Hơn 52 triệu	10	19 tháng 12 - 1995	
2) Tiền gửi có kỳ hạn	0	27 tháng 12 - 1990	
3) Tiền gửi bằng chứng thư Euro - Dollars	0	27 tháng 12 - 1990	

Nguồn: *Federal Reserve Bulletin, May, 1996, P.A9*

Bảng 7.5 cũng cho thấy một điều quan trọng là RRR trong các loại tiền gửi khác nhau thì khác nhau. Như vậy, vào một thời điểm bất kỳ nào đó, với một ngân hàng bất kỳ, làm thế nào có thể xác định được thửa số tiền tệ  $Mm$  và khả năng cung ứng tiền của nó vào nền kinh tế. Những tính toán đơn giản sau đây giải quyết điều này và khi chúng ta đã có thể tính được thửa số tiền tệ  $Mm$  và khối lượng tiền mà một ngân hàng đã cung ứng, thì điều đó cũng có nghĩa nó sẽ giúp ta xác định được những đại lượng nói trên đối với tất cả hệ thống ngân hàng vào bất cứ thời điểm nào.

TR (Total Reserve): là tổng dự trữ của ngân hàng

$R_D$  (Reserve Ratio of Demand Deposit): là tỷ lệ DTBB do NHTW quy định trên tiền gửi không kỳ hạn.

$R_T$  (Reserve Ratio of Time Deposit): là tỷ lệ DTBB do NHTW quy định cho tiền gửi có kỳ hạn.

Như vậy:

Lượng tiền mặt dự trữ cho tiền gửi không kỳ hạn là  $TR_1 = R_D \times D$  và lượng tiền mặt dự trữ cho tiền gửi có kỳ hạn là  $TR_2 = R_T \times T$ .

Gọi ER (như phần trước đã giải thích) là dự trữ dư thừa (Excess Reserve) do ngân hàng để lại vào cuối mỗi kỳ. Dự trữ dư thừa này là âm hoặc dương. Nó âm khi ngân hàng để lại dưới mức mà NHTW quy định, nó dương khi: (1) ngân hàng vì cẩn thận, cố tình để dự trữ lại cao hơn mức mà NHTW quy định nhằm đề phòng những khả năng rút tiền bất ngờ của nhân dân, hoặc (2) vì lý do có nhiều dịch vụ đầu tư không an toàn, ngân hàng không dám cho vay và vì thế cuối kỳ, nó tồn tiền mặt ngoài ý muốn cao hơn mức dự trữ bắt buộc.

Ta có:

$$TR = TR_1 + TR_2 + ER \quad (7.13)$$

Hay:

$$TR = R_D \times D + R_T \times T + ER \quad (7.14)$$

Và lượng tiền được ngân hàng tạo ra (Séc hay các khoản gửi không kỳ hạn) D là:

$$D = \frac{TR - RT \times T - ER}{RD} \quad (7.15)$$

Với một mức thu nhập cho trước, cũng như với lãi suất ngân hàng được xem là không đổi vào thời điểm đang xét, lúc đó, gọi tỷ lệ % của lượng tiền mặt C mà nhân dân muốn giữ trong tay để chi tiêu vào những việc lặt vặt mỗi ngày, mà không gửi vào ngân hàng trên tổng kí gửi không kỳ hạn D của họ ở ngân hàng vẫn là r, ta có:

$$r = \frac{C}{D} \text{ hay } C = r \times D \quad (7.16)$$

Tương tự như vậy nếu gọi t là tỷ lệ % giữa lượng tiền có kỳ hạn (T) trên lượng tiền không kỳ hạn (D) mà nhân dân đã gửi vào ngân hàng tại thời điểm đang xét, thì:

$$t = \frac{T}{D} \text{ hay } T = t \times D \quad (7.17)$$

Thông qua việc giữ ER của ngân hàng, nếu loại bỏ khả năng vay mượn từ NHTW để làm tăng ER, phụ thuộc vào tình hình cho vay và khả năng rút tiền mặt của các chủ, vì thế ER, trong những khoảng thời gian dài là tương đối bất định. Tuy nhiên, với những thời gian ngắn 1 ngày, 2 ngày... thì ER bình quân được xác định không khó khăn lắm, và nội dung về ngắn hạn như vậy là một đại lượng gần như không đổi. Ta gọi tỷ lệ giữa ER và lượng tiền mà ngân hàng có thể tạo ra dưới hình thức tiền gửi không kỳ hạn (D) là e, lúc đó;

$$e = \frac{ER}{D} \text{ hay } ER = e \times D \quad (7.18)$$

Thay ER và T vào công thức (7.15), ta sẽ có:

$$D = \frac{TR - RT \cdot t \cdot D - e \cdot D}{R_D}$$

$$D = \frac{TR}{R_D} - \frac{(R_T t + e)D}{R_D}$$

Hay:

$$\frac{TR}{R_D} = D \times \frac{(R_D - R_T t - e)}{R_D}$$

Cuối cùng:

$$D = \frac{1}{R_D - R_T t - e} \times TR \quad (7.19)$$

Công thức (7.19) cho thấy **kết luận thứ nhất** của chúng ta là, vào một thời điểm bất kỳ nào đó, lượng cung ứng tiền ngân hàng (séc, chứng thư tiền gửi khác) của một ngân hàng hay của cả hệ thống ngân hàng trong nền kinh tế thể hiện dưới hình thức các khoản không kỳ hạn bên tài sản nợ phụ thuộc vào 5 biến số:

- \*  $R_D$ : Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các khoản gửi không kỳ hạn do NHTW quy định.
- \*  $R_T$ : Tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với các khoản gửi có kỳ hạn và tiết kiệm.

- \*  $e$ : Tỷ lệ giữa dự trữ dư thừa trên tổng các khoản gửi không kỳ hạn của ngân hàng.

Biến số này do bản thân ngân hàng quyết định.

\*  $TR$ : Tổng dự trữ bằng tiền mặt thực tế của ngân hàng bao gồm các khoản tiền mặt tại kho của nó cộng với tiền mặt gửi ở NHTW.

\*  $t$ : Tỷ lệ giữa tiền gửi có kỳ hạn trên tiền gửi không kỳ hạn. Biến số này chịu ảnh hưởng bởi thái độ và cầu về tiền mặt của nhân dân trong nền kinh tế.

Điều cần thiết phải nhắc lại rằng trong 5 biến số nói trên, 2 biến số đầu được quyết định bởi NHTW. Biến số thứ 3 do chính nhận thức, khả năng quản lý của ngân hàng quyết định. Biến số cuối cùng phụ thuộc vào thị trường.

**Kết luận thứ hai** là từ công thức (7.19). Chúng ta có thể tính được tổng cung tiền tệ  $M_1$  thực tế trong cả nền kinh tế vào thời điểm nói trên.

$$\text{Vì: } M_1 = D + C$$

$$\text{Ta sẽ có: } M_1 = D \cdot (1+r) \text{ vì } C = r \cdot D \text{ theo công thức (7.16)}$$

$$\text{Hay: } M_1 = \frac{1+r}{R_D + R_T t + e} \times TR \quad (7.20)$$

Công thức (7.19) cho biết lượng tiền thực tế mà ngân hàng tạo ra cho kinh tế vào mỗi thời kỳ. Công thức (7.20) xác định tổng cung tiền  $M_1$  hiện có trong thời điểm nói trên. Giữa hai công thức, có một thửa số giống nhau đó là  $TR$ : Tổng dự trữ tiền mặt thực tế trong hệ thống ngân hàng.

Cái khác nhau giữa công thức (7.19) và (7.20) là thửa số tiền tệ:  $M_m$

### Kết luận thứ 3

- Vào một thời điểm bất kỳ, thửa số tiền tệ của một ngân hàng hay toàn bộ hệ thống ngân hàng là:

$$M_m = \frac{1}{R_D + R_T t + e} \quad (7.21)$$

Tương tự như vậy, thửa số của cung ứng tiền  $M_1$  trong nền kinh tế vào bất cứ lúc nào được xác định bởi:

$$M_{1m} = \frac{1+r}{R_D + R_T t + e} \quad (7.22)$$

Giữa 2 thửa số tiền, thửa số tiền của ngân hàng và thửa số của cung ứng tiền  $M_1$  chỉ khác nhau bởi một biến số  $r$ , với  $r$  là tỷ lệ giữa lượng tiền mặt trên lượng tiền séc mà nhân dân sử dụng.

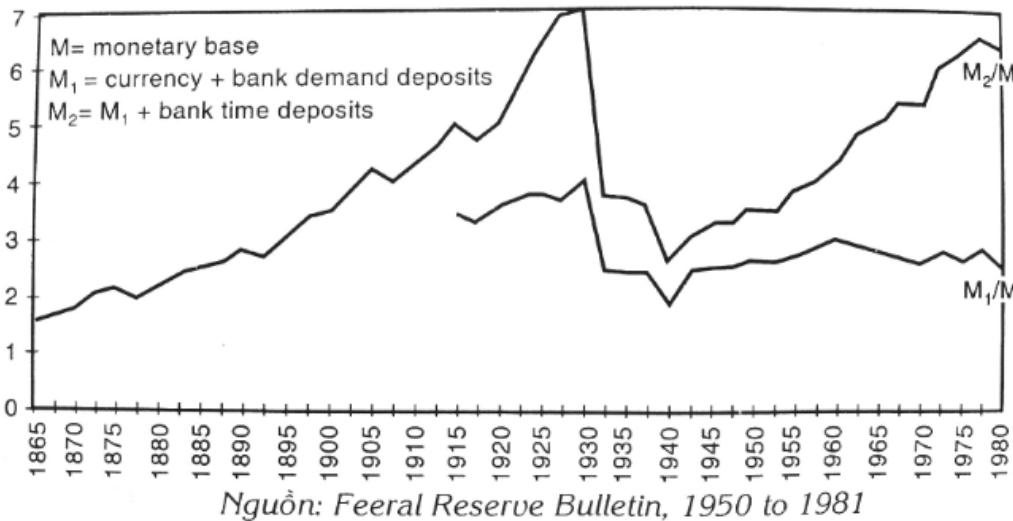
Trong những khoảng thời gian dài hạn hàng quý trở lên, các biến số khác của thửa số tiền như  $r$ ,  $R_D$ ,  $R_T$ ,  $t$ ,  $e$ , phụ thuộc vào khá nhiều tác nhân khác như lãi suất, tình hình lương bổng, thu nhập của nhân dân, giá cả, và năng lực sản xuất của nền kinh tế. Do vậy, muốn xác định thửa số tiền của ngân hàng hay thửa số tiền của cả nền kinh tế cần phải căn cứ vào độ biến động của các biến số nói trên theo những thay đổi của các tác nhân vừa kể. Tuy nhiên, các nhà kinh tế vẫn tìm cách phân đoạn để đưa những khoảng thời gian dài hạn về những khoảng thời gian ngắn hạn hơn nhằm có thể xác định được thửa số tiền. Vì trong những khoảng thời gian ngắn, các trị số trên hầu như không đổi hoặc chỉ thay đổi rất ít. Bằng cách như vậy, người ta dễ dàng xác định được khối lượng tiền hiện có vào mỗi một thời kỳ trong nền kinh tế.

Với những trường hợp cần dự báo số lượng tiền cung ứng  $M_1$  cần thiết cho tương lai, người ta phải tìm cách xác định ảnh hưởng của các tác nhân đến sự thay đổi và mức thay đổi

của các biến số  $r$ ,  $R_D$ ,  $R_T$ ,  $t$ ,  $e$ . Từ đó, đưa ra dự báo về các biến số nói trên. Sau khi đã dự báo được biến số, công thức 7.20 sẽ giúp họ xác định được lượng tiền  $M_1$  cần tạo ra trong nền kinh tế. Chúng ta sẽ quay trở lại vấn đề này một lần nữa trong phần 4.

Biểu đồ 7.2 cho thấy về tình hình thừa số tiền tệ của Hoa Kỳ từ năm 1870 đến năm 1980.

**Biểu đồ 7.2: Thừa số tiền tệ trong nền kinh tế Hoa Kỳ  
(1870-1980)**



Đã đến lúc quay lại chủ đề từ đầu là dự trữ tiền mặt trong tài sản nợ của các NHTG. Chúng ta đã cùng hiểu rằng, ngày nay, các ngân hàng phải để lại dự trữ vì nó là dự trữ bắt buộc theo luật định. Dự trữ này đã đi từ thời trung cổ dưới hình thức tự nguyện và từ nhận thức của các chủ ngân hàng để cho đến bây giờ, sau hơn 1500 năm phát triển, nó trở thành dự trữ bắt buộc như một khoản phải có của tài sản có. Vì dự trữ này chiếm 3 trong 6 thông số quyết định mức cung ứng tiền là  $TR$ ,  $R_D$  và  $R_T$ , cho nên, không những các chủ ngân hàng mà cả NHTW đều quan tâm đến việc quản lý tài sản có này.

### 7.3.1.2. Phân loại dự trữ tiền mặt

NHTG và NHTW có cách phân loại dự trữ theo tính chất mà chúng ta đã nghiên cứu ở chương 6. Những khái niệm và phân biệt ở phần trên là nghiệp vụ quản lý dự trữ đúng về phía NHTW, tuy nhiên nó cũng là vấn đề mà các NHTG ở các nước công nghiệp dùng để theo dõi loại tài sản nợ này. Các bạn có thể xem lại đoạn nói trên để quan tâm đến nó như một phần của phân đoạn này.

Ngoài cách phân loại dự trữ theo nghiệp vụ của NHTW, các NHTG chia loại tài sản có này ra làm 3 phần.

#### 7.3.1.2.1. Tiền mặt tại kho của ngân hàng

Các NHTG bao giờ cũng phải giữ một khoản dự trữ tiền mặt nhất định tại kho của mình vào mỗi ngày để phòng những chi trả bất ngờ cho dân vào đầu ngày hôm sau. Bảng 5.1 và 7.1 cho thấy dự trữ tiền mặt tại kho của ngân hàng ở các nước phát triển hiện nay xấp xỉ mức 1% đến 2% tổng tài sản có.

Từ những năm 1959, tiền mặt để tại kho của NHTG được tính như là một phần dự trữ bắt buộc. Trong những nước có thị trường tài chính mạnh và hoàn thiện như Nhật Bản, Anh, Đức, Hoa Kỳ, các NHTG giữ tiền mặt tại kho rất ít, dưới 1%. Vào cuối mỗi kỳ, nó thường đầu tư vào chứng khoán hoặc trái phiếu qua đêm của thị trường tiền tệ và sáng hôm sau lại bán ra được ngay theo thỏa thuận để thu tiền mặt nếu có nhu cầu. Chính sự phát triển của loại hình trái phiếu qua đêm (Overnight Repurchase Agreement) đã giúp các NHTG không cần phải giữ tiền mặt quá nhiều vào cuối ngày. Bởi vì đầu tư vào loại trái phiếu một đêm với thỏa thuận mua lại vào sáng hôm sau, ngân hàng hoàn toàn cầm chắc sẽ có ngay tiền mặt khi cần.

Dĩ nhiên, lãi suất của loại trái phiếu qua đêm là không lớn. Tuy thế, nó vẫn hơn là giữ tiền mặt với số lượng khổng lồ tại kho hoàn toàn không được đồng lãi nào trong đêm nói trên. Một số

NHTW đã bắt đầu xem trái phiếu ORA cũng là hình thức tiền mặt tại kho. Với những nước mà thị trường tài chính chưa phát triển mạnh bằng, như Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan..., các NHTG vẫn phải giữ từ 3% đến 5% (bảng 7.6) tiền mặt tại kho vì không có cách đầu tư qua đêm.

Với những nước đang phát triển, tiền mặt tại kho đôi khi là Dự trữ dư thừa (ER). Bởi vì ngân hàng không có đủ khách hàng hoặc có nhưng không đủ độ an toàn để cho vay hết tiền thừa trên mức dự trữ bắt buộc. Năng lực quản lý tài sản có cao hay thấp, hiệu quả hay không hiệu quả của các chủ ngân hàng thể hiện ở chỗ họ tồn tại bao nhiêu ER vào cuối ngày. Ở một vài nước, với một vài ngân hàng, tiền mặt tại kho vào cuối mỗi ngày có khi lên đến 20%, 25% tài sản có trong đó ER chiếm tới hơn 15 %.

#### 7.3.1.2.2. Tiền mặt ký gửi tại ngân hàng trung ương

Tiền mặt ký gửi tại kho của NHTW là một bộ phận của dự trữ bắt buộc. Dự trữ tiền mặt tại NHTW có tên gọi kỹ thuật là Dự trữ ký gửi (Reserve Deposits). Thông thường, bộ phận này cũng chiếm 1% đến 2% tổng tài sản có của các NHTG.

**Bảng 7.6: Balance sheet của tập đoàn ngân hàng chăn nuôi quốc gia  
Hàn Quốc, tháng 6/1996 (Tỷ won)**

Tài sản có			Tài sản nợ		
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ
Tiền mặt tại kho	130,1	3,6	Tiền gửi không kỳ hạn	188	5,2
Tiền gửi tại NHTW Hàn Quốc	29,0	0,8	Tiền gửi có kỳ hạn	433	11,9
Tiền gửi ở các NHTG khác	23,8	0,7	Vay mượn	2268,7	62,3
Chứng khoán	286,8	7,9	Tài sản nợ khác	754,7	20,6
Cho vay	2.935,4	80,5			
Tài sản khác	239,3	6,6			
<b>Tổng tài sản có</b>	<b>3.644,4</b>	<b>100,0</b>	<b>Tổng tài sản nợ</b>	<b>3.644,4</b>	<b>100,0</b>

Các ngân hàng sử dụng dự trữ ký gửi vào 2 mục đích: (1) nó là một phần của dự trữ bắt buộc theo quy định của NHTW và (2) như chúng ta đã phân tích trong phần đầu của chương này về những hoạt động đầu tiên của một NHTG, các ngân hàng phải ký gửi một phần tiền mặt tại NHTW dưới dạng ký gửi không lãi (hoặc ở một vài nước chỉ có lãi rất thấp) nhằm phục vụ cho việc thanh toán, bù trừ hoặc chuyển nhượng liên ngân hàng những tờ séc mà nó và các ngân hàng khác phát ra cùng một số tiền lợi khác trong đó có việc vay mượn dự trữ ngắn hạn giữa các ngân hàng với nhau mà chúng ta đã phân tích trong phần quản lý tài sản nợ.

Với một số NHTW, nó cho phép các NHTG thuộc quyền không nhất thiết phải ký gửi tiền mặt nhiều ở kho của nó, mà có thể ký gửi ở các nơi khác cũng được, quý hồ khoản ký gửi này phải có thanh khoản cực cao không kém gì tiền mặt nhằm luôn có thể chuyển sang tiền mặt theo nhu cầu vào bất cứ lúc nào. Lúc đó, ký gửi tiền mặt này (tại các ngân hàng khác) cũng được tính vào như là một phần tiền mặt của dự trữ bắt buộc mà ngân hàng đã thực hiện. Bảng 7.6 cho thấy điều đó. Ngoài việc ký gửi 20 tỷ won tiền mặt ở NHTW, Tập đoàn ngân hàng chăn nuôi Hàn Quốc còn ký gửi 23.8 tỷ won (hay 0,7% tài sản có) ở các ngân hàng khác.

Dù ký gửi ở các ngân hàng khác hay ở NHTW, khoản tiền mặt ký gửi đều thuộc tài khoản séc hay ký gửi không kỳ han. Với NHTW, tính chất phụ của khoản ký gửi này là nó

bên các NHTG trở thành các thân chủ có tài khoản không kỳ hạn ở ngân hàng nó, giống như nhân dân đối với một NHTG. Đó là một phần của lý do người ta gọi NHTW là ngân hàng của các ngân hàng còn lại trong nền kinh tế.

Ký gửi tiền mặt tại NHTW cũng rất hay thay đổi. Vào những lúc mà NHTG cho vay quá tay, ký gửi sụt xuống một tỷ lệ % rất thấp. Trong những trường hợp như vậy, các ngân hàng phải nhanh chóng chuyển tiền đắp vào hoặc vay mượn dự trữ từ các ngân hàng khác để bù cho đủ dự trữ pháp định. Khối lượng đầu tư của một NHTG vào cuối mỗi kỳ, hay tổng tài sản có của nó, luôn luôn tỷ lệ nghịch với tỷ lệ % của dự trữ tiền mặt pháp định ở NHTW. Chỉ cần vào một ngày nào đó, trong lúc tài sản nợ không tăng hoặc tăng không nhiều, NHTG cho vay mạnh tay, tài sản có của nó tăng lên trong lúc tài sản nợ không tăng, tất yếu sẽ làm giảm tỷ lệ % của dự trữ nói trên. Ngược lại, chỉ cần vài ngày sau, khi những người vay trả nợ nhiều hơn một tí so với các khoản đầu tư mới của ngân hàng, tài sản có của ngân hàng sẽ giảm đi và một cách tự động, tỷ lệ % của tiền mặt dự trữ tại NHTW của nó sẽ tăng lên.

Chính vì thế, việc hụt dự trữ tiền mặt tại NHTW là vấn đề không có gì đặc biệt. Thường các NHTG hay sẵn sàng tăng cho vay vào những khi nó thấy cần vì có những cơ hội đầu tư tốt và an toàn. Rồi nhanh chóng bổ khuyết sự thiếu hụt dư thừa tiền mặt tại NHTW bằng cách vay dự trữ của các ngân hàng khác, bán trái phiếu qua đêm, hoặc vay trực tiếp của NHTW trong một vài ngày là đủ. Vài ngày sau, sự trả nợ của các thân chủ sẽ giúp nó phục hồi dự trữ tiền mặt tại NHTW và thanh toán các khoản dự trữ đã vay.

#### 7.3.1.2.3. Tiền mặt đang trên đường thu hồi

Từ năm 1959, ở Hoa Kỳ, và nhất là sau khi phương pháp tính dự trữ pháp định của các NHTW trên thế giới đã bắt đầu chuyển từ hệ thống tính dự trữ trong cùng thời gian (CRA) sang hệ thống tính dự trữ chậm (LRA) vào năm 1968, các NHTG được phép tính các khoản tiền đang trên đường thu hồi về như là một bộ phận của tiền mặt dự trữ pháp định nếu nó thiếu dự trữ. Tiền mặt đang trên đường thu hồi (Cash Items in the Process of Collection) là một thuật ngữ chỉ 2 khoản:

\* Tiền mặt đã được các đơn vị vay, các đơn vị có trách nhiệm trả nợ ký cam kết thanh toán rồi và hiện đang thu về. Quá trình thu không kéo dài quá 14 ngày, kể từ ngày tính dự trữ.

\* Tiền mặt được thu lại do một số tờ séc của ngân hàng phát ra không được chấp nhận hoặc không thanh toán được và phải trả lại cho chính ngân hàng.

Bảng 5.1 cho thấy loại tiền mặt này cũng khá lớn. Nó chiếm khoảng 2% tài sản có của các NHTG. Khi NHTG thiếu dự trữ tiền mặt pháp định, các NHTW cho phép nó tính khoản tiền mặt này vào dự trữ. Ngược lại, khi nó đã đủ dự trữ, tiền mặt đang trên đường thu hồi trở thành một phần trong tài sản có bị lãng phí, vì không tạo ra được đồng lãi nào. Thuật ngữ ngân hàng gọi nó là khoản trôi nổi (Float). Để tránh sự lãng phí này, các ngân hàng ở các nước phát triển đã khôn ngoan lách bằng cách: cho vay nhiều vào những lúc họ có thể làm được, hạ dự trữ tiền mặt tại NHTW xuống và đưa khoản trôi nổi này vào để tính là một bộ phận của dự trữ pháp định.

**Bảng 7.7: Dự trữ pháp định trong các NHTG và tổ chức tín dụng Hoa Kỳ, 1980 - 1996**

Năm Dự trữ	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Tổng dự trữ	40.66	41.92	41.85	38.89	40.70	48.14	59.56	62.12
Dự trữ do Fed quy định	40.15	41.60	41.35	38.33	39.84	47.08	58.19	61.09
Dự trữ do các ngân hàng để lại	38.97	41.29	41.22	38.12	37.51	46.82	58.73	61.35

Năm	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Tháng 1/1996
Dự trữ									
Tổng dự trữ	63.74	62.81	59.12	55.53	56.54	62.86	61.34	57.90	56.32
Dự trữ do Fed quy định	62.70	61.89	57.46	54.55	55.39	61.80	60.17	56.62	55.45
Dự trữ do các ngân hàng để lại	62.02	62.54	58.80	55.34	56.42	62.78	61.13	57.64	56.90

Nói chung dự trữ tiền mặt là một bộ phận rất quan trọng trong tài sản có của các ngân hàng. Nó quan trọng vì 3 điều:

- Dự trữ tiền mặt là vấn đề pháp định.
- Tỷ lệ dự trữ tiền mặt quyết định (theo hướng nghịch) khối lượng cho vay mà NHTG có thể tạo ra. Nghĩa là nó quyết định khả năng cung ứng tiền của các ngân hàng vào nền kinh tế thông qua cái gọi là thừa số tiền tệ.
- Tỷ lệ dự trữ tiền mặt liên quan rất chặt chẽ đến khả năng thanh toán hay khả năng chi trả của các NHTG.

Chúng ta đã nghiên cứu để hiểu 2 khía cạnh trên, khía cạnh thứ 3, vì tính quan trọng của nó, sẽ được bàn riêng trong phần dưới đây.

### **7.3.2. Đầu tư vào chứng khoán:**

Đầu tư vào chứng khoán là một loại hình phổ biến nhất trong tài sản có của các NHTG tại các nước kinh tế hỗn hợp đã phát triển. Bảng 7.1 cho thấy đầu tư vào chứng khoán các loại chiếm 27,14% tổng tài sản có của một NHTG vào năm 1981. Mười một năm sau, năm 1992, bảng 5.11 vẫn thể hiện rằng loại tài sản này tiếp tục chiếm hơn 22% tổng tài sản có.

Bản thân chứng khoán rất đa dạng về thể loại. Ở nhiều nước, chỉ riêng chứng khoán của Kho bạc đã có đến 10, 12 loại. Tất cả chứng khoán đều là hàng hóa của thị trường tài chính - tiền tệ và nó là chủ đề của chương 8 kế tiếp. Phần này chúng ta chỉ phân tích khái lược về chứng khoán dưới góc độ là một loại đầu tư của các NHTG.

Chứng khoán (Securities) là một loại phiếu nợ được in trên giấy dưới hình thức của một chứng từ. Dẫn nhập một cách đơn giản nhất, chứng khoán có 2 loại:

- Phiếu nợ hay trái phiếu: là một giấy vay tiền, trả lãi suất cố định do Kho bạc, các đơn vị nhà nước, các công ty kinh doanh hay ngân hàng (như chúng ta đã nghiên cứu ở phần tài sản nợ) phát ra. Tất cả các loại như Trái phiếu kho bạc, Hối Phiếu, Trái phiếu tiết kiệm, Trái phiếu công ty, Trái phiếu đô thị, Tín phiếu và tất cả các loại chứng thư tiền gửi thuộc tài sản nợ của NHTG: CDs, RPs, Eurodollars... đều thuộc nhóm này.

- Cổ phiếu: là một giấy xác nhận việc góp tiền dưới dạng vốn cổ phần để kinh doanh. Cổ phiếu không có lãi suất cố định (Fixed Interest) mà lợi nhuận của nó tùy thuộc vào kết quả kinh doanh của đơn vị hay thương vụ được hình thành từ việc góp vốn nói trên.

Cả hai loại này đều là những hình thức đầu tư mà chúng ta sẽ phân tích chi tiết. Trên thị trường tài chính - tiền tệ, tất cả các loại chứng khoán này đều có thể được mua đi bán lại rất nhiều lần. Giá trị mua bán của nó, như chúng ta đã từng phân tích, phụ thuộc vào giá trị bề mặt, tiền lãi nó có được kể từ ngày phát hành, áp lực của cung cầu và tình hình lãi suất của các loại tài sản so sánh khác. Ngân hàng thường đầu tư vào các loại chứng khoán chủ yếu sau:

#### **7.3.2.1. Chứng khoán nhà nước**

Đầu tư vào chứng khoán của chính phủ thường chiếm bộ phận lớn nhất trong hạng mục đầu tư vào chứng khoán của NHTG. Điều đơn giản vì chứng khoán của chính phủ ở các nước công nghiệp được xem là loại tài sản có an toàn nhất. Bởi vì mặc dù hầu như đại đa số các chính phủ trên thế giới đều có mức thâm hụt ngân sách ngày càng tăng và phải liên tục vay mượn của nhân dân bằng cách phát hành trái phiếu, hoàn toàn không có khả năng là chính phủ sẽ vỡ nợ để rồi không trả được nợ cho nhân dân trong hoặc ngoài nước về những trái

phiếu nó đã phát hành. Chính phủ cho dù thâm thuât, luôn luôn có khả năng trả nợ đã vay qua trái phiếu, vì NHTW là ngân hàng của chính phủ. Khi cần thiết, nó hoàn toàn có thể ra lệnh NHTW in thêm tiền mặt ra mà chỉ tốn rất ít thời giờ.

Bảng 7.8 cho thấy, Hệ thống ngân hàng trung gian Hoa Kỳ đầu tư vào chứng khoán của chính phủ tăng 3,6 đến 4 lần cao hơn đầu tư vào các loại chứng khoán khác trong mọi thời điểm từ năm 1992 đến 1993. Trong các năm gần đây cũng vậy, khoảng 17% tài sản có của các NHTG trên thế giới là đầu tư vào chứng khoán này.

### 7.3.2.2. Chứng khoán của chính quyền địa phương và thành phố

Khoảng 5% tài sản có của các NHTG là các khoản đầu tư vào loại chứng khoán này như Trái phiếu đô thị, Trái phiếu chính quyền địa phương... Các ngân hàng không mặn mà lăm với việc đầu tư vào loại trái phiếu này vì thường nó có thanh khoản kém do hầu hết nó là chứng khoán dài hạn. Hơn nữa, lãi suất của nó lại không bằng lãi suất của trái phiếu chính phủ trong cùng thời gian.

### 7.3.2.3. Các loại chứng khoán khác

Nhóm này bao gồm chứng khoán do các công ty phát ra và chứng khoán của nước ngoài. Do tính không chắc chắn lăm so với chứng khoán của chính phủ về khả năng hoàn trả và lợi tức, cũng như sự phức tạp khi thanh khoản, các loại chứng khoán này ít được NHTG quan tâm, thậm chí ngay cả ở các nước công nghiệp phát triển. Bảng 7.8, dòng 2 chỉ ra rằng đầu tư vào các loại chứng khoán khác với chứng khoán của chính phủ (kể cả Trái phiếu đô thị và Trái phiếu chính quyền địa phương) chiếm phần nhỏ, khoảng 20 đến 25%, tổng đầu tư của một ngân hàng hạng mục chứng khoán.

**Bảng 7.8: Đầu tư vào chứng khoán và cho vay của tất cả các NHTM Hoa Kỳ năm 1992, 1993**

Năm - Tháng Các chỉ số	1992			1993			
	Tháng 10	Tháng 11	Tháng 12	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9
1) Chứng khoán của chính phủ	647,3	651,4	657,1	704,5	708,2	714,6	720,2
2) Các chứng khoán khác	178,8	177,3	176,0	179,7	181,2	182,1	182,2
3) Tổng cho vay	2.099,8	2.103,8	2.104,6	2.131,8	2.149,2	2.150,6	2.155,7
4) Tổng cộng đầu tư vào chứng khoán và cho vay	2.926,0	2.932,4	2.937,6	3.016,0	3.038,6	3.047,2	3.058,1

Nguồn: Federal Reserve Bulletin, December 1993, P.A18

Lãi suất thu được từ đầu tư vào chứng khoán không phải là một khoản lợi nhuận béo bở gì. Bảng 7.9 tiếp tục cho thấy rằng so với lãi suất phải trả cho tài sản nợ (dòng 3), lợi nhuận thu được từ đầu tư vào chứng khoán các loại chỉ di động ở mức 5% đến 15% trong vòng mười năm gần đây ở một số nước. Đôi khi, do sự lên giá của chứng khoán vì các nghiệp vụ của NHTW, lãi suất NHTG thu được từ đầu tư chứng khoán trở thành thấp dưới mức lãi suất phải trả cho người gửi tiền. Thí dụ như hai năm 1993 và 1994 trong bảng 7.9 (Xem dòng 3, 4, và 5). Hơn nữa, lợi nhuận thu được từ đầu tư vào chứng khoán (dòng 4 và 5) chỉ hơi cao hơn một ít so với lãi suất tiền vay từ NHTW (dòng 1) để bù đắp truthorng hợp ngân hàng hụt dự trữ pháp định vì đã đầu tư một phần vào chứng khoán. Có nghĩa là lợi tức trong sự so sánh trên đã rất nhỏ và mỏng manh. Ngược lại, nếu các NHTG vay lẫn nhau vì kẹt dự trữ do đã đầu tư quá tay trong đó có cả đầu tư vào chứng khoán, lãi suất mà các ngân hàng phải trả cho các khoản vay liên ngân hàng (dòng 2) luôn luôn cao hơn lợi nhuận thu được từ chứng khoán.

Đó là lý do vì sao đầu tư vào chứng khoán trong 10 năm gần đây, như chúng ta sẽ thấy ở biểu đồ 7.3, chiếm một tỷ lệ giảm dần trong tài sản có của NHTG so với các loại tài sản có và đầu tư khác. Tuy nhiên, vì chứng khoán, mà đặc biệt là chứng khoán của chính phủ, có

nhiều tính chất mà ít có loại tài sản nào so sánh được, thí dụ như: khả năng an toàn rất cao cho tiền đầu tư, khả năng thanh khoản cũng rất cao không khác gì tiền mặt, và hơn nữa nó là loại tài sản rất thuận tiện cho việc ký quỹ để vay tiền của NHTW khi cần thiết, nên các NHTG vẫn tiếp tục đầu tư những khoản vốn thừa vào cuối mỗi kỳ, hoặc những khoản vốn còn lại (khi không thể tìm ra một thương vụ kinh doanh nào đảm bảo an toàn) vào chứng khoán các loại. Điều này giải thích vì sao cho đến nay, đầu tư vào chứng khoán vẫn chiếm trên 20% tài sản có của các ngân hàng và ở những nước mà thị trường chứng khoán chưa phát triển như Việt Nam, nhu cầu hình thành và củng cố gấp thị trường này để hỗ trợ các NHTG hiệu quả hóa hoạt động của họ, là vẫn đề vô cùng cấp bách.

**Bảng 7.9: Lãi suất thu được từ đầu tư vào chứng khoán so với các loại lãi suất phải trả khác của NHTG Hoa Kỳ trong 10 năm (1987 - quý I/1996)**

(% năm)

Năm Các loại lãi suất	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Quý I 1996
LS chiết khấu của NHTW	5.66	6.20	7.00	6.98	5.45	3.25	3.00	3.60	5.21	5.25
LS vốn vay giữa các NHTG với nhau	6.66	7.57	9.02	8.10	5.69	3.52	3.02	4.21	2.83	5.44
LS phải trả cho tiền gửi của nhân dân	5.50	6.23	7.25	7.02	4.59	3.37	3.13	5.12	5.03	2.92
LS chứng khoán ngắn hạn	5.78	6.67	7.75	7.50	5.38	3.43	3.00	5.25	5.49	4.97
LS chứng khoán dài hạn	6.03	6.91	7.74	7.46	5.44	3.54	3.12	2.64	5.56	4.91

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin 1988 to April 1996, P.A16, A24, A26*

### 7.3.3. Cho vay

Cho vay là hoạt động kinh doanh chủ chốt để tạo ra lợi nhuận. Các bảng 5.1, 7.1 và 7.6 cho thấy, cho vay luôn luôn chiếm từ 60 đến hơn 80% tài sản có của các NHTG. Chỉ có lãi suất thu được từ cho vay mới bù nổi các chi phí tiền gửi, chi phí dự trữ, chi phí kinh doanh và quản lý, chi phí vốn trôi nổi, chi phí thuế các loại và cả chi phí rủi ro đầu tư.

Trong thực tế, lượng cho vay của các NHTG đã tăng nhanh từ sau chiến tranh thế giới thứ II đến nay và loại hình cho vay cũng trở nên vô cùng đa dạng. Ở hầu hết các nước công nghiệp trong nhóm 10 và 15 nước hàng đầu thế giới, cho vay của các NHTG đã chuyển dần từ ngắn hạn sang dài hạn. Khu vực vay ngắn hạn nhường chỗ cho thị trường tài chính - tiền tệ cung ứng. Ngược lại, ở hầu hết các nước đang phát triển như Việt Nam, các nước ASEAN, Nam Mỹ, Án Độ, Trung Quốc thời điểm hiện nay..., cho vay ngắn hạn vẫn chiếm bộ phận lớn hơn cho vay dài hạn do tính thiếu an toàn cho các khoản đầu tư dài hạn, trong đó, yếu tố chính trị, lạm phát, tình hình tăng trưởng là những tác nhân chủ yếu.

Ở một số nước đang phát triển khác đến thời điểm hiện nay, khi một ngân hàng được thành lập và đi vào hoạt động, mối quan tâm chính và thường xuyên của nó là sẽ cho ai vay, đầu tư vào đâu? Ở những nước này, đối tượng đầu tư là mối bận tâm nhiều hơn, nếu không nói là vấn đề quan trọng nhất; còn ở các nước đã phát triển, tình hình lại ngược lại. Vấn đề đặt ra cho các ngân hàng không phải vấn đề đầu tư vào đâu hay cho ai vay mà là lợi tức có cao không và an toàn không. Những lo ngại như ngân hàng các nước đang phát triển thực tế đã không còn, vì hầu hết họ đã có những thân chủ chắc chắn và vấn đề an toàn cho vốn đã có pháp luật bảo đảm. Điều họ quan tâm là làm sao huy động được ngày càng nhiều tiền cho các khoản đầu tư có sẵn. Trong khoảng 10 năm gần đây, tỷ lệ cho vay từ NHTG trên tổng tài sản

có đã liên tục gia tăng. Bảng 7.8 cho thấy rằng lượng cho vay luôn luôn chiếm từ 3 đến 4 lần lượng đầu tư vào chứng khoán các loại.

Trong thực tế vấn đề cho vay của các NHTG thường được phân làm 3 loại:

#### **7.3.3.1. Cho vay công nghiệp và thương mại**

Cho giới sản xuất công nghiệp, tiểu thủ công nghiệp các loại và thương nghiệp vay vốn để kinh doanh là hoạt động khá phổ biến của một NHTG. Bộ phận cho vay này, theo thuật ngữ ngân hàng gọi là cho vay C ε I hay Đầu tư C ε I (Commercial and Industrial Loans). Trong 5 năm gần đây, đầu tư C ε I của các NHTG chiếm từ 15 đến 20% tài sản có của họ.

Hầu hết các nguồn cho vay C và I được cấp thẳng cho các xí nghiệp và công ty sản xuất kinh doanh. Khác với các loại tài sản có như chứng khoán có thanh khoản cao, dễ bán và thế chấp, các khoản cho vay này là một loại tài sản có thanh khoản kém, không bán, khó chuyển nhượng hoặc thế chấp được và mức rủi ro cao hơn. Tuy nhiên, vì lợi tức của nó cao nên C và I vẫn chiếm bộ phận lớn trong tổng đầu tư của các NHTG. Tháng 7 năm 1995, cho vay C ε I của ngân hàng phát triển Hàn Quốc lên tới 18.893,9 tỷ won, chiếm 48,04% tổng tài sản có (bảng 7.10).

Các loại hình khá phổ biến của đầu tư C ε I hiện nay ngoài những trường hợp cho vay vốn trực tiếp là:

- Chấp nhận thanh toán: thuật ngữ ngân hàng gọi đây là BA (Bank Acceptance) chỉ những khoản cho vay để giải quyết việc nhập cảng hàng hóa những đợt thiếu hàng bất ngờ của các công ty, xí nghiệp. Thư tín dụng là loại hình của BA. Các loại bảo lãnh hay bảo đảm của ngân hàng dành cho một doanh nghiệp trong một thương vụ nào đó cũng có ý nghĩa như một khoản cho vay ngắn hạn và thuộc nhóm này.

- Hùn vốn kinh doanh: hay LP (Loan Participations) là việc NHTG dùng vốn góp vào một thương vụ làm ăn hoặc hùn hạp thành lập một cơ sở sản xuất kinh doanh nào đó, dưới dạng công ty cổ phần với lãi suất không cố định mà chỉ tùy thuộc vào hiệu quả của đầu tư. Thông thường các ngân hàng không tham gia vào công ty trên cho đến phút cuối cùng. Yêu cầu thanh khoản của tài sản buộc nó chỉ hùn hạp trong giai đoạn đầu rồi bán lại cổ phần cho người khác. Lãi hay lỗ của hình thức đầu tư này phụ thuộc hoàn toàn vào hiệu quả tính toán do nó tiên đoán trước khi quyết định bỏ vốn đầu tư.

LP là một loại tài sản có để thu được lợi tức cao nhưng cũng dễ lỗ nặng vì tính bất định của tình hình kinh doanh thường lớn. Ở các nước phát triển, tỷ lệ LP thường ở mức 5 đến 10% tài sản có. Ở các nước đang phát triển, tỷ lệ này có thể thấp hơn. Các nhà kinh tế xem LP là một loại tài sản có độ an toàn thấp, rủi ro cao.

#### **7.3.3.2. Cho vay kinh doanh bất động sản.**

Cho vay kinh doanh bất động sản là loại hình được ưa thích nhất của các NHTG hiện nay trên thế giới. Loại tài sản này có tên riêng là REL (Real Estate Loans), hay còn được gọi là đầu tư vào bất động sản. Có hai loại REL:

- REL trực tiếp: Các NHTG bỏ vốn ra kinh doanh bất động sản như là một nhà kinh doanh. Lợi tức nếu có thì cực lớn và rủi ro ngược lại, cũng rất cao. Đây là tài khoản có thanh khoản kém nhất vì khả năng thanh khoản rất chậm, do nó phụ thuộc vào khá nhiều nhân tố biến động như cung cầu bất động sản, giá cả và thu nhập ...

- REL gián tiếp: Các ngân hàng chỉ cho các nhà kinh doanh bất động sản vay để kinh doanh nhà đất, xây dựng building, cao ốc, văn phòng làm việc, nhà ở cho nhân dân, kiến trúc cơ sở hạ tầng,... Vì các ngành trên thường có lợi nhuận rất cao, cho nên lãi suất mà ngân hàng cho vay cũng tăng theo. REL này là một trong những tài sản có tạo ra lợi nhuận nhiều nhất cho NHTG.

Trong tháng 2 năm 1992, Tổng REL của các NHTG ở Hoa Kỳ chiếm xấp xỉ 27% tài sản có của nó. Cho đến đầu năm 1996, cho vay kinh doanh bất động sản vẫn là một đối tượng đầu tư hấp dẫn các NHTG ở nhiều nước trên thế giới. Trong năm 1995 và nửa đầu năm 1996, cho vay kinh doanh bất động sản của các ngân hàng ở Đức đã tăng bình quân 15%. Ở các nước đang phát triển, với vận tốc tăng rất nhanh của các ngành xây dựng và kinh doanh địa

óc, đầu tư vào REL tiếp tục ở mức 20 đến 30% tài sản có của các NHTG. Kỹ năng quản lý loại tài sản có này thể hiện ở việc lựa chọn đối tượng đầu tư với sự dung hòa giữa mục tiêu lợi nhuận và độ an toàn cho vốn. Tuy nhiên, tình trạng tăng liên tục của giá bất động sản trong nhiều thập niên gần đây là một sự hỗ trợ tốt cho các ngân hàng, và vì thế REL vẫn là loại tài sản có thu hút nhiều sự quan tâm.

### 7.3.3.3. Cho vay tiêu dùng

Cho vay tiêu dùng (Consumer Loans) hướng về phục vụ nhu cầu mua sắm của các hộ gia đình và cá nhân như cho vay để mua xe, mua nhà, đi học, du lịch và các mua sắm khác. Ở các nước Âu Mỹ, cho vay tiêu dùng (CL) chiếm bộ phận rất lớn trong tổng cho vay của các ngân hàng. Các nước đang phát triển như Malaysia, Thái Lan cho vay tiêu dùng dao động ở mức 12 % đến 15% tài sản có, trong đó bộ phận quan trọng nhất là cho vay để mua xe, chiếm hơn 30%.

Hầu hết các loại CL là cho vay trả góp. Cơ chế của nghiệp vụ cho vay này có thể được biện giải theo thí dụ sau. Giả sử chúng ta quyết định đi vay 37.900.000VND để mua một căn nhà. Ngân hàng cho chúng ta vay với lãi suất là 10% một năm và trả vốn từng phần trong vòng 5 năm. Con số mà chúng ta phải trả cho ngân hàng (cả vốn lẫn lãi) mỗi năm là 10.000.000VND. Chúng ta vay của ngân hàng 37.900.000VND, khi trả, tổng cộng 5 năm là 50.000.000VND. Ngân hàng có được 12.100.000VND tiền lãi. Lãi suất tổng cộng trong 5 năm là:  $\frac{12.100.000}{37.900.000} \times 100\% = 31.93\%$  chứ không phải là 50% (vì mỗi năm 10%) như ta nghĩ.

Logic của nó như sau:

**Bảng 7.11. Cho vay tiêu dùng**

Vốn lãi thực tế	Thời gian chịu lãi	Lãi suất 10%	Vốn và lãi phải trả (1+3)
9.090.000	1 năm	909.000	≈ 10.000.000
8.260.000	2 năm	1.434.600	≈ 10.000.000
7.510.000	3 năm	2.486.000	≈ 10.000.000
6.830.000	4 năm	3.169.000	≈ 10.000.000
6.210.000	5 năm	3.790.000	≈ 10.000.000
Σ 37.900.000		Σ ≈ 12.100.000	Σ 50.000.000

Với cách tổng quát như vậy, chúng ta đã xác định được khoản tiền C mà người vay là chúng ta đã trả hàng tháng hoặc hàng năm ở một cửa hiệu nào đó, thực sự đã giải quyết được bao nhiêu vốn gốc (P) và lãi của vốn ấy, C và P liên quan với nhau qua công thức:

$$P = \frac{C}{(1+R)^t} \quad (7.23)$$

Với R là lãi suất vốn vay (hoặc lãi suất mà cửa hàng hay công ty bán trả góp tính với chúng ta trên đơn vị là tháng hay năm) và t là thời gian mà vốn gốc P được sử dụng. Chẳng hạn khoản tiền 10.000.000VND mà chúng ta sẽ trả vào năm thứ 3 sẽ là:

$$P = \frac{10.000.000}{(1+10)^3} = \frac{10.000.000}{1,33} = 7.510.000VND$$

Với thời gian vay là 3 năm.

Tại Mỹ, vào tháng giêng năm 1976, khoản tiền cho vay tiêu dùng chiếm hơn 41 tỷ USD. Ở các nước công nghiệp, một bộ phận lớn khác của cho vay tiêu dùng tập trung vào việc cung cấp các loại thẻ tín dụng, thẻ thanh toán hoặc các loại Card du lịch như Visa Card, Travelers'Check... Khối lượng các thẻ tín dụng tiêu dùng chiếm khoảng 50% CL.

Cạnh tranh trong lãi suất cho vay là mối quan tâm thường xuyên của NHTG ở các nước phát triển. Khác với các nước đang phát triển, nơi mà việc đầu tư tài sản thế chấp còn

nhiều khê và các ngân hàng rất ngại cho vay CL bằng thế chấp, ở các nước phát triển, cho vay CL là một loại hình tài sản có khá phổ biến. Điều quan trọng chỉ là làm sao hạ lãi suất để thu hút khách hàng mà vẫn đảm bảo lợi nhuận. Bởi vì lợi tức từ cho vay mua hàng trả góp như xe cộ, nhà cửa... thường rất cao. Do đó các NHTG rất ham thích cũng như coi trọng loại tài sản có này. Hơn nữa, cho vay CL cũng có độ an toàn và chủ động về thời gian hoàn vốn. Trong những năm gần đây, khi ngân hàng tìm mọi cách để mở rộng CL, việc hạ lãi suất để thu hút khách hàng đã làm cho khối lượng CL tăng lên nhanh.

#### 7.3.3.4. Cho vay cầm cố

Cho vay cầm cố (Mortgage Loans: ML) hiện chỉ thịnh hành như một loại tài sản có riêng biệt ở các NHTG Bắc Mỹ mà thôi. Ngân hàng các nước khác thường nhập ML vào nhóm REL bởi vì thực chất ML là những khoản cho vay rất dài hạn (có khi đến 15 năm) để giúp các thân chủ mua nhà, biệt thự... Có được ngôi nhà với sở hữu riêng của mình ở Hoa Kỳ là cả một giấc mơ của 65% dân Mỹ. Vì thế, khi có cơ hội họ luôn luôn tìm cách vay ngân hàng để mua nhà và dùng thu nhập trả dần trong những khoảng thời gian rất dài thường trên dưới 10 năm.

Năm 1980, cho vay ML ở Hoa Kỳ chiếm đến 1.000 tỷ USD. Bảng 7.1 cho thấy đến năm 1981, ML vẫn chiếm hơn 19% tổng tài sản có của các NHTG ở Hoa Kỳ. Không những chỉ NHTG, tất cả các tổ chức tài chính khác như quỹ tín dụng, quỹ tiết kiệm, quỹ hưu trí, hiệp hội cho vay và tiết kiệm, các tổ chức tương trợ, các công ty bảo hiểm và cả công ty tài chính đều tham gia cho vay ML. Đây là một loại tài sản có phổ biến của chúng.

ML được cho vay với hình thức trả góp từng phần (hàng tháng hoặc hàng năm) và vật thế chấp của người đi vay đối với ngân hàng chính là chứng thư của căn nhà hay mảnh đất mà họ muốn mua. Các ngân hàng ở Hoa Kỳ giám định rất cẩn thận về tình trạng nhà đất và chủ quyền của nó trước khi quyết định cho thân chủ vay để mua, cũng như rất quan tâm đến tính ổn định và mức cao hay thấp của thu nhập hàng tháng, hàng năm của người xin vay để hạn chế rủi ro không trả nợ hoặc trả nợ không đúng hạn.

Vì cho vay để mua nhà, đất và chấp nhận trả từng phần mỗi tháng hoặc mỗi năm, ML là một loại tài sản có dài hạn và rất kém thanh khoản (Long-term Illiquid Assets). Cho nên các ngân hàng thường tính thêm lãi suất rủi ro vào với lãi suất cơ bản. Vì thế, có những năm lãi suất cho vay ML lên rất cao, đến 30% một năm, gấp 3 đến 5 lần các loại lãi suất cho vay khác của ngân hàng. Nhất là vào những khi thị trường nhà lên cơn sốt. Ở Hoa Kỳ, các NHTG áp dụng hai hình thức cho vay ML:

##### 7.3.3.4.1. Trả góp từng phần

Cũng như hình thức trả góp trong cho vay tiêu dùng, mua xe, mua thiết bị học tập nói trên. Nếu chúng ta vay của NHTG 37.900USD để mua nhà với cam kết trả từng phần trong 5 năm, mỗi năm trả một phần bao gồm cả vốn và lãi suất 10% của nó, thì hàng năm chúng ta sẽ trả 10.000USD cho đến hết 5 năm như thí dụ ở trên.

##### 7.3.3.4.2. Trả vốn một lần

Hình thức này được áp dụng cho những thân chủ có khó khăn về thu nhập hàng năm. Nếu chúng ta vay 37.900USD theo hình thức này, cùng với lãi suất 10% một năm, trong vòng 5 năm để mua nhà, mỗi năm chúng ta chỉ cần trả lãi  $10\% = 3.790\text{USD}$  của số vốn ở trên trong vòng 4 năm. Năm cuối cùng sẽ là năm thanh toán vốn 37.900USD và lãi của nó 3.790USD. Tuy nhiên nếu chúng ta khó khăn và tiếp tục chưa thanh toán được vốn. Ngân hàng sẽ thu tiền lãi của năm thứ 5 là 3.790USD. Làm một hợp đồng cho vay mới để triển hạn nợ vốn cho chúng ta 5 năm nữa chẳng hạn. Trong thời gian này, giấy chủ quyền nhà hoặc chứng thư bất động sản của chúng ta vẫn do ngân hàng giữ. Chỉ khi nào chúng ta trả hết nợ, ngân hàng sẽ hoàn lại chứng thư.

Vì lãi suất của ML thường rất nặng nên có nhiều bộ phận nhân dân Bắc Mỹ, Nhật Bản, đầu tiên có thể định vay trong 10 năm (chẳng hạn) để mua nhà. Nhưng sau 5 hoặc 7 năm, nhiều người đã tích lũy đủ tiền để trả dứt điểm cho ngân hàng và họ muốn chấm dứt hợp đồng để thoát khỏi gánh nặng trả lãi. Ngân hàng cũng chấp nhận trường hợp này nhưng họ bắt các

thân chủ phải trả lãi suất phạt vì việc chậm dứt hợp đồng vay trước khi đến hạn. Lãi suất phạt hiện nay là vào khoảng 25% lãi suất chính thức cho mỗi năm trả sớm trước hạn.

Nhiều ngân hàng ở Hoa Kỳ, Canada và Nhật Bản huy động tiền gửi hoặc vay vốn dài hạn để cung ứng cho ML và thu được những khoản lợi nhuận khá cao. Cũng lại có nhiều ngân hàng vẫn mạo hiểm cho vay ML khi họ chỉ có tiền gửi ngắn hạn mà ít tài sản nợ dài hạn vì lợi nhuận cao của nó. Một số công ty kinh doanh nhà hoặc xây dựng nhà cũng áp dụng ML cho chính những người mua nhà của họ. Lãi suất hàng năm thường ở mức 25% đến 30%. Trong những năm gần đây, vì sự đột xô vào cho vay mua nhà và đất, ở các nước Châu Âu, Bắc Mỹ, Nhật Bản, người ta chi tiết hóa hơn nữa các loại hình ML để dễ quản lý. Trong số theo dõi của NHTG có 5 đối tượng ML:

- Trả góp từng đợt mỗi tháng:

Áp dụng cho các cặp vợ chồng trẻ mới lập gia đình và ra ở riêng. Thời gian tối đa của hợp đồng cho vay là 5 năm đến 10 năm. Loại này gọi tắt là GPM (Graduated Payment Mortgage). Lãi suất tương đối thấp hơn các loại ML khác nhưng có ước tính lãi suất phụ do sự trượt giá hàng năm (lạm phát).

- Trả góp có thương lượng lại về lãi suất:

RRM (Renegotiable Rate Mortgage) là loại ML cho phép ngân hàng và các thân chủ thương lượng về lãi suất cứ 3 (hoặc 5 năm) một lần. Bởi vì NHTW thường thay đổi lãi suất chỉ đạo của nó nên trong suốt một hợp đồng ML, tình trạng lãi suất có khi lên hoặc xuống 5% là chuyện bình thường. Để ứng phó với tình hình này, với các hợp đồng ML cố định, NHTG thường tính lãi suất rất cao để đảm bảo độ an toàn cho nó mỗi khi NHTW đưa lãi lên, và vì thế rất thiệt thòi cho các thân chủ.

RRM tránh được tình trạng này vì lãi suất luôn luôn được điều chỉnh theo tình hình biến động của thị trường. Do vậy, cả hai bên đều không thiệt thòi. Hình thức này được áp dụng cho các ML từ 10 đến 30 năm.

- Trả góp với lãi suất linh động:

Giống như RRM, loại trả góp với lãi suất linh động VRM (Variable Rate Mortgage) cho phép sự điều chỉnh lãi suất đến hàng năm một lần. VRM áp dụng cho những khoản vay lớn (100.000 USD trở lên) và thời gian chỉ từ 5 đến 10 năm trả góp hàng tháng cả vốn và lãi của mỗi tháng.

- Trả góp có lãi suất ưu đãi và được điều chỉnh:

FAM (Favoured - Adjusted Mortgage) là hình thức cho vay với lãi suất thấp đặc biệt trong các loại ML và không những thế, lãi suất này cũng được phép điều chỉnh lại hàng năm theo đúng với thời giá và thang lãi suất của thị trường.

Đối tượng được hưởng loại FAM này là những gia đình đã có nhà đất hẳn hoi, dùng nó thế chấp để mua thêm một cái khác. Vì khả năng thanh khoản và độ an toàn của hình thức cho vay này cao hơn các loại ML khác, các NHTG áp dụng chế độ lãi suất ưu đãi để khuyến khích thân chủ. Thời gian cho vay cũng trên 10 năm, trả góp hàng tháng.

- Chia phần chủ quyền:

Đối tượng của loại vay này (SAM: Shared Appreciation Mortgage) thường là nhân dân nghèo có thu nhập thấp và những hộ sống độc thân. Ngân hàng bỏ tiền ra một nửa để trả cho chủ bất động sản và nửa còn lại cho thân chủ vay để mua. Như vậy thân chủ sở hữu một nửa căn nhà và ngân hàng sở hữu một nửa. Vốn vay của thân chủ cũng trả góp cho ngân hàng hàng tháng trong vòng 10 năm.

Một nửa sở hữu về phía NHTG được nhanh chóng bán cho một thân chủ khác. Thế là cả 2 thân chủ cùng sở hữu một căn nhà và cùng trả góp cho ngân hàng mỗi tháng. Ở Tây Âu và Hoa Kỳ, nhân dân không thích loại hình này lắm. Tuy nhiên, đối với người nghèo, dù sao thì một nửa căn nhà vẫn hơn là không có nơi ở.

#### **7.3.4. Các loại tài sản có khác**

Ngoài loại tài sản có chủ yếu là dự trữ tiền mặt, chứng khoán và cho vay, một NHTG còn có các loại tài sản có thông dụng khác, đó là:

#### 7.3.4.1. Chuyển nhượng dự trữ

Trong trường hợp các NHTG có khó khăn về dự trữ tiền mặt, nó có thể tiến hành việc vay mượn liên ngân hàng. Khi ngân hàng này vay mượn dự trữ của ngân hàng khác (tại NHTW), bên tài sản nợ của nó phát sinh khoản nợ vay mượn dự trữ và khi nó cho các ngân hàng khác vay, khoản cho vay này không nằm trong mục cho vay bình thường thuộc hạng mục cho vay đã phân tích, mà nằm trong loại tài sản có tạm thời.

Giả sử trong ngày, ngân hàng A đã tính toán đủ dự trữ cho mình. Nhưng bất đắc vào nửa ngày cuối, xuất hiện một nhu cầu cấp vốn gấp cho một thân chủ quen thuộc mà việc làm đầy sẽ giảm dự trữ tiền mặt của nó xuống. Để giải quyết việc này, ngân hàng A một mặt cho vay, cùng lúc đó gọi điện đến ngân hàng B nào đó để nghị vay của B một khoản tương ứng dự trữ tại NHTW để đủ pháp định. Ngay lúc ngân hàng B chấp thuận và gửi điện tín đến NHTW để đề nghị NHTW chuyên bớt dự trữ của nó qua cho dự trữ của A tại NHTW, tài sản nợ của A xuất hiện khoản nợ dự trữ từ B và đồng thời tài sản có của B thêm một khoản mới là cho A vay dự trữ.

Có thể ngay ngày hôm sau, A đã có tiền mặt để chuyển trả lại cho B. Thê là khoản tài sản có này ở B biến mất. Khi A trả, A phải trả cả vốn, tiền lãi 1 ngày và chi phí của 2 lần chuyển nhượng. Những khoản tài sản có của B này tồn tại rất ngắn chỉ từ một đêm cho đến vài tuần là tối đa. Lãi suất của nó được phản ánh trong dòng 2 bảng 7.1 mà chúng ta đã nghiên cứu. Ở Hoa Kỳ, người ta gọi loại lãi suất này là FUR (Federal Funds Rate), ở Anh Quốc có tên gọi là LIBOR (London Interbank Offered Rate). Loại tài sản có này ở một vài nước công nghiệp, chiếm một tỷ lệ không phải nhỏ trong tài sản có. Ở Anh, Đức, Pháp, Nhật và Mỹ, nó thường dao động khoảng 5% tổng tài sản có. Các ngân hàng thường cho nhau vay theo từng đơn vị lớn. Mỗi đơn vị tối thiểu là 1.000.000USD. Với các NHTG có quy mô nhỏ hơn ở ngoại ô và các địa phương, mỗi đơn vị là 200.000USD. Thời gian đáo hạn của từng loại tài sản này phổ biến nhất là 24 giờ.

Loại cho vay này khác với các loại cho vay khác của NHTG là không có thể chấp. Đó cũng là một trong các lý do khiến nó không thuộc các khoản hạng mục cho vay đã đề cập ở trên. Ở các nước công nghiệp có hẳn một thị trường vốn như thế cho các ngân hàng. Diễn hình nhất là Thị trường vốn liên ngân hàng London và Thị trường vốn liên bang Hoa Kỳ. Tuy thời gian cho vay với lãi suất như bảng 7.9 đã trình bày, chỉ di động ở mức 3% đến 10% một năm, nghĩa là rất thấp khi tính ra cho một ngày, nhưng với những số lượng vốn cho vay khổng lồ mỗi ngày, một cách thường xuyên, các ngân hàng cũng kiềm được khói lợi nhuận lớn từ hoạt động này.

Ngoài nguyên nhân trên, mặt tích cực của thị trường vốn này là nó giúp các ngân hàng thoát được các hoàn cảnh ngặt nghèo thường thấy trong hoạt động, do vậy, cũng có được cả niềm tin và hiệu quả kinh doanh cho hệ thống, tạo điều kiện để các ngân hàng tương trợ lẫn nhau cùng phát triển. Đặc biệt là các ngân hàng nhỏ, vốn ít. Từ những đặc điểm trên, thị trường vốn liên ngân hàng ngày càng bành trướng. Ở các nước công nghiệp, có rất nhiều NHTG chuyên cung cấp loại tài sản có này cho thị trường kể từ 12 giờ đến 16 giờ 40 mỗi ngày. Các nước đang phát triển như Việt Nam rất cần cỗ nhanh hình thức cho vay này để hiệu quả hóa hơn nữa tài sản có của các ngân hàng.

#### 7.3.4.2. Chứng khoán qua đêm với thỏa thuận bán lại

Loại tài sản có này không được các chủ ngân hàng xếp vào nhóm chứng khoán (ở mục 7.3.2) vì các tính chất sau:

- Thời gian đáo hạn của nó rất ngắn, 2 giờ đến 1 tuần là tối đa. Có khi dưới 24 giờ.
- Không phải là loại chứng khoán thông thường.

Các ngân hàng thường dùng tiền thừa vào cuối mỗi ngày (khi đã hết tất cả cơ hội đầu tư) đem ra thị trường tài chính để mua lại chứng khoán qua đêm. Điểm đặc trưng là người bán nó luôn luôn yêu cầu được mua lại chính nó vào ngày hôm sau (xem phần quản lý tài sản nợ) với giá trị bù mặt cộng với lãi suất. Vì thế loại tài sản này có thanh khoản cực cao không khác gì tiền mặt. Tên gọi của nó như chúng ta đã biết là ORPs (Overnight Repurchase Agreements) hay có khi chỉ gọi là RPs.

Ngân hàng B vì kẹt tiền mặt, phát ra nó với thỏa thuận sẽ mua lại ngay hôm sau. Giả sử trong ngày, ngân hàng A mua, trở thành nhà đầu tư và RPs trở thành tài sản có dù chỉ một ngày đêm. Ngày hôm sau, A bán lại cho B, tài sản có RPs biến mất, đổi lại tài sản có là tiền mặt tăng lên.

Thị trường RPs (giống như FF hay IBF ở phần trên) cực kỳ phát triển ở các nước công nghiệp. Nhờ sự phát triển này, hầu như các NHTG không bao giờ giữ lại tiền mặt thừa vào cuối mỗi ngày. Theo thông lệ, từ giờ thứ 15 trở đi, tiền mặt thừa nếu không được đem cho vay ở Thị trường vốn liên ngân hàng (FF hay IBF) sẽ lập tức được đem đi mua RPs trên thị trường tài chính. Sáng mai, lại bán ra để thu tiền mặt về cho vay hay đầu tư vào những thương vụ khác nếu có. RPs sinh ra lãi ngay trong đêm đó và đối với những khoản đầu tư lớn, lượng tiền lãi này không phải nhỏ. Trong khi nếu giữ tiền mặt thừa đêm qua, NHTG không kiếm đâu ra được một đồng trinh nào.

Do vậy, ở các nước phát triển với thị trường tài chính - tiền tệ hoàn hảo, ngân hàng hiệu quả hóa đồng vốn rất cao. Vì đồng vốn được hiệu quả hóa cao, hầu như không lãng phí, lợi nhuận mà nó thu được rất chính xác. Bởi thế, các ngân hàng có thể giảm bớt lãi suất khi cho vay sản xuất - kinh doanh. Đó là một phần của lý do tại sao lãi suất hàng năm ở các nước phát triển là rất thấp khi so sánh với lãi suất năm của các NHTG ở các nước đang phát triển. Các nước sau này, vì thị trường tài chính kém hoàn hảo hoặc chưa có thị trường tài chính (như Việt Nam, Lào, Campuchia... vào năm 2006) các NHTG không tìm đâu ra cách bảo đảm an toàn để cho vay hết tiền mặt huy động được vào cuối mỗi kỳ. Sự dư thừa vốn đương nhiên sẽ làm tăng chi phí hoạt động và buộc các ngân hàng, để khỏi thiệt hại, tìm đến những đối tượng đủ an toàn để cho vay với lãi suất cao.

Loại tài sản có RPs khá phổ biến với tỷ lệ từ 2 đến 7% tổng tài sản có vào cuối mỗi ngày của NHTG các nước phát triển. Bản thân mỗi ngân hàng, vào những lúc quá kẹt tiền mặt, nó bán chứng khoán (ở mục 7.3.2) ra theo hình thức RPs để giải quyết nhu cầu vốn qua ngày. Hôm sau, thu được tiền, nó lại mua về chính những chứng khoán đã bán. Như vậy, đây là hình thức chuyển đổi tài sản có từ chứng khoán ra tiền mặt hoặc séc. Cũng cần lưu ý rằng, phần lớn các trường hợp, nó không phải xuất chứng khoán ra khỏi kho mà chỉ cần ký RPs là đủ. Ngược lại, vào những lúc thừa tiền mặt sau giờ thứ 15 mỗi ngày, nó lại đem tiền mặt đi mua RPs. Lúc đó, nó đổi dự trữ dư thừa (ER) thành loại tài sản có này. Hai hoạt động diễn ra mỗi ngày, đơn giản và dễ dàng như những nghiệp vụ nhận tiền gửi của nhân dân.

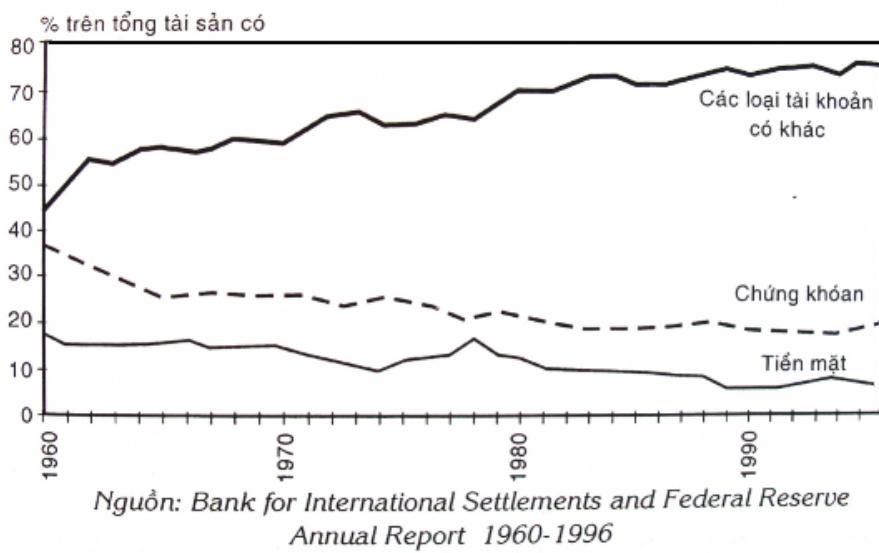
### **7.3.4.3. Tài sản cố định**

Tài sản cố định là khoản mục cuối cùng trong tài sản có của ngân hàng. Loại tài sản có này có ở tất cả các ngân hàng vào tất cả mọi thời điểm. Nó là tổng giá trị của các trang thiết bị tồn tại và làm việc cơ bản như: văn phòng, bàn ghế, kho, tủ, két, điện thoại, máy vi tính, xe ô tô, các trụ sở chi nhánh, cao ốc khác...

Tùy theo mức độ trang bị tiện nghi và sự hợp lý hay không của việc trang bị, tài sản cố định có thể thay đổi từ 0,2% tài sản có trở lên vì tài sản cố định không sinh ra lãi, mà còn phải tốn chi phí bảo dưỡng cho nên tỷ lệ loại tài sản có này càng lớn, các NHTG càng hoạt động kém hiệu quả và càng dễ chết. Tỷ lệ phổ biến hiện nay ở Nhật Bản di động từ 0,1% đến 0,8%. Ở Hoa Kỳ là từ 0,2% đến 1%, ở Cộng hòa liên bang Đức là 0,2% đến hơn 1%.

Ba loại tài sản có: chuyển nhượng dự trữ, RPs và tài sản cố định chiếm bình quân từ 8% đến hơn 20% tổng tài sản có tùy theo tình hình hoạt động và các điều kiện của môi trường tiền tệ tài chính chung quanh ngân hàng. Biểu đồ 7.3 phác họa tỷ lệ và sự thay đổi cơ cấu các loại tài sản có trong bảng cân đối của NHTG trên thế giới từ năm 1968 đến 1996. Trong 36 năm qua, chứng khoán và dự trữ tiền mặt ngày càng giảm đi, trong khi các loại tài sản trong mục 7.3.3. và 7.3.4. tăng nhanh một cách ổn định. Điều đó phản ánh rằng, kinh tế thế giới đang phát triển, sự hoàn thiện về luật pháp, về các quy luật trên thị trường tài chính - tiền tệ, về các biện pháp an toàn vốn cho nhân dân ngày càng hiệu quả và tiến bộ nhanh. Tình trạng ngân hàng vỡ nợ ngày càng ít dần và các ngân hàng quản lý tài sản có ngày càng hiệu quả. Trong bối cảnh thuận lợi như vậy, cho vay và đầu tư vào các ngành khác, ngoài loại đầu tư cổ truyền, chú trọng vào sự an toàn là chính, đang được ngân hàng lưu tâm đẩy mạnh.

**Biểu đồ 7.3: Tỷ lệ giữa các loại tài sản có và tình hình tăng giảm của nó trong tổng tài sản có của các NHTG trên thế giới (1960 - 1996)**



## 7.4. LÃI SUẤT VÀ VÂN ĐỀ TỐI ĐA HÓA LỢI NHUẬN

Phạm trù quan trọng nhất của hoạt động ngân hàng là Lãi suất. Danh từ lãi suất mà chúng ta nói ở đây bao gồm các khoản chi phí của tiền tệ và tài chính trong nền kinh tế. Chi phí của vốn quyết định lợi nhuận được tạo ra từ vốn ấy ở bất kỳ hoạt động sản xuất kinh doanh nào. Trong lĩnh vực ngân hàng, điều này lại càng chính xác. Để hiểu được vai trò của việc ra quyết định về lãi suất trong hoạt động của các NHTG, chúng ta đi vào từng phần của chủ đề này.

### 7.4.1. Lãi suất

Một trong những nhận thức cơ bản và quan trọng nhất của kinh tế học đó là "Thời giờ là tiền". Bất kỳ loại vật chất nào được sử dụng một cách hữu ích thì thời gian càng trôi đi, càng làm cho nó có giá trị hơn nhiều. Giá trị của một loại vật chất như miếng đất thường được xác định bằng sự hữu ích và nhu cầu mong muốn của mọi người đối với nó. Một cách tương tự, giá trị tính theo đơn vị thời gian khi đem cho thuê sẽ tùy thuộc vào nhu cầu thuê của mọi người và lợi nhuận có thể làm ra được từ đất.

Tiền cũng vậy. Khi được đem cất kỹ vào kho hay được đem chôn dưới gầm giường, tiền không tạo ra được bất kỳ lợi nhuận hay giá trị nào vì nó bị cách ly với môi trường mà ở đó nó được mọi người cần. Nếu không nói càng đẽ lâu, giá trị của nó càng thấp (vì lạm phát) giống như đất bỏ hoang. Đến lượt chính những giá trị do nó tạo ra, xác định nên chi phí cần có để được sở hữu tiền. Người ta gọi chi phí này là tiền lãi. Lãi suất tính bằng tỷ lệ % và được định nghĩa như sau:

#### 7.4.1.1. Định nghĩa về lãi suất

"Lãi suất (Interest Rate)" là tỷ lệ % giữa tiền lãi (hay chi phí phải trả) trên một số lượng tiền nhất định để có được quyền sở hữu và quyền sử dụng tiền ấy trong khoảng thời gian đã thỏa thuận.

Người ta có một cách nói khác, đó là "khoảng chênh lệch giữa lượng tiền được nhận hôm nay và lượng tiền tổng cộng phải trả trong tương lai, chính là tiền lãi hay chi phí để có quyền sở hữu lượng tiền ấy trong khoảng thời gian từ ngày nhận đến ngày trả". Khi đem tiền lãi ấy tính tỷ lệ % với tiền được nhận, kết quả thu được chính là lãi suất trong thời gian nói trên.

Hiểu theo cách nào cũng được. Nếu chúng ta gọi  $P_1$  là lượng tiền được nhận vào ngày hôm nay và  $r$  là lãi suất phải trả để được sở hữu và sử dụng nó trong 1 năm, thì lúc đó:

$$r = \frac{\text{Tiền phải trả 1 năm} - P_1}{P_1} \times 100\%$$

Giả sử chúng ta cần tính thử xem 1VND được trả vào năm sau có lãi suất là bao nhiêu thì ta tính theo công thức:

$$r = \frac{1 - P_1}{P_1} \quad (7.24)$$

Đứng trên giác độ người cho vay như NHTG,  $R_1$  là lợi nhuận thu được từ một khoản đầu tư. Công thức 7.24 cho phép ta suy ra rằng với một tỷ lệ lãi suất đã được xác định trước, 1 VND trả vào một năm sau là khoản tiền bao gồm cả lãi và vốn, trong đó phần vốn  $P_1$  là:

$$P_1 = \frac{1}{1+r} \quad (7.25)$$

Do đó, khi người ta cho trước  $P_1$  (của 1 VND được trả 1 năm sau), lãi suất ( $r$ ) trong năm nói trên của  $P_1$  được tính bằng công thức 7.24. Hoặc, bằng việc cho trước tỷ lệ lãi suất của vốn vay trong 1 năm là  $r$ , 1VND được trả vào 1 năm sau có vốn gốc ( $P_1$ ) được tính bởi công thức 7.25. Một cách tổng quát, nếu gọi tiền phải trả (vốn và lãi) vào thời điểm  $t$  là  $P_t$ , vốn gốc là  $P_1$ , lãi suất là  $r$  thì:

$$r = \frac{P_t - P_1}{P_1} \quad (7.26)$$

$$P_1 = \frac{P_t}{1+r} \quad (7.27)$$

Điều quan trọng mà 2 công thức trên cho biết là với lượng tiền  $P_t$  được xác định,  $r$  càng cao thì  $P_1$  càng thấp và ngược lại. Trong thị trường tài chính - tiền tệ, 2 công thức nói trên là phép tính đơn giản nhất để người cho vay hiểu được lãi suất hoặc khoản tiền mà họ phải bỏ ra để mua trái phiếu hay các loại phiếu nợ khác. Giả sử một người nào đó ra thị trường trái phiếu và quyết định chọn trái phiếu hạng 1.000.000 VND để đầu tư, thời gian đáo hạn là 1 năm. Có nghĩa là, vào đúng 1 năm sau, khi chúng ta đem trái phiếu đến nơi phát hành, người phát hành sẽ nhận lại trái phiếu và trả cho chúng ta đúng 1.000.000 VND.

Đương nhiên để có được một trong các trái phiếu này, bấy giờ chúng ta phải bỏ tiền ra mua, hay nói khác đi là để đầu tư hoặc chúng ta cho đơn vị phát hành trái phiếu vay. Phần sau, chúng ta sẽ bàn về bản chất của hành động này. Trong trường hợp của thí dụ, lượng tiền của chúng ta bỏ ra để mua trái phiếu được gọi là giá của trái phiếu vào lúc đó. Giá này được xác định bởi:

- Cung và cầu trái phiếu
- Tính toán về tiền lãi sẽ có được
- Thương lượng giữa người mua và người bán trái phiếu

**Trường hợp 1:** Giả sử sau khi thương lượng xong, ta và người bán không bàn đến lãi, chỉ đơn giản thống nhất với nhau là sẽ bán và mua nó với giá 950.000VND. Lúc đó công thức 7.24 cho chúng ta biết lãi suất mà chúng ta có thể hưởng sau 1 năm từ dịch vụ cho vay hay đầu tư này là:

$$r = \frac{P_2 - P_1}{P_1} = \frac{1.000.000 - 950.000}{950.000} \times 100\% = 5,26\% \text{ một năm}$$

**Trường hợp 2:** Chúng ta quan tâm đến lãi suất và muốn tìm loại trái phiếu 1.000.000 VND nào mà có lãi đến 12% sau 1 năm. Lúc ấy, chúng ta phải đi tìm hoặc thương lượng cho được trái phiếu cần mua là:

$$P_1 = \frac{P_2}{1+r} = \frac{1.000.000}{1+0.12} = 892.857 \text{ VND}$$

Các NHTG hay áp dụng các cách tính trên khi đầu tư. Thi dụ này giúp chúng ta tìm hiểu các cách quản lý lãi suất hiện nay.

#### **7.4.1.2. Các cách quản lý lãi suất**

##### **7.4.1.2.1. Cố định lãi suất**

Cách làm cổ điển nhất (vì nó có từ trước thời đại Hy - La) là cách cho vay đầu tư theo kiểu cố định lãi suất. Các ngân hàng đưa ra các thang lãi suất đã lập sẵn để thông báo cho đối tượng có nhu cầu vay vốn từ ngân hàng. Thân chủ chỉ có việc chấp nhận mức lãi suất ấy nếu muốn vay tiền. Cách làm này có những mặt tích cực:

- Giúp NHTG ước tính khá chính xác được lợi nhuận từ mỗi khoản cho vay.
- Chủ động tính được lãi suất cần đưa ra để huy động tiền gửi và các loại tài sản nợ khác.

Tuy nhiên, nó cũng có những mặt bất tiện như:

- Cố định lãi suất làm cho ngân hàng tự hạn chế mình về khả năng cho vay và đầu tư, ngân hàng không thể cho vay dưới mức ổn định, vì thế có tình trạng nhiều khi thừa vốn mà không thể hoặc không dám đầu tư.

- Cố định lãi suất làm tuyệt đường thương lượng về chi phí vốn giữa người cần vay (các thân chủ) và người muốn cho vay (ngân hàng). Khi bạn không thể thương lượng được về chi phí vốn, thì vấn đề của bạn (nếu là người vay) trở nên quá đơn giản. Nếu chấp nhận được mức lãi suất nói trên thì đến với ngân hàng, không chấp nhận được mức lãi thì đến cũng vô ích.

- Với lãi suất cố định thì ngân hàng sẽ phải chạy theo khách hàng chứ không phải người cần vay chạy theo ngân hàng để thương lượng.

- Khi NHTG có nhu cầu cần phải tìm thân chủ để giải quyết vốn thừa với lãi suất cố định, nhu cầu đó rất dễ làm thay đổi nhận định của nó theo hướng cảm tính về độ an toàn của thương vụ. Khả năng rủi ro trong cho vay sẽ lớn hơn.

- Cố định lãi suất sẽ làm cho ngân hàng khó đầu tư vào chứng khoán. Vì hầu hết chứng khoán ngày nay đều thả nổi lãi suất cho cung cầu quyết định.

Từ những nguyên nhân trên, cách cố định lãi suất trong hoạt động chỉ thịnh hành từ thập niên 60 trở về trước... Biểu đồ 7.3 đã cho thấy trong thập niên 60 và trước đó, tiền mặt mà các ngân hàng thừa vào cuối mỗi kỳ rất lớn, xấp xỉ 20% tổng tài sản có. Dĩ nhiên, cần phải nói thêm rằng dự trữ tiền mặt cao trong thời kỳ này có nguyên nhân đóng góp của việc quy định RRR khá cao của các NHTW trên thế giới. Tuy nhiên, nguyên nhân chính vẫn là do các NHTG cố định lãi suất để đảm bảo an toàn cho lợi nhuận và vì thế không cho vay hoặc đầu tư được hết ER vào cuối kỳ. Hiệu quả hoạt động của các NHTG trở nên kém và rủi ro cao hơn. Do vậy, từ những năm 1970 trở đi, ngân hàng ở các nước đã bắt đầu áp dụng lãi suất thả nổi.

##### **7.4.1.2.2. Lãi suất thả nổi**

Khi các NHTG hoạt động theo cách cố định lãi suất, nó quản lý tài sản có (đầu tư và cho vay) theo trường hợp 2 của thí dụ đi mua chứng khoán vừa rồi. Ngược lại, khi thả nổi lãi suất theo thị trường và theo kết quả thương lượng của từng thương vụ, nó quản lý tài sản và lợi nhuận theo trường hợp 1.

Từ năm 1980 đến 1996, các NHTG nước Pháp buông lỏng lãi suất theo sự dao động của lãi suất chiết khấu và lãi suất thị trường tiền tệ - tài chính. Mức dao động của lãi suất thả nổi thật dữ dội. Bảng 7.12 cho thấy năm 1981, lãi suất đầu tư và cho vay trung bình trong các NHTG là 15,28% năm, ứng với lãi suất ngắn hạn trên thị trường lúc đó là 15,40% năm. Năm 1989, lãi suất ngắn hạn của thị trường còn 9,30% và lãi suất đầu tư của ngân hàng là 9,27%. Đến quý 1/1996, lãi suất cho vay và đầu tư của các ngân hàng chỉ còn 4,29% một năm. Đó là những thí dụ điển hình của tính không cố định về lãi suất.

Khi NHTG thả nổi lãi suất và chấp nhận tính lãi theo từng kết quả thương lượng của từng thương vụ, sẽ có nhiều khách hàng tìm đến với nó và nó sẽ có nhiều cơ hội tốt để lựa chọn hơn. Không phải ngân hàng tìm khách hàng một cách đơn phương nữa, mà cả khách hàng cũng tìm ngân hàng, vì cả hai đều thấy có thể có nhiều lợi ích qua thương lượng. Ngân hàng sẽ có thể nhận thấy ở một vài thương vụ, cần cho vay với lãi suất rất thấp để giữ những khách hàng có uy tín hoặc sẵn sàng đầu tư vào những loại chứng khoán với lợi nhuận không đáng bao nhiêu để

giải quyết hết ER. Ngược lại, cũng có những thương vụ cho vay hoặc đầu tư sau khi đã chắc chắn được về tính an toàn, nó có thể đạt được lãi suất rất cao qua thương lượng.

Với lãi suất cố định, ngân hàng quan tâm đến lợi nhuận về mặt ngắn hạn mà bỏ quên khách hàng, quản lý tài sản có kém hiệu quả. Ngược lại, với lãi suất thả nổi, ngân hàng quan tâm đến khách hàng và lợi nhuận trong những mục tiêu dài hạn. Cách làm đơn giản của các NHTG Âu - Mỹ là nó đưa ra những mục tiêu tài sản có cho tương lai rồi vận động vốn cấp và lãi suất theo từng tình huống. Thí dụ như sau khi đặt ra mục tiêu hoàn vốn và lãi sau một năm là 5000 đơn vị tiền tệ. Để có được tài sản có 5000 này vào năm sau, có 2 tình huống:

- Trước năm 1970, các NHTG căn cứ trên lãi suất của tài sản nợ, quyết định lãi suất cho vay tối thiểu. Cuối cùng tìm cách cho vay theo thang lãi suất nói trên để đạt mục tiêu. Giả sử lãi suất của tài sản nợ là 12% năm và NHTG quyết định lãi suất tối thiểu của tài sản có là 14,56% năm, như vậy:

$$P_1 = \frac{P_2}{1+r} = \frac{5000}{1+0,1456} = 4364,4$$

**Bảng 7.12: Lãi suất các loại trong hệ thống NHTG nước Pháp 1980 - 1998**

Năm		1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Loại LS	Năm	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
LS chiết khấu		9.5	17.5	12.75	12.00	11.00	9.25	7.00	7.75
LS trung bình trong các NHTG		12.18	15.28	14.61	12.31	11.66	9.91	7.68	8.14
LS thị trường									
- Ngắn hạn		13.30	15.40	14.70	12.50	11.90	10.10	7.80	8.20
- Dài hạn		15.00	16.50	15.70	13.60	12.50	10.90	8.60	9.40
LS chiết khấu	1988	7.25	8.75	9.50	8.75	9.25	6.45	5.00	3.90
LS trung bình trong các NHTG	1989	7.80	9.27	10.20	9.49	10.14	8.30	5.72	4.29
LS thị trường	1990								
- Ngắn hạn	1991	7.90	9.30	10.30	9.70	10.40	8.40	5.80	4.50
- Dài hạn	1992	9.10	8.80	10.00	9.00	8.60	6.90	7.90	7.50
Quý I/1996	1993								

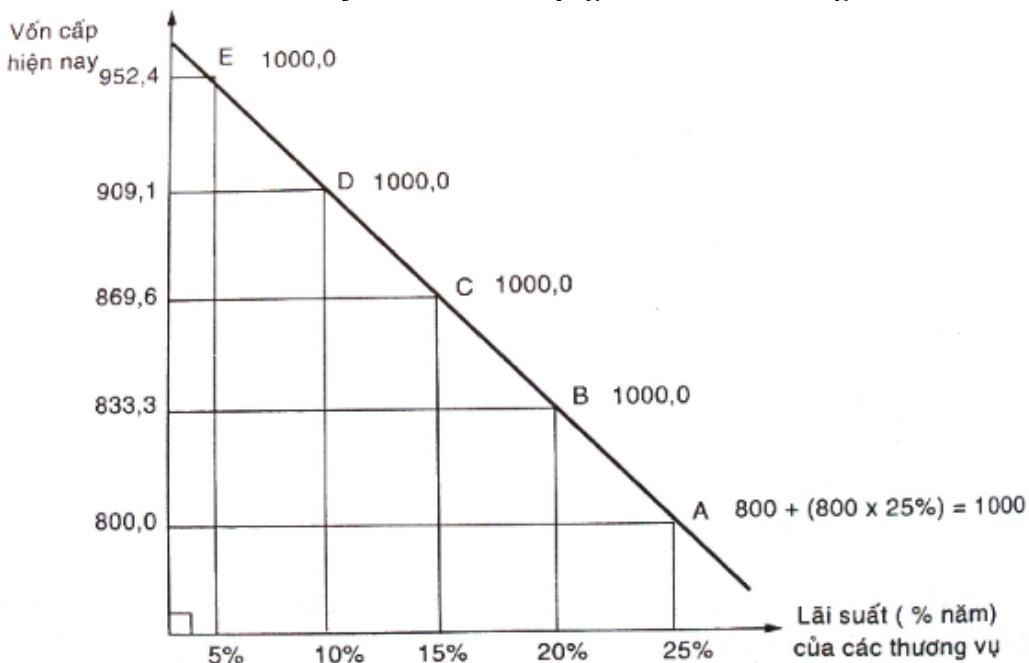
*Nguồn: Banque de France - Bulletin Digest 1980 to April 1996, P12 to 38  
and IMF - World Economic Outlook Every May 1980-1995, P.138-141*

Ngân hàng phải tìm cách cho vay hoặc đầu tư cho được 4364.4 đơn vị tiền vào ngày hôm nay với lãi suất cho vay hoặc đầu tư phải đạt là 14,58% cho mọi thương vụ. Điều này quá không dễ làm. Và nếu nó tồn tiền vào cuối một số kỳ nào đó, do vào những ngày đó, những người đi vay chỉ có thể chấp nhận vay ở mức lãi 10% chặng hạn, thì sự lãng phí sẽ làm cho nó khó mà đạt được mục tiêu. Không nói chúng ta cũng hiểu rằng sự lãng phí thực ra còn lớn hơn bởi vì cũng có những ngày có nhiều người rất cần vốn và thậm chí họ sẵn sàng trả lãi suất cho ngân hàng hơn mức 14,56%. Nhưng cơ chế lãi suất cố định chỉ cần 14,56% và do vậy ngân hàng mất những lợi nhuận mà lẽ ra nó có thể có thêm. Các nhà đầu tư được những cơ hội tuyệt vời.

- Sau năm 1970, cách quản lý tài sản có và lãi suất của NHTG là theo phương thức như biểu đồ 7.4. Cũng với mục tiêu đạt tài sản có là 5000 vào năm sau, cho rằng cũng với lãi suất 14,56% năm, nó có cơ chế hoạt động thoáng hơn nhiều. Trong 5 thương vụ mà nó đầu tư hoặc cho vay, có những thương vụ vẫn đảm bảo an toàn nhưng có lợi nhuận cao như kinh doanh xuất nhập khẩu, bất động sản..., ngân hàng có thể tính lãi 25%. Nhưng có những loại đầu tư khác, khi cần phải thực hiện để giữ khách hàng hoặc để giải quyết cho hết ER vào cuối kỳ tránh lãng phí, nó vẫn cho vay ở lãi suất dưới 14,56% như 10% hoặc 5% chẳng hạn. Bằng cách cân đối lượng vốn xuất ra cho từng trường hợp lãi suất, ngân hàng vẫn đảm bảo được tài sản có 5000 vào năm sau với mức lãi suất đã định. Biểu đồ 7.5 còn cho thấy với các thương vụ C, D, E, lãi suất cho vay thấp, nó có thể đầu tư nhiều hơn. Với các thương vụ A, B lãi suất cao, nó đầu tư ít vốn hơn để phòng rủi ro. Sự bù qua bù lại giữa các loại tài sản có là chiến lược chủ chốt để đạt mục tiêu mong muốn của ngân hàng.

Nhật Bản và Hàn Quốc là hai nước hiện nay vẫn áp dụng theo cả 2 cách quản lý cùng một lúc. Với những loại tài sản có nhất định, các NHTG hai nước nói trên cố định lãi suất nhằm 2 mục đích: (1) Với lãi suất cố định thấp, nó kích thích vay mượn, phục vụ cho các mục tiêu đầu tư định hướng mà chúng ta sẽ có dịp trở lại ở phần 5. (2) VỚI lãi suất cố định cao, nó thu hút tiết kiệm và huy động các nguồn tài chính dư thừa trong nền kinh tế, đảm bảo lợi nhuận, tăng cường ý thức hiệu quả vốn vay cho các đơn vị sản xuất kinh doanh, hạn chế tiêu dùng. Tuy vậy, ở phần lớn các trường hợp, NHTG hai nước nói trên vẫn áp dụng chế độ lãi suất thả nổi là chính. Vì không thể chối cãi rằng lãi suất thả nổi phát triển năng lực cạnh tranh và hiệu quả quản lý tài sản có của ngân hàng lên rất nhiều.

**Biểu đồ 7.4: Quản lý lãi suất linh động và các tình huống đầu tư**



Bên cạnh phương thức để đi đến quyết định về quản lý lãi suất, các nhân tố khác của tài sản có và nền kinh tế ngoài ngân hàng cũng ảnh hưởng không ít đến phạm trù này.

#### 7.4.1.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến việc quản lý lãi suất

Các nhân tố sau đây cũng là những nhân tố chỉ ra sự khác nhau giữa các loại tài sản có của NHTG, về một số phương diện nào đó, lãi suất bị chi phối bởi loại hình tài sản có mà ngân hàng đã đầu tư.

##### a) Thời gian đáo hạn

Tất cả các loại tài sản có và nợ khác nhau về thời gian đáo hạn (Term of Maturity). Đây là độ dài về giờ, ngày, tháng, năm của khoản nợ từ ngày nhận cho đến khi nó được trả lại. Có những loại tài sản có thời gian đáo hạn tính bằng giờ như RPS hay FF, IBFF. Có những

loại tài sản khác có thời gian đáo hạn dài hơn vài ngày đến hàng tháng như chứng khoán, ký thác không kỳ hạn, ký thác có kỳ hạn và tiết kiệm. Và cũng có những loại tài sản có (hay nợ) có thời gian đáo hạn từ 1 năm đến 30, 40 năm như REL hay ML mà chúng ta đã nghiên cứu. Chính từ sự khác nhau về thời gian của khoản vay (hoặc cho vay), lãi suất cho mỗi loại cũng khác nhau. Đó cũng là nguyên nhân cho sự phân biệt về lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn. Thông thường:

- Lãi suất ngắn hạn (Short - term Interest Rate) chỉ ra loại lãi suất trên khoản nợ (hoặc có) rất ngắn từ 1 đêm đến 15 ngày là tối đa. Ở một vài nước, các khoản cho vay hoặc vay từ dưới 1 tháng đến vài giờ gọi là vay hoặc cho vay ngắn hạn và lãi suất áp dụng cho nó là lãi suất ngắn hạn.

Dòng 3 của bảng 7.12 cho thấy lãi suất ngắn hạn trong thị trường tài chính - tiền tệ nước Pháp từ năm 1980 đến quý 1 năm 1996 dao động trong khoảng 15,40 đến 4,50% một năm. Lãi suất ngắn hạn thường thấp hơn lãi suất dài hạn vì điều đơn giản là những khoản đầu tư ngắn như thế thường có lợi tức không ổn định. Hơn nữa, chính lợi tức không ổn định của nó là nguyên nhân làm cho loại lãi suất này biến động khá thường xuyên và dữ dội. Nhiều khi trong một ngày - ở các nước phát triển - nó có thể lên xuống hai ba mức do ảnh hưởng của lợi tức chứng khoán. Điều này sẽ được tiếp tục phân tích ở phần sau.

- Lãi suất dài hạn: Ngược lại với lãi suất ngắn hạn, lãi suất dài hạn (Long - term Interest Rate) chỉ ra tỷ lệ lãi của khoản đầu tư từ 1 tháng trở lên đến hàng năm hoặc hàng chục năm. Vì tính lâu dài của nó, các khoản đầu tư này thường được sử dụng cho các khu vực sản xuất, kinh doanh cơ bản, bền chắc, với lợi tức ít thay đổi. Do lợi tức của đầu tư ổn định, lãi suất của các loại tài sản này cũng cao hơn các loại tài sản khác.

Dòng 4 của bảng 7.12 là lãi suất dài hạn của Pháp 1980-1996. Đỉnh cao nhất của lãi suất dài hạn là 16,50% vào năm 1981 và thấp nhất là 6,90% vào năm 1993. Nó dao động không dữ dội bằng lãi suất ngắn hạn.

Bảng 7.13 dưới đây tiếp tục cho thấy về tình hình lãi suất dài hạn và ngắn hạn bình quân ở một số nước công nghiệp từ năm 1982 đến năm 1994. Chú ý rằng, đỉnh cao nhất và thấp nhất của lãi suất dài hạn không cách nhau quá 2 lần. Trong khi khoảng cách ấy ở lãi suất ngắn hạn là từ hơn 3 lần trở lên.

**Bảng 7.13: Lãi suất ở một số nước công nghiệp  
1982 - 1994 (% năm)**

Năm Quốc gia	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
1) LS ngắn hạn Hoa Kỳ	12.4	9.1	10.4	8.0	6.5	6.9	7.7	9.1	8.2	5.8	3.7	3.2	4.8
Nhật Bản	7.1	6.7	6.4	6.6	5.0	4.1	4.4	5.3	7.6	7.2	4.3	2.8	2.2
CHLB Đức	14.7	12.6	11.9	10.1	7.7	8.2	7.9	9.3	10.3	9.7	10.4	8.4	5.6
Pháp	8.9	5.8	6.0	5.4	4.6	4.0	4.3	7.1	8.4	9.2	9.5	7.2	5.0
2) LS dài hạn Hoa Kỳ	13.0	11.1	12.5	10.6	7.7	8.4	8.8	8.5	8.6	7.9	7.0	5.9	7.2
Nhật Bản	8.3	7.8	7.3	6.5	5.3	5.0	4.8	5.1	7.0	6.3	5.1	4.0	4.6
CHLB Đức	15.7	13.6	12.5	10.9	8.6	9.4	9.1	8.8	10.0	9.00	8.6	6.9	7.9
Pháp	9.0	8.1	8.0	7.0	6.1	6.2	6.5	7.0	8.7	8.5	7.9	6.5	7.1

*Nguồn: IMF - World Economic Outlook 1990 to 1994, P.138-141*

Trước khi đề cập đến phần tiếp theo, chúng ta cần thiết phải nhắc lại một số khái niệm cũ để việc hiểu về lãi suất được dễ dàng. Ở đây lãi suất có lãi suất tiền gửi (đứng về phía ngân hàng trả cho người gửi) và lãi suất cho vay (lãi suất mà ngân hàng thu từ các khoản vốn nó cho sản xuất kinh doanh vay).

Cách gọi tên "lãi suất tiền gửi" hay "lãi suất cho vay" thực chất chỉ có ý nghĩa rất hẹp. Nó không phản ánh hết tình hình lãi suất. Bởi vì nếu gọi lãi suất mà các ngân hàng trả cho người gửi là "lãi suất tiền gửi", thì những khoản lãi suất mà nó phải trả cho các loại tài sản nợ khác như trái phiếu, RPs, vay dự trữ, vay của NHTW, vay của công ty mẹ... mà chúng ta đã từng nghiên cứu ở phân đoạn 7.2 chương 7 này sẽ được gọi tên riêng là gì?

Bên cạnh đó, nếu gọi lãi suất mà các ngân hàng thu được từ việc cho sản xuất kinh doanh và các đối tượng khác vay vốn là "lãi suất tiền vay", thế thì lãi suất nó thu được từ các loại tài sản có khác như chứng khoán, RPs, bất động sản... không phải ở dưới hình thức cho vay - sẽ gọi tên bằng gì?

Cho nên từ thập niên 60, với sự bành trướng ngày càng đa dạng của các loại tài sản khác nhau trên thi trường tiền tệ tài chính, giới ngân hàng bắt đầu quy ước chỉ gọi tên lãi suất theo hai nhóm tài sản. Đó là lãi suất tài trợ nợ bao gồm tất cả các loại tài sản nợ. Bởi vì vay của các đối tượng khác hay vay của nhân dân (khi nhân dân đem tiền đến gửi tức là ngân hàng đã vay của họ) đều là tài sản nợ của ngân hàng. Điều tương ứng được gọi là lãi suất tài sản có, nó chỉ ra tiền lãi mà ngân hàng thu được từ việc cho vay hay đầu tư khác như chứng khoán, RPs... vì cho vay hay đầu tư đều là những hạng mục của tài sản có.

Sự việc chưa dừng ở đây, một số nhà kinh tế khác lại cho rằng, mọi thứ lãi suất đều có thể quy về cách gọi tên như xuất xứ. Với cách nhận thức này chỉ có 2 phạm trù lãi suất là lãi suất cho vay - chỉ ra khoản thu được từ hình thức cho vay tiền - vì họ cho rằng, suy cho cùng, ngân hàng cho vay trực tiếp, hay mua chứng khoán thì cũng là cho vay vì chứng khoán cũng là một loại phiếu vay tiền của đơn vị phát ra nó. Ngoài thị trường cũng vậy, người cho vay, hoặc gửi vào ngân hàng, hoặc mua chứng khoán thì cũng là cho vay. Ngược lại với cho vay là đi vay. Nhân dân vay lẫn nhau, ngân hàng vay của dân hay vay của NHTG, NHTW, nước ngoài..., hoặc phát hành RPs, trái phiếu thì cũng là vay. Chính phủ phát hành trái phiếu thì cũng là vay tiền của dân chúng... Lãi suất phải trả cho các khoản vay gọi là lãi suất vay nợ.

Điều đó cũng có lý, thế nhưng nó không thuyết minh được khi ngân hàng hoặc nhân dân bỏ tiền ra mua bất động sản hoặc xây dựng nhà máy để kiếm lợi nhuận thì lợi nhuận này được gọi tên là lãi suất gì? Sau một thời gian, các nhà kinh tế nói trên đã phản ứng lại bằng cách gọi đó là lãi suất đầu tư.

Từ thập niên 80, từ sự tranh luận nói trên, người ta đã gọi các loại lãi suất theo 3 tên: Lãi suất vay, Lãi suất cho vay và Lãi suất đầu tư. Tuy nhiên, trong khu vực ngân hàng chỉ có lãi suất tài sản có và lãi suất tài sản nợ là phản ánh khái quát và đầy đủ nhất hai phạm trù cơ bản của lãi suất trong ngân hàng.

Thực ra cho vay hay đầu tư về ý nghĩa, tính chất, mục đích đều giống nhau. Một khái niệm hướng về chu chuyển tiền, một khái niệm hướng về chu chuyển tài sản vật chất nhưng đều có mục đích tạo lợi nhuận hay giá trị gia tăng (VA). Thế nhưng cả tiền lẫn vật chất đều là tài sản, là các nguồn lực của xã hội. Biên giới giữa tiền và tài sản vật chất không tồn tại, bởi vì tiền và tài sản vật chất có thể chuyển đổi qua lại cho nhau rất dễ dàng vì chúng đều là tài sản. Cho nên cách gọi tên lãi suất theo loại tài sản của ngân hàng là hợp lý và gọn nhất.

Cho đến những năm gần đây, dù 2 loại lãi suất (tài sản có và nợ) luôn luôn biến thiên cùng chiều nhau và bổ sung cho nhau, cái này được dùng để xác định cái kia và một cách dễ dàng khi biết được loại lãi suất này, người ta có thể nhanh chóng suy ra khá chính xác loại lãi suất còn lại về giá trị bình quân. Do đó, để gọi tắt, các nhà kinh tế và ngân hàng chỉ dùng một từ là lãi suất.

### b) Khả năng thanh khoản

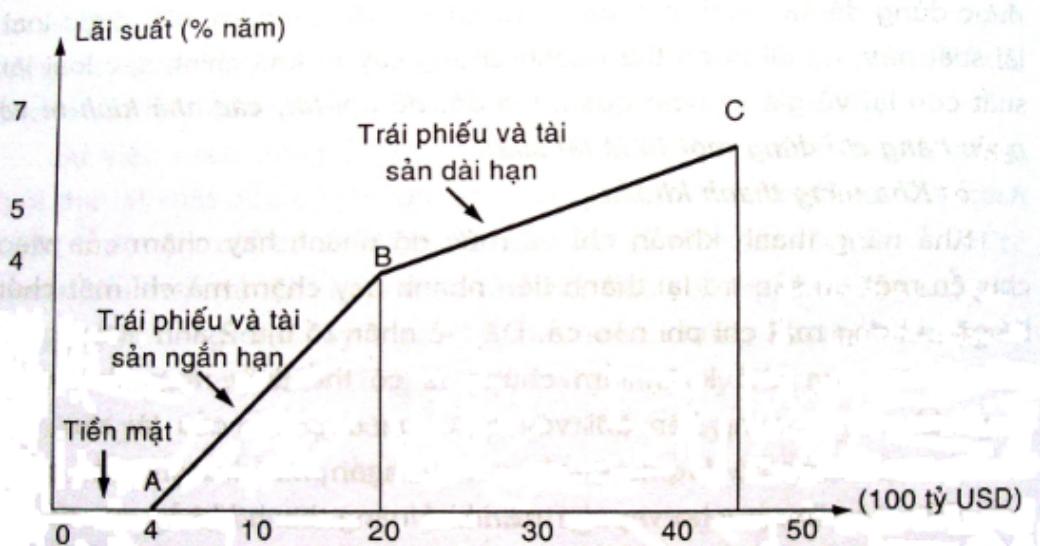
Khả năng thanh khoản chỉ về mức độ nhanh hay chậm của việc chuyển một tài sản trở lại thành tiền nhanh hay chậm mà chỉ mất chút ít hoặc không mất chi phí nào cả. Đây là nhân tố thứ 2 ảnh hưởng đến lãi suất. Không khó khăn lắm, chúng ta có thể thấy rằng khả năng thanh khoản lại cũng liên đới với thời gian đáo hạn của tài sản. Với những loại tài sản có đáo hạn ngắn và cực ngắn như chứng khoán ngắn hạn, RPs, các khoản cho vay dự trữ..., khả năng thanh khoản của nó rất cao và chi phí chuyển đổi cực thấp. Nhưng với những loại tài sản dài hạn như chứng khoán từ 3 tháng trở lên, các khoản cho vay, REL, ML từ 1 năm đến 30 năm,

nha cửa, đất đai, xe cộ, máy tính, tàu vận tải... là những loại tài sản khó thanh khoản và phải mất nhiều thời giờ hơn, tốn nhiều chi phí hơn, tốn công sức hơn, rủi ro cao hơn khi cầm bán hoặc đổi nó ra tiền mặt.

Với những tài sản có thanh khoản cao, lãi suất của nó thường thấp đến rất thấp. Ngược lại, những tài sản thanh khoản kém thường có lãi suất cao hơn vì chi phí chuyển đổi của nó cũng cao, và cũng vì với thời gian dài, sự ổn định của tài sản sẽ tạo ra lợi nhuận cao.

Biểu đồ 7.5 trình bày quan hệ giữa lãi suất và khả năng thanh khoản của các loại tài sản trên thị trường tiền tệ và tài chính của 7 nước công nghiệp hàng đầu trên thế giới vào tháng 2 năm 1996. Xin lưu ý rằng tài sản này được tính theo giá trị trung bình. Ở mỗi nước, khoảng gần 400 tỷ USD là tiền mặt và Biểu đồ 7.5 cho thấy loại tài sản này có thanh khoản cao nhất và chi phí thanh khoản bằng 0, nhưng lãi suất của nó cũng bằng 0 (đoạn OA). Từ A đến B là các loại tài sản ngắn hạn. Khả năng thanh khoản kém hơn và chi phí thanh khoản cao hơn tiền mặt dần dần. Nhưng lãi suất của chúng cũng bắt đầu lớn hơn 0 và lớn dần tới khoảng 4% một năm (đoạn AB). Đoạn BC diễn tả những tài sản dài hạn, có thanh khoản kém nhất, tốn chi phí chuyển thành tiền nhiều nhất và dĩ nhiên lãi suất tài sản cũng cao nhất.

**Biểu đồ 7.5: Quan hệ giữa lãi suất và khả năng thanh khoản của tài sản trên thị trường tài chính tiền tệ G7 (tháng 2 năm 1996)**



Nguồn: Federal Reserve Bulletin, May 1996, P.A14 and World Bank Monthly Report.

### c) Rủi ro

Ngoài khả năng thanh khoản (Liquidity), rủi ro (Risk) cũng là nhân tố làm tăng hoặc giảm lãi suất tài sản của ngân hàng và nền kinh tế. Nhân tố này hình thành loại chi phí rủi ro mà ngân hàng và các nhà đầu tư khác phải tính đến cho các trường hợp vốn đầu tư bị mất giá, vốn không thu hồi được vì nơi nhận đầu tư bị phá sản, vỡ nợ, lợi tức trở nên âm vì giá cả tăng nhanh... Với các loại tài sản có như chứng khoán, khi giá cả của nó tăng nhanh lên xấp xỉ giá trị bù mặt ( $P_1$  gần bằng  $P_2$ ), lãi suất của nó bị bay hơi theo cung cầu của thị trường.

Để phòng các trường hợp trên, các NHTG Âu - Mỹ đưa ra loại lãi suất rủi ro (Interest Rate Risk) áp dụng cho các loại tài sản có thiếu an toàn, hoặc những loại tài sản có đáo hạn quá dài. Gọi lãi suất thực là  $r_1$ , lãi suất rủi ro là  $r_2$ , vốn phải đầu tư hôm nay là  $P_1$  vốn thu về trong tương lai cộng với tiền lãi là  $P_2$ , thời gian đầu tư (hoặc cho vay) là 1 (năm hoặc tháng...), ta có:

$$P_1 = \frac{P_2}{(1 + r_1 + r_2)^t} \quad (7.28)$$

Các ngân hàng hiện đang tính lãi suất  $r_1$  cho các dịch vụ đầu tư bình thường là 12% một năm. Có một dịch vụ đầu tư với thời gian 3 năm. Giả định rằng ngân hàng muốn tính lãi

suất rủi ro cho vay thêm 12% (để phòng sự trượt giá của đồng tiền hoặc chi phí nợ khó đòi...). Lúc đó, 1.000.000VND vốn sẽ thu hồi vào 3 năm sau cùng với tiền lãi sẽ cần chỉ một khoản đầu tư là:

$$P_1 = \frac{1.000.000}{(1+0.12+0.12)^3} = 452.487\text{VND}$$

Ở các nước đang phát triển hiện nay, lãi suất rủi ro di động từ 5 đến 15% một năm cho các khoản đầu tư ngắn hạn (Cho vay hoặc mua trái phiếu...). Ngược lại, trái phiếu của các công ty nhỏ, chưa có tên tuổi, có lãi suất rủi ro cao hơn các loại tài sản có nói trên từ 1 đến 6% mỗi năm. Chi phí rủi ro tạo cho lãi suất rủi ro trở thành một phạm trù và được tính toán song phẳng trong việc quản lý lãi suất tại các NHTG.

d/ Chi phí quản lý tài sản

Ngân hàng có rất nhiều loại tài sản có dễ quản lý và dễ thu hồi vốn như tiền mặt, cho vay dự trữ, RPs, hàng hóa dễ bán, hay các khoản cho vay hoặc đầu tư ngắn hạn khác. Nhưng cũng có rất nhiều loại tài sản có khó quản lý, theo dõi. Chi phí cho việc quản trị, xử lý, phát mãi, bảo quản thì cao hơn các loại tài sản khác, thí dụ như: nhà cửa, bất động sản, xe cộ, hàng hóa khó giữ gìn... Do vậy, với các thương vụ đầu tư vào những tài sản nhóm trước, chi phí quản trị thấp cho nên lãi suất không cao hơn mức bình thường. Với các loại tài sản nhóm sau, vì tốn kém cho quản trị hơn, các ngân hàng phải tính thêm chi phí quản lý tài sản vào lãi suất và điều đương nhiên là lãi suất của nhóm sau phải cao hơn nhóm trước.

e/ Lạm phát

Lạm phát là kẻ thù của lãi suất. Cơ chế lạm phát sẽ được bàn kỹ ở phần 4. Ở đây, chúng ta quan tâm đến mối liên quan giữa lạm phát và lãi suất. Cho rằng lãi suất mà ngân hàng thu được từ một dịch vụ cho vay hoặc đầu tư (điều này cũng hoàn toàn giống trong trường hợp người cho vay là nhân dân gửi tiền vào ngân hàng và ngân hàng là người vay) là 10%/năm. Với lãi suất ấy, một khoản đầu tư hôm nay có giá trị 1.000.000 VND sẽ tạo ra một khoản tiền lãi sau đúng 1 năm là:

$$r = 1.000.000\text{VND} \times 10\% = 100.000\text{VNĐ}$$

Cả vốn và lãi thu được vào thời điểm này sang năm sẽ là:

$$P_2 = P_1(1+r)^t \text{ với } t = 1$$

$$P_2 = 1.000.000 \times 1.10 = 1.100.000\text{VND}$$

Giả sử chúng ta xem giá cả mua bán của gạo là giá đại diện cho giá cả hàng tiêu dùng bình quân (CPI) trên thị trường hàng hóa. Nếu lạm phát bằng không trong cả năm nói trên, giá gạo vào hôm nay là 2000VND/kg. Vào thời điểm này của năm sau, nó tiếp tục vẫn là 2000VND/kg.

Lúc đó, khi chưa đầu tư, 1.000.000VND đổi được  $1.000.000/2.000 = 500$  kg gạo. Vào năm sau, khi đã đầu tư rồi, vốn và lãi thu hồi đổi được  $1.100.000/2.000 = 550$ kg. Việc đầu tư đã sản sinh ra cho chúng ta một tài sản mới tương đương 50kg gạo. Đó là tiền lãi.

Thế nhưng, thật xúi quẩy, lạm phát bằng không rất hiếm khi xảy ra. Thường là lạm phát lớn hơn không. Với sự thật ấy, ta giả định tiếp về 2 trường hợp:

Trường hợp 1: Lạm phát trong năm cũng bằng 10% một năm. Bằng đúng với lãi suất mà ta có thể thu được từ đầu tư.

Lúc đó: Giá gạo hiện nay là 2000VND/kg

Giá gạo vào thời điểm này sang năm sẽ là  $(2.000 + 2.000 \times 10\%) = 2.200\text{VNĐ/kg}$

Hiện nay, khi chưa đầu tư, các NHTG (hoặc chúng ta) với 1.000.000VND, có thể mua được  $1.000.000/2.000 = 500$ kg gạo.

Chúng ta hoặc ngân hàng, bỏ vốn ra đầu tư và một năm sau: cả vốn lẫn lãi thu được là 1.100.000VND. Vào thời điểm thu vốn về, chúng ta đem đi mua gạo và được  $1.100.000/2.200 = 500$  kg. Trước khi đầu tư tài sản của chúng ta có giá trị tương đương 500kg gạo, sau khi đầu tư xong, tài sản thu được tính bằng đơn vị tiền thì cao hơn trước về số lượng, nhưng giá trị thực sự cũng chỉ bằng 500kg gạo. Chúng ta chả có được chút lãi nào. Lãi suất thực sự trong trường hợp này = 0.

Trường hợp 2: Nếu lạm phát trong năm hơn 10%. Chẳng hạn 15%.

Giá gạo sau 1 năm sẽ là  $2.000 + (2.000 \times 15\%) = 2.300$  VND/kg

Trước đầu tư, với giá gạo 2000VND/kg, chúng ta mua được 500kg gạo từ số tiền 1.000.000 VND. Sau khi đầu tư xong (lãi suất 10% năm), vốn và lãi thu được (1.000.000 VND) chỉ tương đương với  $1.100.000 / 2.300 = 478,26$  kg gạo.

Việc đầu tư đã không những không đem lại giá trị mới mà còn làm cho chúng ta (hoặc ngân hàng) thiệt mất 24.71 kg gạo. Lạm phát cao (15%) đã làm cho lợi tức trở thành số âm. Chính nó là thủ phạm gây ra sự hụt đi về tài sản. Kết luận về điều này là lạm phát sẽ làm bay hơi một cách vô hình lãi suất của các loại tài sản mà ngân hàng và nhân dân có được.

Nếu trong cùng một đơn vị thời gian:

1/ Tỷ lệ lãi suất = Tỷ lệ lạm phát, thì lãi suất thực sự bằng không (trường hợp 1).

2/ Tỷ lệ lãi suất < Tỷ lệ lạm phát, lãi suất thực sự là âm. Lạm phát càng lớn hơn lãi suất bao nhiêu, giá trị thực của lãi suất càng thấp bấy nhiêu. Giá trị của tài sản bị hao mòn càng dữ dội (trường hợp 2).

3/ Tỷ lệ lãi suất > Tỷ lệ lạm phát, lãi suất thực sự lớn hơn không. Trong trường hợp này, đầu tư hoàn toàn có lợi. Lãi suất càng lớn hơn lạm phát, lợi nhuận thực thu được càng lớn theo.

Chỉ có tình huống thứ 3 là được chấp nhận nhất. Cho nên khi ngân hàng hoặc nhân dân đầu tư, cho vay, người ta thường quan tâm đến lạm phát để luôn đảm bảo rằng lãi suất đầu tư phải lớn hơn tỷ lệ lạm phát. Hay nói cách khác, lãi suất đầu tư phải ở mức từ tỷ lệ lạm phát trở lên.

Do mối liên quan giữa lãi suất và lạm phát, người ta chia lãi suất ra làm 2 loại:

\* Lãi suất danh nghĩa:

Lãi suất danh nghĩa (Nominal Interest Rate) hay NIR là lãi suất của tài sản trên đơn vị tiền tệ. Khi chúng ta đọc những thang lãi suất được niêm yết trên báo chí, tại các ngân hàng, trên tivi hay các phương tiện truyền thông đại chúng khác..., chúng ta đã và đang đọc về lãi suất danh nghĩa. Loại này đơn thuần chỉ ra số lượng đơn vị tiền thu được từ mỗi 100 đơn vị tiền được đem đầu tư trong khoảng thời gian nhất định nào đó của thông báo.

\* Lãi suất thực:

Ngược lại với lãi suất danh nghĩa là lãi suất thực (Real Interest Rate) hay RIR, chỉ ra giá trị thực sự được tăng lên (hay giá trị thực sự thu được) từ một hoạt động đầu tư:

$$RIR = NIR - \pi \quad (7.29)$$

Với  $\pi$  là tỷ lệ % của lạm phát trong cùng thời gian hoạt động đầu tư.

Để cho RIR luôn luôn là một tỷ lệ lớn hơn không, các nhà đầu tư và ngân hàng phải giữ cho NIR thường xuyên lớn hơn  $\pi$ . Tuy nhiên, điều đó không dễ dàng. Với những ngân hàng áp dụng chế độ lãi suất cố định, lạm phát đột ngột cao thường cướp đi lợi nhuận của họ, vì không thể điều chỉnh được những hợp đồng đầu tư hoặc cho vay đã ký dài hạn. Đó cũng là lý do khiến ngân hàng phải giữ NIR rất cao để dự phòng và đến lượt, điều này lại cản trở khả năng cho vay và đầu tư của họ. Nguyên nhân trên là một phần tác nhân khiến cho hầu như các NHTG nào ngày nay cũng đều áp dụng chế độ lãi suất linh động trong quản trị tài sản có và nợ.

Thời gian đáo hạn, khả năng thanh khoản, rủi ro, chi phí quản lý tài sản và lạm phát là 5 nhân tố chủ yếu tác động đến quyết định về lãi suất của mỗi ngân hàng. Quyết định về lãi suất thì lại liên quan rất mật thiết với lợi nhuận ròng của các ngân hàng.

#### 7.4.2. Vấn đề tối đa hóa lợi nhuận

Để thâm nhập vào chủ đề này, chúng ta mượn lại bảng cân đối số 7 về ngân hàng A của phân đoạn 7.1 của chương 7 này.

Có	Ngân hàng A	Nợ
Tiền mặt	55 triệu	Vốn cổ phần
Ký gửi tại NHTW	140 triệu	Tiền gửi của B+C
Cho công ty A vay	30 triệu	
$\Sigma$ tài sản có	225 triệu	$\Sigma$ tài sản nợ
		225 triệu

Nếu gọi :

$P_r$  (profit) là lợi nhuận ròng của ngân hàng

$\pi$  là tỷ lệ lạm phát

L: tổng giá trị vốn đã đầu tư và cho vay (dự trữ tiền mặt được xem là khoản đầu tư có lãi suất bằng 0)

$r_L$ : lãi suất của vốn đầu tư và cho vay

D: tổng giá trị tài sản nợ (hay tiền huy động được)

$r_D$ : lãi suất phải trả cho tài sản nợ nói trên

$F_c$  : chi phí về quản trị - giao dịch - điều hành và các tổn kém khác...

Lúc đó  $P_r$  được tính đơn giản như sau:

$$P_r = (L \times r_L) - (D \times r_D) - (L \times r_L \times \pi) - F_c \quad (7.30)$$

Cho rằng  $F_c$  bao gồm cả sự mất giá của tài sản vì lạm phát, lúc đó công thức được viết gọn lại thành:

$$P_r = L \times r_L - D \times r_D - F_c \quad (7.31)$$

Giả định rằng ngân hàng A thấy dự trữ của nó tại NHTW vẫn còn thừa nhiều, nó quyết định cho vay thêm 70 triệu VND nữa, cho công ty X bằng cách xuất tiền mặt, bảng cân đối vẫn được đọc thành:

Có	9	Nợ	
Tiền mặt	55 triệu	Vốn cổ phần	200 triệu
Ký gửi tại NHTW	140 triệu	Tiền gửi của B+C	25 triệu
Cho A vay	30 triệu		
Cho X vay	70 triệu		
$\sum$ tài sản có	225 triệu	$\sum$ tài sản nợ	225 triệu

Nếu nó không xuất tiền mặt và cấp cho công ty X một cuốn sổ Séc. Trong đó, công ty X được quyền viết Séc để chi tiêu đến hết số tiền vay theo hợp đồng là 70 triệu. Bảng cân đối sẽ thành

Có	10	Nợ	
Tiền mặt	55 triệu	Vốn cổ phần	200 triệu
Ký gửi tại NHTW	140 triệu	Tiền gửi của B+C	25 triệu
Cho A vay	30 triệu	Quyền viết Séc của X (hay tài khoản Séc)	70 triệu
Cho X vay	70 triệu		
$\sum$ tài sản có	295 triệu	$\sum$ tài sản nợ	295 triệu

Xem như X đã vay xong nhưng còn ký gửi lại tại NHTG cho những chi tiêu sắp đến. Giả sử 2 khoản cho vay của ngân hàng (tổng vay là 100 triệu VND) có lãi suất là 12% một năm. Chưa nói đến các khoản phải trả là  $D \cdot r_D$ . Và  $F_c$  ở trên, hoàn toàn không có gì chắc là ngân hàng A sẽ thu được tiền lãi đúng bằng 12% của 100 triệu đầu tư. Điều thường xảy ra là có nhiều thân chủ vay tiền của ngân hàng để làm ăn, nhưng vận xui của họ đến, họ bị phá sản và không trả nổi nợ. Ngân hàng A có thể bị mất từ 0% đến 100% vốn trong những trường hợp như vậy.

Chúng ta giả thiết tiếp rằng 100 triệu mà ngân hàng cho vay ở trên không phải là vào 2 đối tượng mà là cho 10 đối tượng, mỗi đối tượng vay 10 triệu. Trong số đối tượng vay này, có 2 đối tượng bị phá sản. Trong một trường hợp, ngân hàng thu lại được 100% vốn (là 10 triệu) nhưng hoàn toàn không có được đồng lãi nào. Trường hợp còn lại, ngân hàng sau khi bán được ít tài sản thế chấp của đơn vị phá sản, chỉ thu lại được 50% vốn hay 5 triệu đồng. Ngân hàng đã thiệt mát:

Trường hợp 1:

$$10.000.000 \times 0,12 = 1.200.000 \text{ VND}$$

Trường hợp 2:

$$(10.000.000 \times 50\%) + (10.000.000 \times 0,12) = 6.200.000VND$$

- Tổng cộng hai trường hợp, ngân hàng A đã mất trống:

$$(6.200.000 + 1.200.000) = 7.400.000VND$$

- Lợi tức thu được từ những trường hợp còn lại:

$$80.000.000 \times 0,12 = 9.600.000VND$$

- Lợi tức danh nghĩa (sau 1 năm cho vay) cả 10 trường hợp là:

$$9.600.000 - 7.400.000 = 2.200.000VND$$

Lợi tức danh nghĩa còn lại là:

$$\frac{2.200.000}{100.000.000} \times 100\% = 2,2\% \text{ một năm}$$

Ở các nước đã phát triển, tình hình không đến nỗi tồi tệ như thế. Luật pháp sản với các Công ty bảo hiểm tín dụng của nhà nước lỗ lỗ tư nhân sẽ phải có trách nhiệm thanh toán nợ cho trường hợp 2 (chỉ thanh toán nợ chứ không thanh toán lãi). Như vậy, ngân hàng A không bị thiệt vốn mà chỉ mất lãi trong 2 thương vụ đầu tư trên. Số mất của nó là:

$$20.000.000 \times 0,12 = 2.400.000VND$$

Như vậy, lợi tức danh nghĩa và lãi suất thu được là:

$$9.600.000 - 2.400.000 = 7.200.000VND \text{ hay } = 7,2\% \text{ một năm}$$

Vấn đề quan trọng là những rủi ro như thế sẽ làm giảm đáng kể lợi nhuận của ngân hàng. Khi đem trừ đi tiếp tục cho những chi phí của tài sản nợ và  $F_C$ , thậm chí lợi nhuận ròng của ngân hàng có thể âm hoặc chỉ còn rất ít. Nhưng làm sao hạn chế được những thiệt hại này.

Ngay ở các nước phát triển, những rủi ro trên cũng không lường hết được. NHTG chỉ an tâm được mỗi một điều là vốn không mất vì có bảo hiểm. Nhưng lãi suất mất là điều cầm chắc cho những trường hợp kinh doanh bị phá sản như vậy. Do đó, để hạn chế rủi ro và tăng thêm lợi nhuận ròng, ngân hàng đã từng áp dụng các cách sau:

\* Tăng lãi suất cho vay hoặc lãi suất đầu tư:

Biện pháp này không có tính hiệu quả về mặt dài hạn. Bởi vì các thân chủ đi vay sẽ nhanh chóng thấy rằng có những ngân hàng sẵn sàng cho vay với lãi suất nhẹ hơn. Quá trình cạnh tranh đầu tư giữa các ngân hàng làm cho khó có ngân hàng nào thành công bằng cách nâng lãi suất cho vay một cách đơn phương.

\* Tìm cách giảm lãi suất trả cho tài sản nợ:

Tài sản nợ, ngoại trừ vốn cổ phần (Equity) mà chúng ta sẽ bàn sau, hình thành nên những khoản chi phí lớn và khá cố định. Chi phí này, chi phí COL (Cost of Liabilities), bao gồm lãi suất phải trả cho tiền ký gửi của nhân dân và các khoản vay khác của ngân hàng. Việc tìm cách giảm lãi suất sẽ có thể đưa đến chuyện khách hàng sẽ từ bỏ ngân hàng. Trong khi có quá nhiều ngân hàng khác không giảm lãi suất tài sản nợ, một vài ngân hàng muốn tăng lợi nhuận bằng cách này là khó đạt hiệu quả.

Do sự hạn chế về tác dụng của các biện pháp trên, từ nhiều thập niên trước, các NHTG đã chuyển việc thực hiện tối đa hóa lợi nhuận sang hướng khác. Các cách sau đây tiếp tục được thực hiện:

#### **7.4.2.1. Hiệu quả hóa tài sản có**

Không phải lãi suất thu được từ cho vay hoặc đầu tư vào chứng khoán chỉ ra hiệu quả khai thác tài sản có của ngân hàng, mà chính tỷ lệ % thu nhập có được trên tổng tài sản có (Assets) mới phản ánh chi tiết nói trên. Bởi vì tài sản có bao gồm nhiều hạng mục khác mà hai hạng mục kể trên chỉ là những thành phần. Thu nhập của một ngân hàng bên tài sản có của nó thường được gọi tên bằng chỉ số ROA (Return on Asset):

$$ROA = \frac{R}{A} \times 100\% \quad (7.32)$$

Với:

R: lợi nhuận ròng của tài sản có.

A: giá trị của tài sản có

ROA là thước đo hiệu quả đầu tư của ngân hàng Vì mọi tài sản có đều là những khoản đầu tư.

Tất cả các loại tài sản có chúng ta đã biết như: Chứng khoán, cho vay, chuyển nhượng dự trữ... đều sinh ra lãi mỗi ngày, ngoại trừ 2 loại tài sản là dự trữ tiền mặt và tài sản cố định.

Ví dụ trữ tiền mặt và tài sản cố định (văn phòng, xe cộ, nhà cửa...) không sinh ra lãi, nó trở thành gánh nặng cho các loại tài sản khác. Cho nên để tăng ROA các ngân hàng phải tìm cách giảm A hoặc gia tăng R hay cả hai. Để tăng R người ta tìm cách tăng các cầu phần của nó, đó là:

- Lãi thu được từ đầu tư chứng khoán.
- Lãi thu được từ cho vay.
- Lãi thu được từ chuyển nhượng dự trữ.

...

Mua chứng khoán giá thấp để đầu tư hoặc bán lại khi giá nó lên cao như một hình thức kinh doanh và môi giới là biện pháp của các ngân hàng Âu Mỹ để tăng lợi nhuận thu được từ chứng khoán. Để tăng lãi thu được từ cho vay (trong khi không thể tăng lãi suất vì những nguyên nhân đã phân tích vừa rồi), ngân hàng cố gắng tăng lượng cho vay bằng cách giảm dự trữ, loại tài sản không sinh lãi, và để gia tăng được lợi nhuận từ chuyển nhượng dự trữ, các ngân hàng đã từng khóa sổ sớm vào buổi chiều và đăng ký trước để cung cấp dự trữ nhằm tuyệt đối không lưu lại tiền mặt thừa vào cuối kỳ.

Cách phổ biến nhất và hiệu quả nhất vẫn là giảm dự trữ. Bảng cân đối dưới đây cho thấy rằng, ngân hàng càng giảm dự trữ, nó càng cho vay được nhiều hơn. Tháng 2 năm 1996, một thống kê chớp nhoáng ở Hoa Kỳ vào một ngày bất ngờ đã cho thấy có 55% các NHTM đưa dự trữ xuống chỉ còn 0,3% tổng tài sản có, 25% có dự trữ 1% và 20% còn lại có dự trữ từ 1 đến 1,5%. Trong toàn bộ hệ thống, 72% các NHTG là cho vay dưới mức dự trữ pháp định từ 10 đến 20%. Tuy nhiên, 72% này vẫn có những nguồn huy động phòng hờ của họ khi NHTW yêu cầu.

Có	Không
Dự trữ RR	Tiền gửi D
Cho vay L	Vốn cổ phần E

Điều đó cho thấy việc giảm dự trữ (RR: Required Reserves) để tăng L là điều xảy ra với giới NHTG khắp nơi. Dĩ nhiên, các ngân hàng không thể giảm dự trữ đến bằng không hoặc dưới không. Cho nên, bên cạnh đó, nó tìm cách hạn chế rủi ro và thoát khỏi cho vay. Lựa chọn đối tượng cho vay và theo dõi việc sử dụng vốn cùng quá trình hoạt động của các thân chủ là điều thường làm. Với những đối tượng mới và nhăm không đủ độ an toàn, NHTG bao giờ cũng đòi hỏi thế chấp hoặc ký quỹ tài sản có thanh khoản cao.

Ở các nước đang phát triển, ngoài việc giảm dự trữ để tăng cho vay, các NHTG gặp nhiều khó khăn hơn trong việc hạn chế rủi ro, bởi vì Luật pháp sản và chế độ bảo hiểm tín dụng chưa có hoặc chưa được hoàn chỉnh. Do vậy, chỉ có cách thế chấp tài sản thanh khoản là hoạt động quản lý chắc chắn nhất. Tuy nhiên, điều này cũng có mặt trái, là nó hạn chế khả năng mở rộng khách hàng của ngân hàng vì không phải ai cũng có sẵn tài sản thế chấp cho nhu cầu vay nhất là với những khoản vay lớn cho kinh doanh. Kết quả là nó đẩy ngân hàng tới chỗ nâng lãi suất cho vay với một số đối tượng, và mở rộng cho vay vào khu vực nhà nước hơn là các doanh nghiệp tư nhân.

Điều thường thấy là các ngân hàng nhỏ, dù ở bất cứ nơi nào trên thế giới, cũng hay thừa vốn và thiếu những cơ hội đầu tư tốt, an toàn. Cách giải quyết dự trữ thừa và gia tăng đầu tư chủ yếu của họ (ở các nước phát triển) là cho vay dự trữ liên ngân hàng và đầu tư vào chứng khoán của chính phủ. Khi két tiền mặt, họ nhanh chóng bán chứng khoán ra rồi mua lại nó theo dạng RPs chứ không bán hẳn. Bằng cách ấy, các ngân hàng nhỏ đã hiệu quả hóa được tài sản có và không tồn tiền mặt thừa vào cuối kỳ. Đây là điều cực kỳ thiệt thòi cho giới ngân hàng ở các nước chưa có thị trường tài chính khi so sánh với trường hợp trên.

Bên cạnh việc tìm cách tăng R, các NHTG cũng phải tìm cách hạn chế các loại tài sản có khôn sinh lãi tiền mặt, như tài sản cố định, tỷ lệ % của FA/A bao giờ cũng được cố gắng giữ ở mức dưới 1% và càng thấp hơn, càng tốt. Ở đây việc giảm các loại tài sản có khôn sinh lãi như tiền mặt và tài sản cố định (Fixed Assets) là biện pháp thường thấy để giảm A và tăng R.

#### **7.4.2.2. Giảm chi phí các loại**

Các chi phí thường thấy của một ngân hàng trung gian là:

- Trả lương.
- Giao dịch phí.
- Phí quản trị và điều hành tài sản có, nợ.
- Các loại phí chuyển nhượng vay mượn dự trữ.
- Các loại phí huy động tài sản nợ (như phát hành trái phiếu...).
- Thuế.
- Các chi phí khác.

Ngoài trừ thuế, việc giảm những chi phí nói trên tới mức càng thấp càng tốt là phương thức tiếp theo để giúp các ngân hàng tối đa hóa lợi nhuận R. Trong thực tế, chi phí càng lớn lợi nhuận càng thấp. Các loại phí gián tiếp như: lương, giao dịch phí, phí quản trị và điều hành, phí bảo trì đều có thể tìm cách giảm được. Giảm được chi phí cũng tức là tăng lãi cho ngân hàng.

#### **7.4.2.3. Hiệu quả hóa tài sản nợ**

Vì lợi nhuận Pr phụ thuộc vào:

$$Pr = L.r_L - D.r_D - Fc \quad (7.33)$$

Cho nên, bên cạnh việc cố gắng tăng  $L.r_L$  và giảm  $Fc$ , ngân hàng cũng phải tìm cách giảm COL (Cost of Liabilities). Chi phí cho tài sản nợ ngoại trừ vốn cổ phần thường gồm 2 bộ phận:

- Trả lãi cho tiền gửi của nhân dân.
- Trả lãi các khoản vay khác như: vay bằng cách phát hành trái phiếu, vay từ NHTW, vay từ các NHTG khác, vay từ công ty mẹ, vay nước ngoài...

Vì khó mà giảm lãi suất của khoản gửi, NHTG ở các nước phát triển tìm cách khác. Nó tăng cường huy động những tài sản nợ có lãi suất phải trả thấp như các khoản ký gửi hoặc vay ngắn hạn, vì chi phí cho tài sản nợ ngắn hạn tính theo tỷ lệ % bao giờ cũng thấp hơn chi phí phải trả cho tài sản nợ dài hạn. Tài sản nợ càng ngắn hạn (như vay dự trữ hay RPs qua đêm), chi phí phải trả (tính theo tỷ lệ %) càng thấp. Các NHTG giảm chi phí lãi phải trả bằng cách dùng tiền vay ngắn hạn để đầu tư hoặc cho vay dài hạn. Thí dụ sau đây giải thích phương thức này:

Giả sử một NHTG cần 1.000.000VND để cho vay theo một hợp đồng có thời gian đáo hạn là 1 năm. Lãi suất mà nó thu được từ hợp đồng này là 15% một năm. Như vậy, tiền lãi mà nó thu được là  $1.000.000 \times 15\% = 150.000VND/năm$ .

Để có vốn cho vay, NHTG huy động tiền gửi. Giả như mặt bằng lãi suất lúc ấy không cho phép nó trả thấp hơn 12% một năm cho những khoản vay từ nhân dân hoặc từ nơi khác. Nếu nó trả thấp hơn 12%, người gửi (hoặc người cho vay) sẽ không cho ngân hàng vay nữa. Họ chỉ mất chút ít thời giờ đến một ngân hàng khác cho vay ở mức 12%. Nó sẽ không có vốn hoạt động.

Như vậy, với những khoản vay 1 năm với lãi suất 12%/ năm, ngân hàng phải trả chi phí tài sản nợ:

$$1.000.000 \times 12\% = 120.000VND/năm$$

Cho rằng  $Fc$  không đổi và chiếm xấp xỉ tỷ lệ 1,5% trên tài sản có, lợi nhuận ròng Pr còn lại của ngân hàng là:

$$Pr = L.r_L - COL - Fc = 150.000 - 120.000 - (1.000.000 \times 1,5\%) = 15.000VND/năm$$

Ngân hàng tìm cách tăng  $L.r_L$  thông qua việc giảm COL. Một cách không khó khăn, nó thấy rằng những khoản ký gửi hoặc cho vay dài hạn 1 năm để cung ứng cho thương vụ 1 năm nói trên, nó buộc phải trả tới 12% lãi suất. nhưng bên cạnh đó, lãi suất nó trả cho các

khoản gửi hoặc vay 3 tháng, 1 tháng ... chỉ có từ 10% trở xuống cho một năm, hay chỉ xấp xỉ 0,83% mỗi tháng. Với những khoản tài trợ ngắn hạn hơn, như tiền gửi không kỳ hạn RPs, lãi suất còn dưới 3% một năm. Ngân hàng nghĩ cách xé rào quy định, không huy động tiền gửi dài hạn (1 năm) để cho vay dài hạn nữa, mà dùng tiền gửi ngắn hạn để cho vay dài hạn. Giả thiết rằng nó dùng tiền gửi 3 tháng để cho vay 1 năm.

Chi phí tài sản nợ của tiền gửi 3 tháng trong một năm là:

$$1.000.000 \times 10\% = 100.000\text{VND}$$

$$\text{Pr} = \text{L.r}_L - \text{COL} - \text{Fc} = 150.000 - 100.000 - 15.000 = 35.000\text{VND}$$

Lợi nhuận của nó đã tăng lên một cách đáng kể, tăng lên hơn gấp đôi so với trường hợp một. Nếu chúng ta gọi phần tăng lên của lợi nhuận, tình bằng tỷ lệ % là G thì:

$$G = \text{Lr} - \text{Sr} \quad (7.34)$$

Với Lr là lãi suất phải trả cho tiền gửi (hoặc vay) dài hạn và Sr là lãi suất phải trả cho tiền gửi hoặc vay ngắn hạn.

Ngân hàng càng giảm Sr bằng cách dùng những vốn vay hoặc ký gửi ngắn hạn hơn nữa để cho vay dài hạn, nó càng thu được lợi nhuận cao hơn. Dựa vào cơ sở nào mà ngân hàng dám xé rào như vậy. Dĩ nhiên, nó hiểu rằng sau 3 tháng, khoản vốn 1.000.000VND mà nó đã cho vay chưa đòi lại được, vì hợp đồng đầu tư là dài hạn, 1 năm. Nhưng vào lúc đó thì người gửi (hoặc cho ngân hàng vay) 1.000.000VND đã đến để thu hồi vốn vì đến hạn 3 tháng. Vào lúc ấy, ngân hàng lấy tiền đâu để trả nợ?

Mọi ngân hàng khi dùng tiền gửi ngắn hạn để cho vay dài hạn đều nhìn thấy trước viễn cảnh này. Tuy nhiên, nó tin rằng trong thời gian từ nay đến 3 tháng sau, dứt khoát sẽ có nhiều người gửi tiền vào nữa, và ngân hàng sẽ có thể dùng những khoản gửi mới này để trả cho chủ nợ vào ngày đáo hạn. Đó là lý do ra đời những câu nói khôi hài: "Ngân hàng thương mại (NHTG) là nơi giữ tiền an toàn nhất với cách thức thực hiện là nó dùng tiền gửi của bạn bè chúng ta, trả cho chúng ta. Còn tiền của chúng ta thì lại đưa cho những người hoàn toàn không quen biết". Niềm tin này hoàn toàn chính xác và diễn ra đúng như ý muốn của ngân hàng đến khi nào mà ngân hàng vẫn còn giữ được sự tín nhiệm và đúng hẹn với công chúng.

Đó là lý do vì sao các ngân hàng hiệu quả hóa tài sản nợ kiểu này luôn luôn xem vấn đề giữ uy tín là điều tối quan trọng. Chỉ cần bị mất niềm tin một chút ít, nhân dân có thể cùng kéo nhau đến rút tiền trước trong khi ngân hàng lại cho vay dài hạn và không thể nào thu hồi ngay được, sự vỡ nợ và khủng hoảng chắc chắn không thể tránh khỏi.

Bên cạnh đó, ngân hàng cũng còn một chỗ dựa khác là trong trường hợp quá cần, thí dụ như vào cái ngày đáo hạn 3 tháng sau, có thể lượng tiền mới gửi vào không bằng được nhu cầu rút ra. Lúc đó, NHTG có thể giải quyết bằng cách bán chứng khoán RPs nếu nó vẫn còn đủ uy tín, vay dự trữ hoặc cầu cứu từ NHTW.

Với giải pháp trên, ngày nay hầu hết các NHTG trên thế giới đều hoạt động như thế. Ở các nước có thị trường tiền tệ phát triển, mọi ngân hàng đều dựa rất nhiều vào các khoản vay ngắn hạn từ một đêm cho đến vài ba ngày hay vài tuần trên thị trường để chữa cháy cho những lúc kẹt thanh khoản do việc dùng tiền ngắn hạn mà cho vay dài hạn. Những nước mà thị trường tiền tệ - tài chính càng kém phát triển, các NHTG thiếu chỗ dựa, ít dám liều lĩnh. Do đó, phải dự trữ tiền mặt cao, hệ quả tất yếu là hiệu quả kinh doanh thấp.

Ngoài ra, việc hiệu quả hóa tài sản nợ còn liên quan đến việc giảm vốn cố định để tăng hiệu quả kinh doanh đích thực trên đồng vốn bỏ ra. Nhưng vì vốn cố định liên quan đến nhiều vấn đề khác và hơn nữa, lợi nhuận rộng và việc tối đa hóa nó như đòi hỏi trong hoạt động quản trị ngân hàng là lĩnh vực thứ nhất. Khi so sánh lợi nhuận đó với vốn cố định để phân tích hiệu quả kinh doanh như là một doanh nghiệp lại là lĩnh vực thứ 2. Để tóm tắt, có thể nói rằng việc tối đa hóa lợi nhuận của hoạt động ngân hàng luôn luôn gắn chặt với việc hiệu quả hóa tài sản có - nợ và giảm chi phí cố định. Dưới đây chúng ta có thể so sánh lợi nhuận đã có được với vốn cố định đã bỏ ra để xem xét một ngân hàng như một doanh nghiệp. Vì sự đặc thù của loại hình doanh nghiệp này, sự tồn tại của 2 phạm trù lợi nhuận, vốn cố định có ảnh hưởng một cách quan trọng đến nhiều vấn đề khá nổi bật như khả năng thanh toán và khả năng chi trả.

## **7.5. VỐN CỔ PHẦN, THANH KHOẢN VÀ KHẢ NĂNG CHI TRẢ**

### **7.5.1. Dự trữ và thanh khoản**

Với một lượng tài sản nợ như trước, một ngân hàng có thể tăng lượng cho vay và nhờ thế tăng được lợi nhuận Pr bằng cách hạ dự trữ tiền mặt. Khi ngân hàng cho vay thêm bằng cách xuất tiền mặt, dự trữ của nó trực tiếp giảm đúng bằng lượng tăng lên của những khoản vay còn lại. Bảng chũ T số 8 ở phần trên chỉ ra điều đó. Ngược lại, nếu ngân hàng cho vay bằng cách cấp séc, đầu tiên, cả tài sản có và tài sản nợ đều tăng lên một số đúng bằng khoản đã cho vay thêm. Sau đó, khi người vay mới bắt đầu viết Séc để thanh toán, tài sản nợ giảm đi dần dần, đồng thời khi Séc đó được chuyển về NHTW để bù trừ, dự trữ của ngân hàng tại NHTW cũng giảm đi một lượng tương ứng.

Như vậy, dù với hình thức nào, mỗi sự tăng thêm cho vay của ngân hàng đều dẫn tới sự giảm đi của dự trữ tiền mặt. Tuy nhiên, chúng ta cũng đã biết rằng, mặc dù việc có thêm lợi tức là hấp dẫn thật nhưng việc giảm dự trữ cũng là điều đồng nghĩa với sự tăng lên của rủi ro. Giả sử, vào một ngày đẹp trời nào đó, những người gửi bỗng nhiên viết séc để chi tiêu hoặc đến ngân hàng để rút tiền mặt nhiều hơn bình thường và nhiều hơn mức những người khác gửi vào. Những lúc đó, nếu dự trữ quá thấp và tổng cộng dự trữ với tài sản mới gửi vào không đủ để chi trả cho dân trong khi ngân hàng không thể xoay đủ ra tiền mặt kịp, tai họa sẽ xảy ra.

Để lại những lượng tiền mặt tối thiểu, để phòng những biến cố như vậy là điều phải làm đối với ngân hàng. Dự trữ tiền mặt (hoặc những loại tài sản có chuyển dễ dàng thành tiền mặt mà không tốn hay tốn rất ít chi phí) để sẵn sàng đáp ứng cho những nhu cầu rút tiền bất ngờ của nhân dân được gọi là thanh khoản (Liquidity).

Thanh khoản còn chỉ ra những khái niệm rộng hơn. Vào một lúc bất kỳ nào đó, giả như ngân hàng có một khách hàng tốt và an toàn đến xin vay, nếu ngân hàng không thể cho vay được vì dự trữ chỉ còn quá ít, người ta sẽ gọi đây là tình trạng kẹt thanh khoản. Ngược lại, trường hợp ngân hàng có đủ điều kiện để đáp ứng ngay nhu cầu xin vay này, thuật ngữ chuyên môn gọi là điều kiện đủ thanh khoản. Từ những thí dụ trên, có thể khái quát rằng thanh khoản - đứng về phía ngân hàng - “là tình trạng tiền mặt sẵn sàng để chi trả hay gia tăng tài sản có”.

“Tình trạng tiền mặt sẵn sàng” (Access to Ready Cash) liên quan rất chặt chẽ đến dự trữ. Nhưng nó liên quan đến dự trữ dư thừa (ER) và tổng dự trữ (TR), chứ không tác động đến RR được, vì đây là dự trữ pháp định. Rõ ràng là ngân hàng cần phải có ER. ER càng cao, thanh khoản càng lớn. Nhưng điều ngược lại là, lượng cho vay và lợi nhuận thu được từ cho vay, lần lượt sẽ thấp theo.

Trong những nước đã phát triển, ngân hàng giải quyết bằng cách không để lại ER hoặc chỉ để lại rất ít vào một số ngày nào đó. Trong những ngày khác, khi cần, nó cho vay đến hết ER hoặc dưới mức RR rồi giải quyết tình trạng kẹt thanh khoản bằng cách vay ngắn hạn trên thị trường tiền tệ - tài chính như vay liên ngân hàng, vay bằng cách phát hành RPs, hoặc thậm chí vay của NHTW. Bảng 7.14 cho thấy rằng trong 10 năm (1986-1996), tổng ER của hệ thống NHTG Hoa Kỳ cao nhất lên 1.664 tỷ USD. Nhưng cũng có lúc chỉ vào khoảng 776 tỷ USD. Điều quan trọng là ER này hầu hết đều là các khoản vay ngắn hạn với lãi suất thấp từ thị trường tiền tệ và tài chính. So sánh dòng 3 và 4 ta có thể thấy điều đó, có nghĩa các ngân hàng đã cho vay dưới RR một cách khá thường xuyên.

Sự cứng nhắc của dự trữ bắt buộc đã buộc các ngân hàng phải xé rào cho vay dài hạn, rồi bù đắp lại khả năng thanh toán bằng cách vay ngắn hạn lãi suất thấp trên thị trường để bù vào RR và tăng ER. Tuy nhiên, ở các nước phát triển với thị trường tài chính - tiền tệ chưa hoàn chỉnh, hoạt động trên rất khó thực hiện. Không những thế, ở một vài nước, các ngân hàng phải dự trữ bắt buộc một cách nghiêm ngặt vào mọi lúc và ngoài cách khó vay ngắn hạn được ở đâu khác. Hai tình hình trên tạo ra những gánh nặng vô cùng lớn lên hiệu quả hoạt động, trước đi nhiều lợi nhuận của ngân hàng.

**Bảng 7.14: Các loại dự trữ và vay mượn dự trữ  
của hệ thống NHTG Hoa Kỳ (1986 - 1996)**

Năm Các loại dự trữ	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Tháng 1/1996
1) Tổng dự trữ	59560	62123	63739	61288	59120	55532	56540	62858	61340	57900	56937
2) Dự trữ bắt buộc	58191	61094	62699	60511	57456	54553	55385	61795	60172	56622	55451
3) Dự trữ du thừa	1369	1029	1040	776	1664	979	1155	1063	1168	1278	1486
4) Vay mượn ngắn hạn	827	777	1716	2289	326	192	124	82	209	257	38

Nguồn: Federal Reserve Bulletin From 1986 to May 1996, P.A5 & A6

Người ta đã từng ví cách áp đặt RR cứng nhắc vào mọi lúc bằng một câu chuyện: “Có một chiếc tàu thủy chở 3000 hành khách vượt Thái Bình Dương. Trên tàu có 1000 phao cứu hộ để dự trữ cho tình trạng khẩn cấp. Thuyền trưởng được chỉ thị của công ty hàng hải là vào bất cứ lúc nào, cũng phải có đủ 1.000 phao cho 3.000 hành khách hay 1 phao cho 3 người. Tỷ lệ dự trữ này là bất di bất dịch và không được vi phạm. Nếu không, thuyền trưởng sẽ bị mất chức.

Trong một buổi tiệc vui, một hành khách vô ý ngã từ trên boong xuống biển. Ông ta kêu cứu. Thuyền trưởng lâm vào tình trạng khó xử. Nếu không thả phao cứu hộ xuống, hành khách ấy có thể chết và công ty hàng hải cấp trên của ông ta sẽ phải chịu trách nhiệm. Nhưng nếu thả xuống một phao, hành khách sẽ sống. Có điều, trong thời gian ấy, trên tàu có 2.999 hành khách mà chỉ còn vón vẹn 999 phao. Như vậy, thuyền trưởng đã không tuân theo quy định đảm bảo dự trữ 1 phao cho 3 người vào bất cứ lúc nào. Ông ta sẽ mất chức”.

Nếu bạn là thuyền trưởng trong hoàn cảnh ấy với những quy định cứng nhắc như thế, bạn sẽ làm gì? Đã có người đề nghị vui rằng với những kiểu quy định như vậy, để vẫn đảm bảo dự trữ mà vẫn cứu được nạn nhân, thuyền trưởng chỉ còn một cách duy nhất là liệng nốt thêm 2 hành khách nữa xuống biển và quăng cho 3 người ấy một phao cứu hộ. Giải pháp này vui, nhưng không hoàn toàn vô lý.

Thuyền trưởng là chủ ngân hàng, công ty hàng hải là NHTW và nạn nhân kêu cứu là những công ty sản xuất và kinh doanh đòi vốn. Các chủ ngân hàng để tăng thanh khoản, chỉ còn cách là mua thêm phao cứu hộ hay nói khác đi, để lại thêm tiền mặt vào ER khi mà không thể vay ngắn hạn đâu được. Nhưng dĩ nhiên, NHTG không thể để lại quá nhiều ER. Điều đó sẽ làm giảm các khoản cho vay, giảm lợi nhuận và nó có thể sẽ sụt nghiệp. Vậy để lại ER thích hợp nhất là bao nhiêu trong trường hợp các nước đang phát triển?

### 7.5.2. ER và công thức BAUMOL - TOBIN

William Baumol và James Tobin đã nhìn thấy tình hình khó xử này. Hai ông tìm ra công thức giúp các ngân hàng ở các nước thiếu điều kiện vay thanh khoản ngắn hạn trên thị trường tiền tệ - tài chính, cách xác định lượng ER để lại hợp lý nhất. Theo hai ông:

$$ER = \sqrt{\frac{C \times E}{2 \times OC}} \quad (7.35)$$

Trong đó:

C: chi phí chuyển tiền từ các hình thái khác sang ER

E: nhu cầu thanh khoản cần trong khoản thời gian muốn tính ER (tuần, tháng, năm...).

E được xác định bằng cách lấy mức bình quân của lượng tiền được nhân dân rút bất ngờ, cộng với lượng tài sản có, có thể tăng lên bất ngờ (do nhu cầu vay đột xuất của các thành chủ quen thuộc, hoặc do ngân hàng cần đầu tư gấp vì những cơ hội tốt không thể xác định trước) trong 10 đơn vị thời gian. Thí dụ: 10 tuần nếu cần tính ER trong 1 tuần, 10 tháng nếu cần tính ER trong 1 tháng...

OC: chi phí cơ hội của việc giữ lại ER. Chi phí cơ hội (Opportunity Cost) phụ thuộc vào lợi tức bình quân r của tài sản có nếu ngân hàng đem tiền mặt ấy đầu tư thay vì cất giữ.

Thí dụ: Giả thiết C = 0,5 triệu. E bình quân tháng là 2.000 triệu (hay 2 tỷ). Lợi tức đầu tư bình quân của ngân hàng là 3% tháng hay 0,03.

$$ER = \sqrt{\frac{0,5 \times 2.000}{0,03 \times 2}} = 129 \text{ triệu}$$

Các ngân hàng chỉ cần giữ lại dự trữ dư thừa (ER) vào cuối mỗi kỳ khoảng 129 triệu là có thể thỏa mãn được những nhu cầu bất ngờ, đảm bảo được thanh khoản và không quá thiệt hại về việc giữ tiền mặt không tạo ra lãi.

### 7.5.3. Vốn cổ phần, khả năng chi trả và tình trạng phá sản

#### 7.5.3.1. Tỷ suất lợi nhuận

Giả sử chúng ta có một ngân hàng với tình trạng tài chính:

		Nợ	
Dự trữ tiền mặt	0,5 tỷ	Tài khoản séc	10 tỷ
Ký gửi tại NHTW	0,7 tỷ	Vốn cổ phần	2 tỷ
Cho vay	10,8 tỷ		
$\Sigma$ tài sản có	12 tỷ	$\Sigma$ tài sản nợ	12 tỷ

Tiếp tục giả thiết rằng lợi tức thu được từ cho vay là 36%/năm, hay 3% một tháng. Lãi suất phải trả cho tiền gửi là 2,2%/tháng và  $F_c$  bằng 0.

Ta sẽ có lợi tức ròng  $Pr$  của ngân hàng áy trong một tháng là:

$$Pr = (10,8 \text{ tỷ} \times 0,03) - (10 \text{ tỷ} \times 0,022) - 0 = 0,1 \text{ tỷ}$$

Khi đem khoản lợi tức  $Pr$  này so sánh với vốn cổ phần (E) mà mọi người đã đóng góp vào để xây dựng, thành lập ra ngân hàng, chúng ta sẽ có khái niệm về tỷ lệ lợi nhuận ròng trên vốn cổ phần - ROE (Return on Equity) hay Tỷ suất lợi nhuận.

$$ROE = \frac{R}{E} \quad (7.36)$$

ROE cho biết hiệu quả hoạt động của ngân hàng dưới giác độ như doanh nghiệp. Ở đó, mọi người góp vốn lại thành lập ra nó như thành lập một công ty. Sau một quá trình hoạt động, các cổ đông họp nhau lại để tính toán xem lợi nhuận ròng là bao nhiêu? So với đồng vốn bỏ ra, lợi nhuận như thế cao hay thấp và nếu đem tiền cổ phần ấy đầu tư vào việc khác thì có lợi hơn không? Đồng thời quyết định chia nhau lợi nhuận hay nhập vào vốn cổ đông để tiếp tục hoạt động, v.v...

Trở lại thí dụ của chúng ta, các cổ đông nhận thấy rằng hiệu quả đồng vốn của họ là:

$$ROE = \frac{R}{E} = \frac{0,1}{2} = 0,05 = 5\% \text{ tháng (hay } 60\%/\text{năm)}$$

Các cổ đông có thể thấy rằng, trong lúc tiền gửi của nhân dân vào ngân hàng, thí dụ ngân hàng của họ, chỉ kiếm được lợi nhuận là 2,2% một tháng, và nếu đồng tiền của họ không gửi như thế mà đem thành lập ngân hàng, thì lợi tức thu được sẽ hơn gấp đôi là 5% một tháng. Như vậy, rõ ràng là lợi nhuận thu được cao hơn và việc đầu tư của họ rõ ràng là hiệu quả.

Tuy nhiên, nhiều cổ đông vẫn muốn có tỷ lệ lợi nhuận cao hơn nữa. Đó cũng là mong muốn bình thường. Để tăng ROE chỉ có 2 cách: (1) tăng R (hay Pr) và (2) giảm E. Ở những phần trên chúng ta thấy ngân hàng đã làm mọi cách để tăng Pr rồi, và nay không thể tăng Pr được nữa. Như vậy chỉ còn cách giảm E.

### 7.5.3.2. Vốn cổ phần, khả năng chi trả và tình trạng phá sản

Ngân hàng làm thế nào để giảm E? Có nhiều cách. Khuyến khích hoặc đề nghị một số cổ đông rút tiền lại để đầu tư vào nơi khác, hoặc chính ngân hàng này hay Hội đồng cổ đông này tìm cách để ra thêm một ngân hàng hay một công ty nữa, rồi chuyển bớt vốn cổ phần từ đây qua. Tóm lại là nó có nhiều phương thức để giảm E. Giả sử nó giảm E xuống còn 1,5 tỷ.

Nợ

	Tài khoản séc	10 tỷ
	Vốn cổ phần	1,5 tỷ
	$\Sigma$ tài sản nợ	11,5 tỷ

Khi tài sản nợ đã giảm được 0,5 tỷ rồi, chắc chắn bên tài sản có cũng phải giảm theo do vốn bị hut đi. Trong các hạng mục của tài sản có, 2 loại dự trữ tiền mặt là thuộc về pháp định, không thể giảm được, chỉ còn các khoản cho vay buộc phải giảm bớt theo sự giảm của tài sản nợ. Tình hình tài chính của ngân hàng được diễn giải thành:

Có	Nợ
Dự trữ tiền mặt	10 tỷ
Ký gửi tại NHTW	Vốn cổ phần
Cho vay	1,5 tỷ
$\Sigma$ tài sản có	$\Sigma$ tài sản nợ
11,5 tỷ	11,5 tỷ

Để nhiên, khi lượng cho vay giảm, lợi tức Pr cũng giảm theo:

$$Pr = (10,3 \times 0,03) - (10 \times 0,022) - 0 = 0,09 \text{ tỷ}$$

Thế nhưng khi so sánh với vốn cổ phần, ta có:

$$ROE = \frac{R}{E} = \frac{0,09}{1,5} = 0,06 = 6\% \text{ tháng (hay 72\% năm).}$$

Rõ ràng việc giảm vốn cổ đông E đã làm tăng tỷ suất lợi nhuận ROE một cách đáng kể. Có thể ngân hàng thấy điều đó hấp dẫn quá và tìm cách hạ thấp vốn cổ phần xuống thấp hơn, xuống chỉ còn 200 triệu chặng hạn. Tại sao không? Bảng cân đối được viết thành:

Có	Nợ
Dự trữ tiền mặt	10 tỷ
Ký gửi tại NHTW	Vốn cổ phần
Cho vay	2 tỷ
$\Sigma$ tài sản có	$\Sigma$ tài sản nợ
10,2 tỷ	10,2 tỷ

Lúc đó lợi tức và tỷ suất lợi nhuận của vốn cổ phần lần lượt sẽ là:

$$Pr = (9 \times 0,03) - (10 \times 0,022) - 0 = 0,05 \text{ tỷ}$$

$$ROE = \frac{Pr}{E} = \frac{0,05}{0,2} = 0,25 = 25\% \text{ tháng (hay 300\% năm)}$$

Điều đó thật tuyệt vời, bởi vì trong khi tiền mà những người khác đem đầu tư, đem gửi vào ngân hàng, chỉ được hưởng lãi suất 2,2% một tháng, các cổ đông này chỉ việc dùng tiền (chừng 200 triệu) thành lập một ngân hàng mới để rồi mỗi tháng, 200 triệu vốn cổ phần này để ra 25% lãi suất, lớn hơn 11 lần mức bình thường. Đầu tư thành lập ngân hàng thật là lý tưởng. Chỉ trong vòng 1 năm đã có thể hoàn vốn đến 3 lần.

Tuy nhiên, điều lý tưởng ấy không dễ gì làm được. Điều khó cho các ngân hàng ở đây là nó càng giảm vốn cổ phần, ngân hàng càng dễ sụp đổ. Không có ngoại lệ nào khác.

Để hiểu logic này rõ hơn, chúng ta giả định rằng trong 9 tỷ mà ngân hàng đã cho vay có 0,5 tỷ cho công ty Z vay. Nhưng thật là không may, công ty Z vì tính toán lỡ một cơ hội nên bị phá sản. Điều này không có gì lạ trong nền kinh tế thị trường, nơi mà mọi yếu tố kinh tế luôn biến động hàng ngày, hàng giờ, và chỉ một tiên liệu sai cũng có thể làm cho nhiều công ty phá sản dây chuyền cùng một lúc. Kết quả đáng nói là công ty Z không trả nổi nợ và ngân hàng mất trắng 0,5 tỷ.

Trong thực tế, không một ngân hàng nào trên thế giới này có thể đoán chắc rằng trong cuộc đời hoạt động của mình sẽ không gặp bất kỳ trường hợp nào như công ty Z. Vận rủi và cơ may đều có thể xảy ra. Cho nên, tất cả mọi người trên thế giới không thể cùng trở thành tỷ

phú hoặc cùng sạt nghiệp. Mà giàu và nghèo, thành công hay thất bại chen lẫn nhau để tạo cho nền kinh tế và xã hội thành muôn hình, muôn vẻ. Vận rủi của công ty Z kéo theo cái rủi ro cho ngân hàng và thế là tài sản có của nó mất đi 0,5 tỷ.

Có	Nợ
Dự trữ tiền mặt	0,5
Ký gửi tại NHTW	0,7
Cho vay	8,5
$\Sigma$ tài sản có	9,7

Cái gì sẽ bù vào sự thiệt hại này bên tài sản nợ? Dĩ nhiên sự mất đi 0,5 tỷ không thể được bù bằng cách lấy bớt tiền trong số 10 tỷ (bên tài sản nợ) của người gửi. Nhân dân gửi tiền vào ngân hàng là để lấy lãi 2,2% mỗi tháng. Họ không cần biết và cũng cần phải quan tâm đến sự lòi lỗ hay được mất của bản thân ngân hàng. Tiền vốn họ gửi và lãi của họ, không phụ thuộc vào kết quả cho vay hoặc đầu tư của ngân hàng, khi mà mọi lợi nhuận Pr là thuộc về quyền thu hưởng của ngân hàng, thì mọi mất mát, nếu có, cũng phải do ngân hàng gánh lấy. Cuối cùng chỉ có vốn cổ phần là phải gánh chịu cái thiệt hại của vụ phá sản nói trên. Nói cách khác, các nhà sáng lập hay hội đồng cổ đông phải bỏ vốn cổ phần ra để bù vào. Bảng cân đối trở thành:

Có	Nợ
Dự trữ tiền mặt	0,5
Ký gửi tại NHTW	0,7
Cho vay	8,5
$\Sigma$ tài sản có	9,7
Tài khoản séc	10
Vốn cổ phần	-0,3
$\Sigma$ tài sản nợ	9,7

Vốn cổ phần còn -0,3 tỷ có nghĩa ngân hàng không những mất 200 triệu còn lại mà còn nợ thêm 300 triệu nữa để bù vào sự thiệt hại do công ty Z gây ra. Vốn cổ phần âm (-0,3 tỷ) nghĩa là gì? Nghĩa là các khoản mà ngân hàng nợ (tài sản nợ) đã cao hơn các khoản mà ngân hàng có (tài sản có). Hay ngân hàng hoàn toàn không còn khả năng chi trả (insolvency). Ngay cả trong trường hợp tất cả các khoản có của ngân hàng được thu hồi đầy đủ (0,5 tỷ dự trữ tiền mặt + 0,7 tỷ ký gửi tại NHTW + 8,5 tỷ cho vay) thì tổng khoản có của nó (9,7 tỷ) vẫn không thể đủ để chi trả cho các khoản ký gửi của nhân dân là 10 tỷ. Khả năng chi trả tối đa mà nó có thể làm là 9,7 tỷ, còn 0,3 tỷ của nhân dân xem như mất theo ngân hàng.

Điều gì xảy ra tiếp theo? Khi một ngân hàng mất khả năng chi trả, nó bị đóng cửa và rút giấy phép. Ai sẽ là người chịu trách nhiệm trả tiếp cho nhân dân khoản nợ 0,3 tỷ này?

Ở các nước phát triển, các ngân hàng là một công ty trách nhiệm hữu hạn. Các cổ đông không thể mất nhiều hơn số tiền vốn cổ phần họ đã đóng góp để thành lập ngân hàng. Không ai có thể ăn vạ đến tài sản riêng của họ ngoài lượng vốn nói trên. Cuối cùng chỉ có các công ty bảo hiểm ngân hàng, bảo hiểm tín dụng (Deposit Insurance) phải đứng ra lãnh trách nhiệm trả khoản nợ này cho nhân dân. Theo thông lệ, ở các nước phát triển, mỗi người dân gửi tiền vào ngân hàng phá sản này sẽ được nhận lại 98% tài sản của họ. 98% thì cũng như 100%. Chi mất tiền lãi, nhưng dù sao thì cũng khá hơn là mất đến 100% vốn. Hú vía cho họ và họ kinh sợ ngân hàng đến già. Còn ở các nước chưa có chế độ bảo hiểm ngân hàng và tín dụng thì sao? Nhân dân có thể mất đến 100% tiền vốn của họ và Giám đốc ngân hàng thì đi tù như tình hình tại Việt Nam hiện nay.

Đến đây chúng ta xin nói thêm về chế độ bảo hiểm ngân hàng và tín dụng. Bảng 7.15 dưới đây cho thấy các nước phát triển đều bắt buộc phải thành lập các công ty nhà nước về bảo hiểm tiền gửi ngân hàng (Banking Deposit Insurance Corporation) để hạn chế những rủi ro cho nhân dân mỗi khi ngân hàng bị phá sản. Tuy nhiên, vì thiệt hại do sự phá sản của ngân hàng gây ra thường rất khủng khiếp, bởi nó nhanh chóng lây lan qua các ngân hàng khác, các công ty bảo hiểm tiền gửi (hầu hết là của nhà nước) đều chỉ bảo hiểm một số lượng gửi nhất định nào đó mà thôi. Thí dụ Công ty bảo hiểm tín dụng và tiền gửi liên bang Hoa Kỳ chỉ bảo hiểm lượng tiền gửi tối đa là 100.000USD cho mỗi đầu người gửi tiền. Nghĩa là, nếu chúng ta gửi tiền vào ngân hàng A với số lượng chỉ từ 100.000 trở xuống, khi A bị phá sản, mỗi người chúng ta sẽ được bảo hiểm thanh toán cho 98% tiền vốn đã gửi. Ngược lại, với những thân

chủ mà họ gửi lớn hơn 100.000USD (200.000USD hay 500.000USD chặng hạn), khi ngân hàng A phá sản, họ cũng chỉ được thanh toán 98% của 100.000USD thôi. Phần còn lại coi như mất 100%.

**Bảng 7.15: Chế độ bảo hiểm tiền gửi ngân hàng ở các nước**

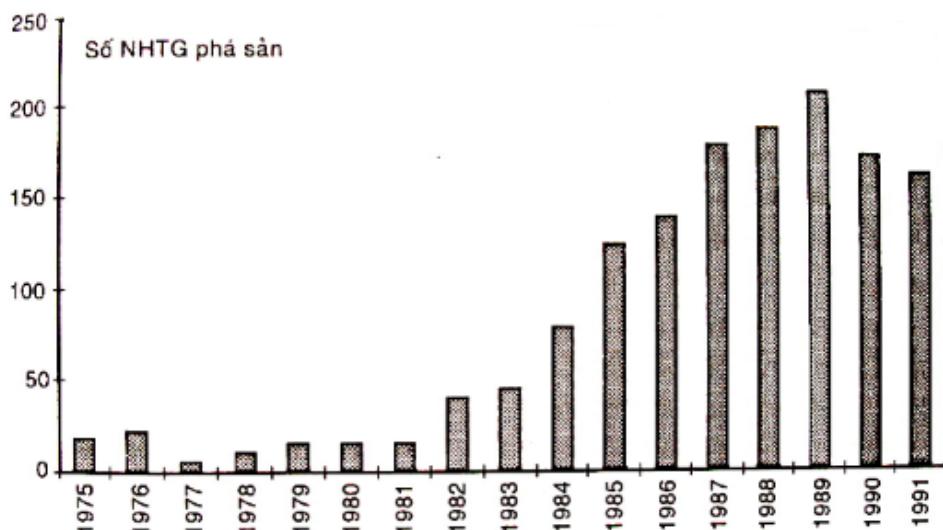
Các chi số Nước	Năm thành lập	Sở hữu	Số tiền đóng bảo hiểm cho mỗi đơn vị tiền gửi (100USD)	Số lượng tiền gửi tối đa được bảo hiểm (USD) cho mỗi người gửi
Hoa Kỳ	1933	Nhà nước	23 Cent (C)	100.000
Nhật Bản	1971	Nhà nước + tư nhân	1,2 Cent (C)	66.000
CHLB Đức	1966	Nhà nước + tư nhân	3 Cent (C)	30% tiền gửi của mỗi người dân
Pháp	1980	Nhà nước + tư nhân	10 đến 50 C	72.000
Anh	1982	Nhà nước	30 Cent (C)	Từ 75% tiền gửi của mỗi người đến 43.000
Canada	1967	Nhà nước	10 Cent (C)	52.000
Thụy Sĩ	1984	Nhà nước	Miễn phí	21.000

Nguồn: Federal Deposit Insurance Corporation, Annual Report 1990, New York USA, 1990

Có bảo hiểm rồi, kết quả vẫn còn tệ hại như thế đấy. Cho nên, khi ngân hàng sụp đổ, nhân dân là người thiệt hại. Thiệt hại trực tiếp là những người gửi tiền bị mất tiền. Thiệt hại gián tiếp là khi các Công ty bảo hiểm xuất tiền ra đền bù cho dân, tiền đó suy cho cùng cũng là tiền từ thuế nhận dân đóng góp cho nhà nước mà ra. Vì các công ty bảo hiểm là của nhà nước, hoạt động bằng vốn ngân sách. Hơn nữa, có một loại nguy hiểm khó lường hơn khi vốn cổ phần trở thành âm, đó là ngân hàng bị người bên ngoài biết rằng nó mất khả năng chi trả trước khi nó thực sự đóng cửa. Lối ý thức này vô cùng nguy hại xảy ra khi ngân hàng không khéo léo lái hoặc không đủ khả năng kỹ trị để khóa lấp, hoặc che giấu việc đã âm vốn cổ phần nhằm duy trì niềm tin của dân. Khi người gửi ý thức được rằng ngân hàng sẽ không trả nổi nợ, nỗi lo ngại mất tiền của họ nhanh chóng bùng ra và lây lan như phản ứng hạt nhân dây chuyền. Tất cả người gửi sẽ kéo nhau đến ngân hàng rút lại tiền mặt đã gửi. Không chỉ ở ngân hàng A mà ở tất cả các ngân hàng còn lại. Tình trạng đó đã xảy ra hàng chục lần ở Anh quốc, Hoa Kỳ, Đức, Ý, Pháp và một số nơi khác. Thảm kịch 1923 - 1933 trên toàn thế giới, khủng hoảng tài chính 1973 - 1974, 1982 - 1983 và 1987 ở Hoa Kỳ đều xuất phát từ sự vỡ nợ của một vài ngân hàng từ những nguyên nhân rất vô lý. Biểu đồ 7.6 cho thấy một số ngân hàng vỡ nợ ở Hoa Kỳ từ năm 1975 đến năm 1992. Biểu đồ 7.6 cho thấy số ngân hàng vỡ nợ ở Hoa Kỳ từ năm 1975 đến năm 1992. Năm 1989, hơn 200 ngân hàng đã phá sản chỉ vì một ngân hàng lớn - Continental Illinois sụp đổ vào mùa thu năm 1987. Mặc dù Federal Deposit Insurance Corporation đã cứu vãn được rất nhiều, nền kinh tế vẫn bị tổn thất rất nặng.

Vì tất cả những nguyên nhân trên, cả NHTW và hệ thống NHTG đều có gánh hết sức để hạn chế tình trạng ngân hàng mất khả năng chi trả. Rất nhiều biện pháp chế tài và cả thuyết phục, kiểm tra đã được đặt ra. Đứng về phía mỗi ngân hàng, họ cũng phải có cách để phòng ngừa. Biện pháp tốt nhất cho mỗi ngân hàng là phải lưu giữ một tỷ lệ vốn cổ phần tối thiểu nào đó, cho dù nó làm giảm tỷ suất lợi nhuận. Bởi vì vốn cổ phần càng lớn bao nhiêu, khả năng chi trả sẽ lớn theo và rủi ro phá sản sẽ nhỏ dần.

**Biểu đồ 7.6: số lượng ngân hàng phá sản ở Hoa Kỳ (1975 – 1992)**



*Nguồn: Federal Deposit Insurance Corporation Annual Report 1995*

Cho đến nay, vẫn chưa có cách nào giúp lượng hóa chính xác mức vốn cổ phần thích hợp nhất. Để đo lường khả năng chi trả của ngân hàng, người ta dùng chỉ số vốn cổ phần trên tổng cho vay, viết tắt là e (Equity to Loan Ratio) với:

$$e = \frac{E}{L} \quad (7.37)$$

Chỉ số vốn cổ phần (e) càng thấp, ngân hàng càng hoạt động trong nguy hiểm, e càng cao, tính an toàn càng lớn. Vì sao trong tài sản có của ngân hàng, các nhà kỹ trị chỉ quan tâm tới các khoản cho vay mà không tính e theo tổng tài sản có? Lý do là chỉ có các khoản cho vay là loại tài sản có chứa đựng nhiều rủi ro nhất, khó thu hồi và dễ thất thoát nhất. Trong 100 đối tượng đến ngân hàng vay tiền, chỉ cần 1 đối tượng như công ty Z ở thí dụ trên bị phá sản, là đã có thể làm cho ngân hàng khốn đốn. Mà trong 100 trường hợp cho vay, kẹt 1 trường hợp là điều có xác suất xảy ra rất cao. Vì thế, ngân hàng đặt sự lo ngại đến vốn cho vay là chủ yếu. Các loại tài sản có còn lại đều dễ thu hồi.

Cũng nên nói thêm rằng, ở một số ngân hàng, người ta còn sử dụng tỷ lệ ATE (Asset to Equity) như một yếu tố phụ để theo dõi hiệu quả hoạt động:

$$ATE = \frac{ROE}{ROA} = \frac{A}{E} \quad (7.38)$$

ATE cho biết về doanh số hoạt động của mỗi đồng vốn cổ phần. Cần lưu ý rằng ATE là số nghịch đảo của ETA (Equity to Asset). Nhiều NHTW ở các nước đang phát triển còn dùng hai chỉ số nói trên để theo dõi về nhu cầu gia tăng vốn tự có của các ngân hàng. Nếu e chỉ ra khả năng chi trả hay tính lành mạnh của hoạt động, thì ATE chỉ hiệu năng sử dụng vốn tự có của ngân hàng. Khuynh hướng chung là các ngân hàng luôn luôn mở rộng tỷ lệ ATE. Bởi ATE càng lớn, tích số L.n sẽ lớn theo. Mặc dù ATE nhiều khi mâu thuẫn với e và đặt các ngân hàng vào tình trạng lưỡng nan.

Ở các nước công nghiệp như Hoa Kỳ, Nhật, Đức, Pháp, Anh, Italia, Canada, tỷ lệ e dao động từ 2,5 đến 6%. Ở các nước mới công nghiệp hóa như Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan, tỷ lệ này ở mức 8 đến 20%. Bảng 7.16 cho thấy, tỷ lệ bình quân ở Thái Lan là 8,5% đến 22%.

Những nước có hệ thống tài chính càng hoàn thiện chừng nào, khả năng thanh khoản của các ngân hàng càng lớn và do vậy, nó có thể hạ e xuống thấp. Ngược lại, ở những nước có thị trường tài chính - tiền tệ kém phát triển hơn chừng nào, càng phải giữ e cao chừng này, vừa tự giác mà vừa là luật định để đảm bảo khả năng chi trả, hạn chế rủi ro.

Điều quan trọng khác khiến các nhà quản trị ngân hàng luôn có ý thức giữ e ở tỷ lệ hợp lý nhằm bảo đảm an toàn hoạt động cho ngân hàng là các loại giá trị vô hình như: uy tín, tên tuổi, quan hệ xã hội và niềm tin mà nó đã xác lập được trong quá trình hoạt động. Khi ngân hàng mới thành lập với số vốn cổ đông 2 tỷ, nó không có gì ngoài loại tài sản sổ sách (Booking Value: BV) duy nhất là 2 tỷ. Sau 10 năm hoạt động, khoảng thời gian ấy đủ dài để, nếu ngân hàng đã hoạt động liên tục tốt và không có tai tiếng gì, nó sẽ hình thành cho mình một cách vô hình được những điều như: tên tuổi đã được trong và ngoài nước biết đến, hàng triệu người đã quan tâm đến nó, đồng nghiệp, NHTW và các doanh nghiệp tin tưởng... Đó là những tài sản không thể tự muôn hoặc bỗng chốc mà có được.

Với những uy tín như thế, nếu các cổ đông quyết định đem ra đấu giá để bán lại ngân hàng, chắc chắn rằng nó sẽ bán ra được hơn 2 tỷ. Chính xác là bao nhiêu chưa biết vì tùy thuộc vào cung cầu đầu tư lúc đó, nhưng dứt khoát phải hơn số vốn ban đầu. Nếu nó bán được 3 tỷ, số tiền thu này được gọi là tài sản theo giá trị thị trường (Market Value: MV). Khoản chênh lệch 1 tỷ được gọi là giá trị của tín nhiệm, giá trị vô hình, thương hiệu (Goodwill Value). Loại giá trị này phải trả giá bằng nhiều năm hoạt động mới có. Cho nên, ở các nước, nó được đem ra cân nhắc, tính toán và lượng giá hẵn ho. Nếu ngân hàng cho vay, hoặc rút vốn cổ phần một cách liều lĩnh để dẫn đến phá sản, nó không phải mất 2 tỷ ban đầu, mà là 3 tỷ. Do vậy, để không bị thiệt hại quá nhiều, kể cả giấy phép và cơ hội làm lại những bàn thua, các ngân hàng thường cố giữ e cố định. Thông qua một quá trình hoạt động dài, tỷ lệ tốt nhất được thừa nhận hiện nay ở hầu hết các nước là 5% đến 10%. Nếu ngân hàng A của chúng ta xác định e = 10%, lúc đó Balance Sheet của nó sẽ được viết thành:

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ tiền mặt	0,5	Tài khoản séc	10
Ký gửi tại NHTW	0,7	Vốn cổ phần	1
Cho vay	9,8		
$\Sigma$ Tài sản có	11	$\Sigma$ Tài sản nợ	11

Với  $Pr = (9,8 \times 0,03) - (10 \times 0,022) - 0 = 0,07$

Và  $ROE = \frac{0,07}{1} = 0,07$  hay 7% một tháng.

**Bảng 7.16: Balance Sheet của ngân hàng Siam City, Thái Lan  
01/01/1996 (đvt: USD)**

TÀI SẢN CÓ		TÀI SẢN NỢ		Đơn vị: USD	
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
1) Tiền mặt và các khoản gửi tại các ngân hàng ở Thái Lan	272.920.750	3,30	19) Tiền gửi không lãi suất (không kỳ hạn)	103.560.746	1,25
2) Tiền gửi ở các ngân hàng ngoài Thái Lan	43.354.291	0,52	20) Tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm	5.051.915.596	61,12
3) Ký gửi có lãi ở các ngân hàng khác	4.450.152	0,05	21) Tiền gửi từ người nước ngoài có lãi suất	809.906.878	9,8
4) Chứng khoán của chính phủ và chứng khoán được chính phủ bảo đảm	304.813.920	3,69	22) Tiền gửi từ các ngân hàng khác	278.385.402	3,37
			23) Các khoản nợ trả theo nhu cầu	49.931.459	0,6

## **Chương 7 - Hoạt động của ngân hàng trung gian**

5) Các loại chứng khoán trong danh sách đặc biệt	81.763.978	0,99	24) Chứng khoán bán ra theo RPs	127.200.000	1,54
6) Các loại chứng khoán khác	162.717.997	1,97	25) Vay ngắn hạn trong nước	70.681.960	0,86
7) Các loại phiếu nợ khác	175.399.785	2,12	26) Vay ngắn hạn ngoài nước	523.863.472	6,34
8) Tổng cộng đầu tư vào chứng khoán (từ 4 đến 7)	724.695.680	8,78	27) Vay dài hạn	208.855.929	2,53
9) Cho vay	6.684.342.635	80,86	28) Các khoản nợ chấp nhận trả	82.782.402	1,00
10) Lãi suất tích lũy từ trước	110.849.217	1,34	29) Các tài sản nợ khác	179.594.018	2,17
11) Tổng các khoản cho vay bj mát	179.763.525	-2,17	30) Vốn cổ phần	240.400.000	2,91
12) Tổng cho vay và lợi tức dồn lại (9+10+11)	6.615.428.327	80,03	31) Cổ phiếu phát hành	38.400.000	0,46
13) Tài sản thế chấp được phép phát mãi	67.310.489	0,81	32) Sự lên giá cổ phiếu... theo thị trường	53.980.000	0,65
14) Các khoản chấp nhận trả của khách hàng	82.782.406	1,00	33) Lợi tức không chia (để lại)	208.354.786	2,52
15) Tài sản cố định và trang thiết bị	161.719.948	1,96	34) Sự lên giá tài sản cố định	28.278.943	0,34
16) Tài sản khác	83.429.548	1,01	35) Tổng vốn cổ phần và giá trị ròng (từ 30 đến 34)	569.413.729	6,88
18) Tổng tài sản có (1+2+3+8+12+13 +14+15+16+17)	8.266.058.761	100,00	36) Tài sản nợ do mở L/C Tổng tài sản nợ (Từ 19 đến 36, ngoại trừ 35)	209.967.170	2,54
				8.266.058.761	100,00

Nguồn: Siam City Bank Annual Report 1995, P.38 - 39

### **7.6. BÁO CÁO HÀNG NĂM**

Vì là một công ty cổ phần, các NHTG thường tiến hành đại hội cổ đông để thông báo kết quả tổng hợp tình hình hoạt động trong năm, lợi nhuận, chi phí, phương hướng sử dụng lợi nhuận và kế hoạch hoạt động của năm sau cho Hội đồng cổ đông ra nghị quyết phê chuẩn. Để chuẩn bị cho việc này, các nhà quản trị ngân hàng phải bắt đầu thống kê từ giữa tháng 12 mỗi năm và tổng kết tình hình lợi tức, chi phí cả năm trong một bảng tóm tắt được gọi là Diễn giải lợi nhuận và chi phí bên cạnh Balance Sheet. Nếu Balance Sheet cho biết về tình hình tài chính và tóm tắt một cách súc tích về cách thức huy động tài sản nợ và quản lý tài sản có của một ngân hàng, thì bảng diễn giải nói trên cho biết đầy đủ về hiệu quả hoạt động, về Pr, P, ROA, ROE... Sau đây là một Bảng diễn giải lợi nhuận và chi phí làm thí dụ.

**Bảng 7.17: Lợi nhuận và chi phí của Siam City Bank, Thái Lan  
năm 1995 (đvt: USD)**

R				C	
Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %	Hạng mục	Số lượng	Tỷ lệ %
1) Lợi nhuận từ cho vay và ký gửi vốn	797.041.424	86,58	8) Trả lãi tiền gửi	509.925.776	68,43
2) Lợi nhuận từ chứng khoán của chính phủ	24.804.089	2,69	9) Trả lãi các khoản vay ngắn hạn từ thị trường	59.221.354	7,95
3) Lợi nhuận từ các loại chứng khoán khác	15.341.260	1,67	10) Trả lãi các khoản vay dài hạn	16.107.830	2,16
Tổng lợi nhuận từ tiền lãi	837.186.773	90,94	Tổng chi trả lãi	585.254.960	78,54
4) Lợi nhuận từ các dịch vụ	34.782.322	3,78	11) Chi phí trả lương cán bộ nhân viên	62.582.416	9,4
5) Lợi nhuận từ tỷ giá	18.134.705	1,97	12) Chi phí khấu hao tài sản cố định	10.460.294	1,4
6) Các loại lợi nhuận khác	30.459.277	3,31	13) Chi phí khấu hao trang thiết bị	16.837.748	2,26
Tổng lợi nhuận không phải tiền lãi	83.376.304	9,06	14) Thuế và nghĩa vụ	27.703.992	3,72
			15) Chi phí điều hành và quản lý	4.342.426	0,58
			16) Chi phí khác	18.499.652	2,48
			Tổng chi phí cố định	140.426.528	18,84
			17) Chi phí mất đi vì những khoản cho vay không thu hồi được	19.488.158	2,62
7) Tổng lợi nhuận	920.583.077	100,0	18) Tổng chi phí	745.169.646	100,0
19) Lợi nhuận chưa nộp thuế lợi tức (=7-18)	175.393.431		20) Thuế lợi tức (28%)	48.980.106	
21) Lợi nhuận ròng (= 19 - 20): 126.413.325USD					
ROE = 22,2% năm					

Nguồn: Siam City Bank Annual Report, 1995, P.40

Ngân hàng trung ương hay các nhà kinh tế ngân hàng nhìn vào Balance Sheet và bản diễn giải lợi nhuận này là có thể có được bức tranh toàn cảnh về tình hình hoạt động mọi mặt của ngân hàng báo cáo trong năm tài chính qua, cũng như phương thức hoạt động, tính cao hay thấp của hiệu quả tài sản có, của thanh khoản, của khả năng chi trả, của tỷ suất lợi nhuận ròng... Trong thời gian đó, độ an toàn và tính lành mạnh của hoạt động cũng được nhìn thấy thông qua hai loại báo cáo này.

### TÓM TẮT

- NHTG là một doanh nghiệp, có đủ các hình thức sở hữu nhà nước, tư nhân, liên doanh, nước ngoài...

2. Doanh nghiệp này thực hiện công việc môi giới tài chính (trung gian) giữa người có nhu cầu vay và những người muốn cho vay trong nền kinh tế.

3. Đầu vào của ngân hàng là các nguồn tiền và vốn huy động khác nhau. Ngân hàng gọi đầu vào này là tài sản nợ. Tài sản nợ phổ biến của nó là các loại sau:

- Các khoản gửi không kỳ hạn của nhân dân.
- Các khoản gửi có kỳ hạn và tiết kiệm.
- Những khoản vay ngắn hạn từ thị trường tiền tệ và tài chính.
- Các khoản vay của NHTW.
- Vay từ công ty mẹ.

Trong đó, hai loại tài sản đầu chiếm bộ phận lớn nhất, từ 70% trở lên.

4. Đầu ra của ngân hàng là các khoản đầu tư và cho vay của nó. Ngân hàng gọi đầu ra là tài sản có, bao gồm:

- Dự trữ tiền mặt.
- Chứng khoán.
- Cho vay.
- Các loại tài sản khác.

Cho vay thường chiếm đến 80% hoặc hơn nữa trong tổng đầu ra của ngân hàng.

5. Lãi suất chênh lệch giữa đầu ra và đầu vào là lợi nhuận của ngân hàng, lợi nhuận này sau khi trừ chi phí cố định và trượt giá sẽ còn lại lợi nhuận ròng Pr trước thuế.

6. So sánh lợi nhuận Pr với tổng tài sản có A, người ta có thuật ngữ ROA phản ánh hiệu quả đầu tư. So sánh giữa lợi nhuận ròng Pr (hay R) với vốn cổ phần E có thuật ngữ ROE, chỉ ra tỷ suất lợi nhuận ròng trên vốn bỏ ra của các cổ đông đứng dưới góc độ ngân hàng là một doanh nghiệp.

7. Để làm tăng Pr, tối đa hóa lợi nhuận, ngân hàng đã và đang cố gắng nhiều cách. Những cách phổ biến là giảm dự trữ để tăng cho vay, lấy vốn ngắn cho vay dài và hạn chế chi phí cố định. Riêng lãi suất thì khó giảm.

8. Nhằm hiệu quả hóa đồng vốn, nó tìm cách tăng ROE. Sau khi đã tìm cách tăng Pr, ngân hàng cũng có thể cố gắng giảm E. Tuy nhiên, vì E liên quan chặt chẽ tới khả năng chi trả và rủi ro phá sản, cho nên, ngân hàng không thể giảm E quá mức cho phép.

9. Lãi suất, tài sản có, nợ, dự trữ và thanh khoản là các phạm trù cơ bản trong hoạt động ngân hàng ■

## Chương 8 - HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH CHỨNG KHOÁN

Hoạt động của các NHTG liên đới chặt chẽ với hoạt động của các tổ chức tài chính (Financial Institutions) khác còn lại trong nền kinh tế. Mỗi quan hệ này diễn ra ngay trên thị trường tài chính - tiền tệ. Bên cạnh đó, vì hoạt động chủ yếu của các tổ chức tài chính ngoài ngân hàng diễn ra trực tiếp trên thị trường tài chính, cho nên, thay vì nghiên cứu riêng về hoạt động của các tổ chức tài chính khác ngân hàng; sự hiểu biết về hoạt động của thị trường tài chính - tiền tệ sẽ giúp chúng ta đồng thời am hiểu cả hoạt động của các tổ chức nói trên. Đó là lý do chúng ta không tách hoạt động của các tổ chức tài chính ra thành một chương riêng, mà nghiên cứu nó trong sự vận động của thị trường tài chính - tiền tệ.

Có lẽ sản phẩm trú danh nhất của các nền kinh tế thị trường tư bản chủ nghĩa cổ điển và sau này là các nền kinh tế hỗn hợp là công ty cổ phần và thị trường tài chính - tiền tệ. Bất kỳ nền kinh tế nào, trong quá trình phát triển bao giờ cũng đối đầu với sự khan hiếm các nguồn lực. Sản xuất lớn đòi hỏi không những sự tập trung kỹ năng, tay nghề, nhân lực, vật liệu mà còn đặt ra sự cần thiết và cấp bách về nhu cầu sử dụng các nguồn tài nguyên ấy một cách tiết kiệm và hiệu quả nhất. Lãng phí trở thành kẻ thù của hiệu quả, của năng suất cao ở tất cả mọi phạm vi từ vĩ mô đến vi mô. Công ty cổ phần và thị trường tài chính là sản phẩm tất yếu của sự đòi hỏi tập trung tài nguyên cho sản xuất lớn và chống lãng phí dưới mọi hình thức. Một cách đơn giản, công ty cổ phần biến những hoạt động kinh doanh chỉ có tính chất cá nhân và riêng rẽ, trở thành những tổ chức trong đó, tài năng, tiền bạc, nhân lực và vốn liếng các loại được quy tụ lại, kết hợp với nhau hướng về mục đích chung như lợi nhuận, phát triển sản phẩm và phát triển cuộc sống bền vững. Chính tính liên đới giữa các cá nhân trong công ty cổ phần và giữa các công ty trong những tập đoàn, đã giúp con người thêm điều kiện để ý thức về sự cần thiết và phụ thuộc lẫn nhau giữa người với người. Rằng những lợi nhuận có được chỉ cho riêng cá nhân trên sự thiệt hại của kẻ khác là không bao giờ tồn tại lâu dài. Các cá nhân hay cộng đồng chỉ có thể tìm thấy sự phát triển tốt nhất cho chính mình trong sự hỗ trợ để các cá nhân hoặc cộng đồng khác cùng phát triển.

Thị trường tài chính - tiền tệ kéo tất cả các cá nhân trong cộng đồng tham gia vào nền kinh tế. Quá trình mua bán, đầu tư và sinh lãi quá dễ dàng của các loại chứng khoán, giúp cho mọi người nhanh chóng thấy rằng sự cất giữ những tài sản không sinh lãi như tiền giấy, hoặc sinh lãi ít như đất đai, vàng bạc trở nên rất vô lý. Ý thức ấy đưa họ đến chỗ nghĩ cách làm cho tài sản của mình (tiền lương, thu nhập kinh doanh, đất đai, nhà cửa...) trở nên có lợi hơn thông qua việc dùng nó để trao đổi lấy các loại tài sản khác có sinh lãi. Thế là họ đã đưa các nguồn lực khan hiếm bị lãng phí của từng cá nhân vào thị trường tài chính để phục vụ cho hoạt động sản xuất và kinh doanh. Xuất phát từ nhu cầu huy động các nguồn lực trong xã hội để phục vụ cho sự sáng tạo của cải nhiều dạng phục vụ đời sống con người, thị trường tài chính - tiền tệ kéo toàn bộ các cá nhân trở thành những nhà đầu tư, tận dụng tất cả mọi tài sản nhỏ nhất, thúc đẩy hoạt động sáng tạo sản phẩm, dịch vụ và tài sản liên tục lên những hiệu quả cao hơn.

James Tobin đã có lý do khi nói rằng Chủ nghĩa tư bản ra đời dựa trên quy luật tự do kinh doanh và tự do cạnh tranh. Thế nhưng nó phát triển, tự hoàn thiện bằng đôi chân là công ty cổ phần và thị trường tài chính. Đó là một nhận xét khái quát về vai trò của hai phạm trù này. Để thâm nhập vào thị trường tài chính - tiền tệ, điều trước tiên chúng ta cần quan tâm là hàng hóa của thị trường này. Vì để có thị trường, điều trước tiên là phải có hàng hóa và sự buôn bán hàng hóa.

## **8.1. HÀNG HÓA CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH**

### **8.1.1. Khái niệm**

#### **8.1.1.1. Tên gọi**

Nếu thị trường hàng hữu hình mua và bán các loại sản vật cụ thể, nhìn thấy được, sờ được như: lúa, gạo, vải vóc, nhà cửa, xe cộ, sách vở, giày dép, tàu bè, máy bay... nghĩa là các loại hàng hóa hữu hình đúng như tên riêng dành cho thị trường, thì thị trường tài chính (Financial Market) là nơi buôn bán các loại hàng hóa theo đúng đặc trưng của nó. Đó là tài chính (Finance).

Trước đây đã từng có quan niệm hẹp theo nghĩa “chữ” tài chính là tiền, của. Từ khi các loại công cụ tài sản khác như phiếu nợ, chứng thư bất động sản... cũng được đem ra thương lượng, thế chấp, mua bán, khái niệm tài chính bắt đầu được hiểu theo những nghĩa rộng hơn. Một cách vô tình, ở nhiều nước, người ta đi đến thống nhất tài chính là khái niệm chỉ các loại tài sản. Tiền cũng là một loại tài sản. Các loại tài sản này khi được huy động vào chu chuyển kinh doanh, nó có thêm (chứ không phải là thay đổi) tên gọi là vốn (Capital).

Một cách tóm tắt, gọi thị trường tài chính là thị trường mua bán các công cụ tài chính cũng được. Nhưng để đầy đủ hơn, gọi nó là thị trường tài sản khác hàng hữu hình thì chính xác và khái niệm này hiện là cách gọi thông dụng nhất ở Âu - Mỹ.

#### **8.1.1.2. Xác định hàng hóa**

Nền kinh tế hiện đại đã biến tất cả mọi thứ trở thành hàng hóa. Từ sức lao động, các dạng vật chất, đất đai, tài nguyên khác, cho đến trí tuệ và uy tín đều có thể lượng giá và mua bán được trên thị trường.

Tài sản cũng là hàng hóa. Trước thế kỷ XX, khi nghĩ về tài sản, người ta đã từng quan niệm rằng nó phải là những loại hàng hóa nhìn thấy được như đất đai, tài nguyên vật chất, nhân lực, máy móc, tàu bè, xe cộ, nhà cửa, sản phẩm các loại... Thuở ấy, sự giàu có được đo bằng việc tích lũy các loại tài sản trên.

Thế kỷ XX đến với những bước nhảy vọt trong phát triển kinh tế và nhận thức. Sự đòi vốn cho hoạt động kinh tế và các mặt đã làm cho ngân hàng bành trướng. Người ta nghĩ đến tiền, quan tâm và lo lắng về tiền, tích cực kiếm tiền hơn bao giờ hết, vì cũng chưa bao giờ tiền cần cho cuộc sống và sản xuất như vào nửa đầu thế kỷ XX. Với sự chuyên dịch và lượng hóa dễ dàng các loại tài sản hàng hóa khác qua tiền, nhân dân bắt đầu coi tiền cũng là tài sản. Giống như các loại tài sản khác, nếu xem hoạt động mua bán là đem vật thể này đổi để lấy một vật thể khác, thì tiền cũng đã được mua bán, trao đổi và cho vay. Tiền đã trở thành hàng hóa của cái gọi là thị trường tiền tệ từ đầu thế kỷ. Vì tiền là một hình thức của phiếu nợ hay trái phiếu (Dept Form) được chấp nhận là phương tiện trung gian cho trao đổi và mua bán, nên người ta bắt đầu nghĩ rằng mọi loại phiếu nợ khác nếu có cùng tính chất ấy đều có thể được xem là tiền. Sự phát triển nhanh chóng của công ty cổ phần đã khuyến khích hoạt động vay nợ bắt đầu diễn ra trên quy mô lớn. Có hai giai đoạn trong quá trình thay đổi này.

- Thứ nhất, vào lúc đầu, hoạt động vay nợ được tiến hành trong khuôn khổ các cổ đông dưới hình thức góp vốn cổ phần thêm. Từ thế kỷ XIX, các cổ đông, lúc ấy hầu hết là bạn bè quen biết và những người thân thuộc, đã bỏ tiền ra thành lập công ty cổ phần đều lần lượt nhận thấy rằng công ty của họ càng phình lớn về quy mô và khối lượng kinh doanh, thì càng trở nên đói vốn hơn. Chưa kể đến những lúc tình hình kinh doanh biến động đột ngột, rất thường xảy ra, làm cho công ty cần thêm tiền. Chỉ riêng nhu cầu ngày càng tăng lên của các bạn hàng và thương vụ cũng đã làm cho lượng vốn mà các cổ đông đóng góp vào để thành lập công ty nhanh chóng trở nên nhỏ bé. Để giải quyết tình trạng đói vốn này, các cổ đông phải đóng góp thêm cổ phần vào để tài trợ vốn cho công ty kinh doanh.

Thế nhưng vốn của một nhóm người thì có hạn. Ít ai dám bỏ tất cả các quả trứng mà họ có được vào trong cùng một rổ vì bất trắc và rủi ro luôn luôn ở chung quanh mỗi số phận. Do vậy, các cổ đông bắt đầu nghĩ đến việc gọi thêm sự hùn hợp của các cổ đông khác. Dĩ nhiên, với tính chất cùng làm chủ công ty, cùng chia lãi hoặc chịu lỗ theo hoạt động của nó.

Sau khi đã kêu gọi hết những người thân và bạn bè mà vẫn chưa đủ vốn, người ta bắt đầu kêu gọi đến những người không quen trong xã hội.

Để thực hiện việc này, người chủ cũ của công ty, tức các cổ đông cũ, phát hành ra các loại giấy chứng thư gọi là cổ phiếu (Stocks). Khi bạn hoặc người thân của bạn đem ra 1.000.000VND đi nộp vào cho công ty A dưới hình thức góp vốn kinh doanh, công ty A sẽ giao cho bạn hoặc bạn của bạn một chứng thư có giá trị ghi trên bề mặt là 1.000.000VND. Chứng thư hay cổ phần này có nghĩa gì? Nó chứng nhận rằng, bạn (hoặc người bạn kia) đã góp vốn vào công ty A. Số tiền góp là 1.000.000VND. Kể từ ngày bạn cầm cổ phần này, bạn trở thành chủ nhân một phần của công ty A. Giả như công ty A có tổng vốn hay tổng tài sản là 1.000 triệu, cổ phiếu của bạn (1 triệu) cho biết rằng bạn sở hữu 1/1000 tài sản của công ty. Hay nói khác đi, bạn là chủ nhân 1/1000 hay có cổ phần trị giá 1/1000 trong Hội đồng cổ đông công ty cổ phần này. Lời hay lỗ của số tiền bạn bỏ ra phụ thuộc vào việc công ty A của bạn kinh doanh giỏi hay tồi.

Đây là bước một của hoạt động vay nợ của công ty cổ phần. Sự việc chưa dừng ở đó. Công ty tiếp tục đòi vốn. Cuộc đòi của công ty như cuộc đòi của một con người. Anh ta sẽ chỉ có một trong hai con đường để chọn: (1) liên tục hoàn thiện mình để phát triển hoặc (2) đứng lại tàn lụi. Công ty cũng vậy, nhưng để phát triển, nó tiếp tục cần vốn. Các ông chủ bắt đầu nhận thấy rằng không thể tiếp tục mở rộng vốn bằng cách phát hành cổ phần, bởi vì hội đồng các ông chủ hay hội đồng cổ đông đã quá phình to (như tập đoàn AT&T, số cổ đông của nó hơn 1 triệu người). Đồng ý rằng việc mở rộng vốn bằng cách gọi cổ đông có một điểm kiệt xuất là nó kéo mọi người cùng góp tài sản vào, để rồi cùng quản lý, cùng chia sẻ vinh quang (tiền lời, uy tín) và kê cả rủi ro khi công ty bị phá sản (lỗ, mất vốn...). Tuy nhiên, công ty sẽ vẫn tiếp tục cần vốn mãi và như vậy sẽ phải mở rộng cổ đông đến bao nhiêu người? Các ông chủ có thể lực nhất trong công ty, những người sở hữu nhiều cổ phần nhất, cảm thấy rằng công ty hoạt động như nó đã từng làm là quá tốt. Không cần mở rộng thêm cổ đông nữa vì chỉ gây phức tạp hơn cho quản lý. Thế là họ quyết định huy động vốn bằng hình thức khác. Một hình thức thuần túy là vay nợ chứ không phải góp vốn cổ phần.

- Thứ hai, để vay nợ, công ty phát hành một loại chứng thư vay nợ tức Trái phiếu (Bonds). Trái phiếu có tính chất như thế nào. Nếu chúng ta bỏ ra 1.000.000VND để mua một cổ phần hay chứng thư cổ phần, chúng ta trở thành cổ đông, thành ông chủ một phần của công ty phát hành ra cổ phiếu. Đương nhiên, chúng ta có quyền có ý kiến về hoạt động của công ty. Số lượng cổ phần của chúng ta càng lớn, ý kiến điều hành của chúng ta càng có trọng lượng hơn. Bởi vì đơn giản là chúng ta làm chủ nhiều phần tài sản của công ty, và sự hưng thịnh hay suy vong của nó ảnh hưởng đến chúng ta nhiều hơn các cổ đông khác. Hàng tháng hoặc hàng năm, lợi nhuận mà chúng ta kiếm được từ mua cổ phiếu liên đới với sự lãi lỗ của công ty. Công ty kinh doanh có lời. Chúng ta được chia lời. Lời càng nhiều, lợi nhuận được chia cho chúng ta càng lớn. Nếu công ty lỗ, chúng ta phải gánh chịu cái lỗ của công ty theo tỷ lệ % của vốn cổ phần.

Một trái phiếu vay nợ do công ty phát ra (Corporate Bond) không giống như thế. Điểm đơn giản mà bạn và những người khác phải hiểu hoặc sẽ được giải thích cho hiểu khi bỏ ra 1.000.000VND ra mua trái phiếu, là chúng ta đang cho công ty vay tiền chứ không phải góp vốn vào để cùng làm ăn với nó. Hai điều này hoàn toàn khác nhau và đó cũng là sự khác nhau cơ bản giữa trái phiếu (bond) và cổ phần (stock). Vì chúng ta chỉ cho công ty vay tiền, giống như đã cho ngân hàng vay tiền khi gửi tiền vào nó, chúng ta không trở thành là ông chủ một phần hay cổ đông của công ty được. Nhưng cũng vì chúng ta không có quyền làm ông chủ cũng như không có ý kiến quản lý hoạt động của công ty, chúng ta được hưởng một đặc quyền - đặc quyền của những người mua trái phiếu mà cổ phần thì không có - đó là chúng ta được hưởng tiền lãi suất cố định hàng tháng hoặc hàng năm (Fixed Interest Rate), bất kể là công ty nói trên hoạt động lời hay lỗ, thành công hay phá sản.

Đến đây, chúng ta tạm dừng một lát để tự hỏi với nhau rằng, có sự khác nhau và giống nhau nào giữa một công ty cổ phần và ngân hàng không? Có đây, những điểm giống nhau trước hết là: (1) cả hai đều là doanh nghiệp, là công ty cổ phần, (2) cả hai đều vay nợ công

chứng để bồi sung vào vốn hoạt động. Ngân hàng vay nợ khi nhân dân đến gửi tiền vào cho nó. Nó xuất ra phiếu nợ là sổ Séc, thẻ thanh toán, chứng thư tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm, trái phiếu. Còn Công ty vay nợ khi phát hành trái phiếu. (3) Cả phiếu nợ của ngân hàng và công ty đều phải trả lãi suất cố định cho dù nó hoạt động tốt hay xấu. (4) Đến hạn, người chủ phiếu nợ, mang phiếu nợ đến, công ty và ngân hàng phải thanh toán cho họ lại tiền mặt, cả vốn lẫn lời. (5) Công ty có thể để ra ngân hàng như một công ty con của nó và ngược lại nhiều ngân hàng cũng thành lập công ty.

Những điểm khác nhau là: (1) Công ty vay tiền (bằng cách phát hành trái phiếu) để sản xuất và kinh doanh, hoặc đầu tư vào các loại tài sản để kiếm lời. Còn ngân hàng thì vay tiền để rồi đem cho vay lại. (2) Vì chức năng để cho vay, ngân hàng ít bị ràng buộc về số lượng vay. Ngoại trừ quy định duy nhất về tỷ lệ  $e = E/L$  tối thiểu mà chúng ta đã phân tích. Ngược lại, công ty vay để sản xuất, nó có thể gặp nhiều rủi ro hơn ngân hàng. Do đó, lượng trái phiếu nó phát hành bị ràng buộc chặt chẽ với tài sản ròng của nó. (3) Công ty chịu nhiều loại thuế hơn ngân hàng vì hoạt động của nó liên quan đến nhiều loại tài nguyên quốc gia.

Nói chung, ranh giới khác nhau giữa ngân hàng và công ty là khá mỏng manh, vì ngày nay hầu hết các công ty cổ phần lớn đều có ngân hàng riêng, hoặc để ra những công ty tài chính con hoạt động không khác gì ngân hàng. Điều quan trọng nhất ở đây là khi công ty vay nợ, nó phát hành trái phiếu tức chứng thư vay nợ. Khi ngân hàng vay nợ, nó cũng phát hành trái phiếu. Chỉ có điều trái phiếu của ngân hàng có nhiều loại với nhiều tên gọi khác nhau rất dễ làm những người chưa quen lầm lộn. Song dù tên gọi là gì: Séc, thẻ thanh toán, thẻ du lịch, chứng thư tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm, RPs, tín phiếu, kỳ phiếu... tất cả đều là trái phiếu hay chứng thư vay của nó.

Để có được các loại trái phiếu nói trên, chúng ta, các bạn phải đem tiền mặt của chính phủ đến nộp vào cho nơi phát hành để mua nó. Đây thực sự là một hoạt động mua (Purchase) bởi vì chúng ta đổi một loại hàng hóa không sinh ra lãi hàng ngày là tiền mặt để lấy về một loại hàng hóa khác (trái phiếu của các công ty, ngân hàng), vì loại hàng hóa thứ 2 này sinh ra lãi trong túi chúng ta mỗi ngày.

Đã có mua tất phải có bán (Sale). Vào thế kỷ XVI, những người sở hữu trái phiếu chỉ có thể đổi hay bán nó cho người phát hành để lấy lại tiền mặt khi đã đến hạn giống như tiền gửi có kỳ hạn trong ngân hàng. Thế nhưng cuộc sống thì luôn luôn đầy những bất ngờ. Bạn mua một trái phiếu với kỳ hạn 3 tháng vào sáng nay với ý định là, với tiền lãi 1% mỗi tháng, sau 3 tháng, 1.000.000 của bạn sẽ thành một khoản tiền là 1.030.301VND. Thay vì để 1.000.000 trong túi không dùng đến, trong 3 tháng nó chẳng làm ra được tài sản gì. Bạn mua 1 trái phiếu, nó tạo thêm cho bạn 30.301 VND sau 3 tháng. Điều đó quả là tốt hơn. Nhưng bất ngờ chiều nay con bạn ốm. Bạn đâu có tiên liệu trước được điều này. Nó là chuyện rủi ro. Sau khi đã chi tiêu hết sạch tiền mặt trong nhà, mà con bạn vẫn chưa bớt, bạn đành nghĩ đến trái phiếu đang cát kia. Khốn nỗi, khi bạn mua nó, bạn đã thỏa thuận không thành văn với công ty hoặc ngân hàng phát hành là chỉ đến để bán hay đổi lại tiền mặt cả vốn và lãi vào đúng 3 tháng sau khi mua. Hơn nữa điều này có in rõ ràng trên phiếu nợ của bạn với dòng chữ thời gian đáo hạn (Maturity) là 3 tháng. Do vậy, nhất định không thể mang nó đến công ty để đổi lại tiền. Bạn đành tìm biện pháp khác. Trong cái khó, ló cái khôn. Bạn nghĩ ra đến hàng trăm biện pháp. Những biện pháp tạm được là:

- Đem trái phiếu đến ngân hàng thế chấp vay tiền. Thậm chí chỉ cần vay 500.000. Tuần sau, bạn đã có tiền lương, sẽ trả cho ngân hàng để lấy lại trái phiếu.
- Đem trái phiếu đến nhờ bạn bè cầm giúp tuần sau sẽ chuộc lại.
- Đem trái phiếu bán lại cho công ty phát hành, một công ty nào khác, một người không quen biết, chỉ cần lấy lại 2/3 số tiền bê mặt cũng được.

Quá trình bán bắt đầu. Vào cuối thế kỷ XVIII, những trường hợp kẹt như trên là rất thường xảy ra. Hôm nay, người ta cảm thấy rằng mình thừa tiền mặt, không nên cất giữ làm gì cho phí, thế là họ đem đi mua trái phiếu. Trái phiếu càng dài hạn, càng có lãi suất cao. Do đó, không có gì ngạc nhiên khi họ muốn mua trái phiếu dài hạn. Tuần sau, tháng sau, được bạn bè

rủ rê, muốn đi du lịch, mua sắm, hoặc cần tiền mặt để đầu tư vào thành lập nhà máy, mua sắm khác, chi tiêu cho những tình huống đột xuất của gia đình... thế là họ mang trái phiếu ra bán. Cả 3 cách mà bạn nghĩ ra ở trên, đều được họ sử dụng. Lúc đầu các ngân hàng và người mua khác còn ngần ngại, vì không biết đáo hạn có chắc chắn đến 100% là sẽ nhận được 1.030.301NVD hay không tại công ty phát hành, kể cả việc không biết thủ tục nhận lại có dễ dàng không, nên họ trả giá trái phiếu rất rẻ (nếu mua), có khi chỉ còn  $\frac{1}{2}$  giá bè mặt. Hoặc nếu nhận thẻ chấp cho vay, ngân hàng cũng chỉ cho vay  $\frac{1}{2}$ .

Dần dần, người ta nhận thấy rằng việc thanh toán lại tiền mặt và lãi của các công ty phát hành trái phiếu hoàn toàn được thực hiện một cách khá nghiêm túc và không có gì trờ ngại. Các công ty phát hành trái phiếu để vay nợ thừa hiểu rằng chỉ cần 1 lần thực hiện không nghiêm chỉnh, hoặc không tạo thuận tiện cho nhân dân trong việc thanh toán tiền mặt lúc đáo hạn, những lần sau nhân dân sẽ không thích và do đó sẽ khó mà vay tiếp bằng phương thức này. Vì tương lai phát triển của chính mình, các công ty cố gắng làm ăn đàng hoàng. Những người mua lại trái phiếu của người thứ nhất như bạn cảm thấy phải trả giá cao hơn khi bạn kẹt tiền cần bán. Quá trình đó diễn ra nhanh chóng cho đến khi giá mua bán chỉ còn dao động trong vòng 1.000.000 đến 1.030.301. Những người mua trái phiếu đầu tư không còn lỗ nhiều khi cần bán lại như trước.

Thế là thị trường mua bán từ chỗ còn nhỏ bé, không công khai đã trở thành to lớn, ồn ào và náo nhiệt vào đầu thế kỷ XIX. Với loại hàng hóa chủ yếu là các loại phiếu nợ khác nhau, mà ngày nay nó có thêm tên gọi mới là chứng khoán (Security).

### 8.1.2. Các loại hàng hóa

Không phải chỉ các công ty và ngân hàng cần vốn. Các chính phủ cũng cần tiền chi tiêu vì không phải bất cứ lúc nào cũng có thể và cũng nên in thêm tiền mặt. Do đó, họ cũng vay nợ của nhân dân bằng cách phát hành trái phiếu để bù đắp vào sự thâm hụt ngân sách và chi dùng. Thậm chí các chính phủ vay nợ còn kinh khủng hơn doanh nghiệp. Năm 1938, tổng lượng trái phiếu mà chính quyền các cấp ở Hoa Kỳ phát hành ra để vay nhân dân là 2,48 tỷ USD. Năm 1948, con số này là 10,32 tỷ. Năm 1958 nó lên đến 12,96 tỷ USD. Năm 1968 là 18,025. Năm 1978 là 48,6 tỷ. Năm 1988 là 114,552 tỷ USD và đến tháng giêng năm 1996 là 146,204 tỷ USD (Bảng 8.1). Vay nợ nhiều đến nỗi năm 1992, Chính phủ Hoa Kỳ đã được các nhà kinh tế mệnh danh là nhà vay nợ lớn nhất thế giới với tổng cộng hơn 4.000 tỷ USD nợ từ phát hành trái phiếu các loại mà chưa thanh toán.

**Bảng 8.1: Một số trái phiếu đã phát hành trong nền kinh tế Hoa Kỳ (1938-1996)**  
(triệu USD)

Loại trái phiếu, nơi phát hành	Năm 1938	1948	1958	1968	1978	1988	1996 (tháng 1)
1) Chính phủ liên bang	2.048	10.327	12.063	18.025	48.607	114.552	164.204
2) Chính phủ địa phương và cổ phiếu đô thị	1.108	2.690	7.449	16.374	24.156	74.409	92.470
3) Các loại khác của chính phủ	69	156	1.052	1.531	17.718	31.193	37.230
4) Cổ phiếu công ty (bonds)	2.044	5.973	9.653	17.383	36.872	351.042	
5) Cổ phiếu công ty (stock)	111	1.106	1.905	4.583	10.358	57.802	

Nguồn: Federal Reserve Bulletin From 1950 to 1996, P.756-780 and A34 - A38

Tất cả các loại trái phiếu (hay nói chung: chứng khoán) đều chứa đựng những thông tin cơ bản khá giống nhau trên hai bề mặt của nó. Đó là các thông tin về:

- Tên, tuổi, địa chỉ và số chứng minh thư của người cho vay (hay người mua).
- Lượng tiền vốn và lãi tổng cộng bằng tiền mặt được trả lại khi đáo hạn.
- Lãi suất và thời gian đáo hạn.
- Những khoảng trống để điền tên người chủ mới khi mua bán, sang nhượng.
- Nơi chịu trách nhiệm phát hành.
- Chủ thể chịu trách nhiệm thanh toán nợ cho trái phiếu khi đáo hạn.
- Chữ ký của các cơ quan bảo đảm trái phiếu (nếu có).

Khi đã có quá nhiều đối tượng cùng tham gia vào việc phát hành trái phiếu để vay nợ của dân, thành phần của các loại hàng hóa này trên thị trường tài chính bắt đầu đa dạng. Tùy theo loại đặc điểm: (1) Mục đích vay, (2) Chủ thể vay, (3) Phương thức vay và (4) Thời gian đáo hạn, người ta phân hàng hóa của thị trường tài chính hay các loại phiếu nợ ra làm các thành phần với tên gọi sau:

### **8.1.2.1. Cổ phiếu**

Cổ phiếu là một chứng thư xác nhận quyền sở hữu vốn cổ phần tại một công ty nào đó (Equity Instruments). Loại chứng thư này chứng minh phần đóng góp vốn (Shares of Stock) của người sở hữu vào công ty nói trên. Có 2 loại cổ phiếu:

#### **8.1.2.1.1. Cổ phiếu ưu đãi**

Loại cổ phiếu ưu đãi (Preferred Stock) thường được dành cho những người chủ đã có công sáng lập ra công ty từ thời gian phôi thai hoặc những người chủ đã có những đóng góp đặc biệt với công ty. Sự phân biệt cổ phiếu ưu đãi với các loại cổ phiếu khác thể hiện rõ nhất khi công ty tổng kết để chia lợi nhuận hàng quý hay hàng năm, họ luôn luôn được hưởng sự đãi ngộ tốt hơn, và nếu công ty bị phá sản, họ cũng là những người được thanh toán đầu tiên và đầy đủ.

Ở một vài công ty, loại cổ phần đặc biệt này còn có thêm tính chất nữa là, cho dù công ty kinh doanh có lỗ trong thời gian nào đó, trong lúc các cổ đông, chủ nhân khác phải chịu lỗ theo công ty, thì những chủ nhân sở hữu cổ phiếu (hay cổ phần) đặc biệt này cũng vẫn được chia lãi một tỷ lệ tối thiểu nào đấy, nghĩa là không phải chịu lỗ theo kết quả hoạt động của công ty. Đặc quyền này được dành cho những người hoặc gia đình đã là cha đẻ ra tập đoàn từ những ngày đầu tiên, có thể là hàng trăm năm về trước

#### **8.1.2.1.2. Cổ phiếu thường**

Ngược lại với loại trên là cổ phiếu thường (Common Stock). Dĩ nhiên các công ty gọi vốn cổ đông bằng cách phát hành loại cổ phiếu này là nhiều nhất. Bảng 8.2 cho thấy rằng cổ phiếu thường được phát hành ra hàng năm trên thị trường tài chính Hoa Kỳ bình quân nhiều gấp từ 3 đến hàng chục lần cổ phiếu ưu tiên. Loại cổ phiếu thông thường này chỉ ra các cổ phần (Shares) mới đóng góp hoặc mua lại cổ phiếu để trở thành cổ đông vào sau này. Cổ đông sở hữu cổ phiếu này phải chịu lỗ hay được chia lãi hoàn toàn tùy thuộc vào kết quả kinh doanh của công ty. Và chỉ được chia phần sau các cổ đông ưu tiên nói trên. Nếu công ty bị phá sản, họ là những người chịu thiệt hại nặng nhất.

Do tính rủi ro cao của loại hình cổ phiếu này, các công ty thường dành cho nó một ưu đãi ngược trả lại là các cổ đông sở hữu loại cổ phiếu thông thường có rất nhiều quyền hạn trong việc bỏ phiếu để quyết định chính sách, đường lối hoạt động và quản lý của công ty.

Cả hai loại cổ phiếu nói trên là thành phần của chứng khoán và đều là hàng hóa của thị trường tài chính. Bất kể công ty phát ra cổ phiếu tồn tại đến bao nhiêu năm (kể cả hàng trăm năm), khi cần tiền mặt để tiêu xài, để giải quyết những công việc khác, mua một loại cổ phần khác, trái phiếu khác có lãi hơn... người chủ cổ phiếu - tức cổ đông - có thể đem bán nó dễ dàng trên thị trường chứng khoán. Với cổ phiếu ưu đãi, chỉ có một chút ít khó khăn, đó là người muốn bán phải thông báo ý định bán cho nội bộ cổ đông ưu đãi nghe trước, để nếu họ không muốn quyền ưu tiên lọt ra ngoài, họ sẽ bỏ tiền ra mua. Trong trường hợp các cổ đông ưu đãi không còn ai có nhu cầu mua nữa, người sở hữu nó sẽ đem nó ra bán ở thị trường.

**Bảng 8.2: Cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu thường được phát hành  
tại Hoa Kỳ (1986 - 1996)**

(triệu USD)

Loại cổ phiếu	Năm	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1,995	tháng 6/1996
1) Cổ phiếu ưu tiên		11.514	10.123	6.544	6.194	3.998	17.408	21.339	18.897	12.432	10.964	2.167
2) Cổ phiếu thường		50.316	43.225	35.911	26.030	19.443	47.860	57.118	82.657	47.881	57.750	2.525
Tổng cộng		61.830	53.348	42.455	32.224	23.441	65.268	78.457	101.554	60.313	68.714	4.692

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin From December 1987 to May, A1996, P.A34.*

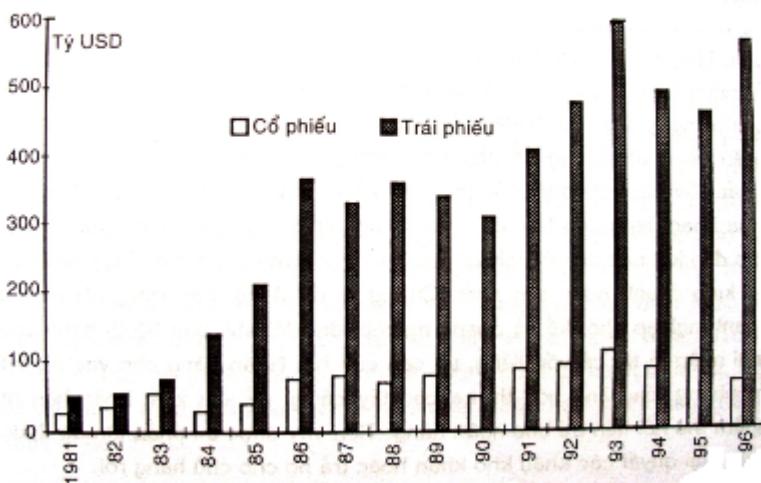
Trong vòng đời tồn tại của công ty. Nó có thể thay đổi chủ nhân đến hàng nghìn lần hoặc nhiều hơn vì tính chất mua bán này. Chỉ cần một ít thủ tục sang nhượng giữa người bán với kẻ mua, có sự xác thực của một công ty môi giới hoặc kinh doanh chứng khoán là mọi việc sẽ hoàn tất. Thủ tục này chỉ diễn ra chừng 5 phút. Mọi việc sẽ càng đơn giản và tốn ít thời giờ hơn nữa nếu người bán đem cổ phiếu đến bán trực tiếp cho các công ty kinh doanh hay môi giới, sau khi đã điện thoại đăng ký trước và thông báo về giá cả, số lượng cổ phiếu, loại cổ phiếu, công ty chủ của cổ phiếu... Không cần làm bất cứ một thủ tục nào, người bán và công ty kinh doanh hoặc môi giới chỉ cần thương lượng giá cả xong thế là kẻ trao chứng khoán, người trao tiền. Công ty này sẽ trực tiếp điền tên người mua sáp tời vào chứng khoán và xác nhận nếu thủ tục ấy được yêu cầu.

Những phần tiếp chúng ta sẽ bàn về cách thức hai bên thương lượng để đạt tới sự thống nhất về giá cả mua và bán. Ở các thị trường chứng khoán, việc mua và bán cổ phần diễn ra hàng ngày với một số lượng rất khổng lồ. New York, Paris, Frankfurt, Tokyo và London Stock Exchange là những thị trường mà mỗi ngày trong những tháng đầu năm 1996, từ 400.000 đến 500.000 cổ phiếu được mua đi bán lại giữa các nhà đầu tư và các công ty kinh doanh chứng khoán.

Chính sự hoàn thiện của thị trường tài chính, sự uy tín của các công ty phát hành cổ phiếu, kể cả sự thành công và phát triển của các công ty này, mà hầu hết là các khung long công nghiệp, đã làm cho cổ phiếu được nhân dân tin tưởng khá tuyệt đối. Họ tin cổ phiếu cũng không khác gì tiền. Và vì chính thói quen của niềm tin này trong hầu hết cộng đồng, đã làm cho không có ngại nào tồn tại khi cần chuyển dịch cổ phiếu trở thành tiền mặt và ngược lại. Cho nên, cổ phiếu là tiền, là tài sản. Một loại tài sản tốt hơn tiền mặt vì nó sinh ra lãi đến hàng ngày. Thừa tiền, họ đem nó ra bán. Tính chất của việc mua và bán không khác gì mua hay bán một món hàng ngoài chợ, hàng hữu hình như gạo, vải, máy móc, thiết bị... Chỉ khác một điều là các loại sau là hàng vật chất để tiêu dùng. Còn cổ phiếu là tài sản sở hữu, là vốn của hoạt động sản xuất.

Cổ phiếu là một bộ phận quan trọng của thị trường tài chính. Nhưng bộ phận thứ hai, như biểu đồ 8.1 cho thấy, còn quan trọng hơn đó là trái phiếu.

**Biểu đồ 8.1: Số lượng chứng khoán mới được phát hành bình quân từ năm 1981 đến 1996 của các nước G7 (số liệu 1996 được ước tính từ 6 tháng đầu năm)**



### 8.1.2.2. Trái phiếu

Nếu cổ phiếu là một chứng thư góp vốn có thời gian đáo hạn là vĩnh viễn, không ai được quyền ép buộc người chủ sở hữu chứng thư phải bán nó đi trừ khi chính ông ta hoặc bà ta muốn làm, có đầy đủ tính chất của một phần hòn như chúng ta đã phân tích ở các phần trên, thì trái phiếu chỉ là một chứng thư vay nợ có thời hạn trả và lãi suất cố định.

Công ty phát hành là chủ thể trực tiếp vay. Người sở hữu trái phiếu, bất kỳ ai, là chủ thể cho vay.

Trái phiếu là loại hình hàng hóa đa dạng về chủng loại nhất trên thị trường tài chính. Trái phiếu và cổ phiếu là hai thành phần của Thị trường chứng khoán (Stock Exchange Market). Vì thị trường tài chính được cấu tạo phần lớn nhất là từ chứng khoán các loại, cho nên, trước khi đi vào phân biệt chi tiết các loại thị trường ở phần tiếp, để không lấn lộn về tên gọi với các khái niệm khác sau này, chúng ta dùng thuật ngữ hẹp thị trường chứng khoán (Security market) để chỉ loại thị trường mua bán cổ phần và trái phiếu các loại. Chủng loại phổ biến của trái phiếu là:

### 8.1.2.3. Thương phiếu

Để giải quyết những lúc kẹt tiền mặt đột xuất trong thương mại vì hàng hóa chưa bán kịp, vì nhu cầu nhập hàng mới, các công ty thương mại, và doanh nghiệp lớn có thể ký quỹ và xin phép ngân hàng bảo trợ để phát hành thương phiếu (CP: Commercial Papers) vay tiền từ nhân dân. Thay vì thế chấp hàng hóa hoặc chứng từ hàng hóa để vay trực tiếp từ ngân hàng như các thương nhân thời trung cổ đã từng làm, doanh nghiệp ngày nay có thể thế chấp cái khác hoặc dựa vào uy tín có sẵn với ngân hàng (tín chấp) để nhờ ngân hàng bảo trợ và phát hành thương phiếu. Nếu làm theo lối các thương nhân ngày xưa, chính hàng hóa vừa mua hoặc đang cần bán của doanh nghiệp sẽ bị ngân hàng phong tỏa, cho đến khi nào doanh nghiệp thanh toán nợ vay xong mới được nhận về để kinh doanh hoặc sản xuất. Chúng ta dễ dàng thấy rằng với những doanh nghiệp nhỏ, kể cả doanh nghiệp lớn, đôi khi toàn bộ lô hàng vừa nhập là tất cả vốn liếng, tài sản của họ. Ngân hàng cho vay nhưng lại phong tỏa hàng hóa thì họ còn lấy cái gì để sản xuất hoặc bán ra nhằm thu hồi tiền trả cho ngân hàng? Tiền vay được thì phần lớn đã được đem giải quyết các khâu khó khăn hoặc trả nợ cho chủ hàng rồi.

Thương phiếu không đòi hỏi cách làm như vậy. Ngân hàng chỉ giám định tài sản ròng xong có thể đồng ý bảo trợ cho công ty phát hành, mà không đòi hỏi thế chấp. Tuy nhiên, lượng thương phiếu CP có thể được phát hành tối đa thường không quá 75% tài sản ròng của đơn vị. Để né tránh rủi ro, công ty không hoàn trả được nợ cho dân và thu hồi thương phiếu về, ngân hàng sẽ cẩn cứ theo luật, trả tiền cho dân bằng cách mua lại CP đồng thời phát mãi tài sản của công ty để thu hồi nợ.

CP cho phép các công ty lớn giải quyết những kẹt vốn cấp thời. Nó có thể nhờ một công ty môi giới (Broker), ngân hàng, hoặc chính nó trực tiếp phát hành. Dù nhờ ai hay tự mình làm, điều cơ bản vẫn là công ty là chủ thể vay và tất cả mọi người sở hữu thương phiếu là chủ thể cho vay. Đặc điểm đặc trưng nổi bật là thương phiếu chỉ có thời gian đáo hạn ngắn, không bao giờ quá 9 tháng.

Giống như các loại cổ phiếu và trái phiếu khác, CP được mua bán dễ dàng trên thị trường chứng khoán trong suốt thời gian trước khi nó được công ty mua lại vì đến ngày đáo hạn. Tuy nhiên, trong cùng ngày, công ty thu hồi về vì đã đáo hạn, vẫn có hàng chục công ty khác và kể cả công ty đang thu hồi, lại tiếp tục phát hành CP mới. Cho nên, việc mua và bán CP giữa các sở hữu chủ diễn ra không bao giờ ngừng. Tháng 12 năm 1995, tổng lượng CP mới được phát hành vào thị trường chứng khoán ở Hoa Kỳ là 3,099 tỷ USD chiếm 8,9% lượng trái phiếu mới được phát hành.

#### **8.1.2.4. Trái phiếu Công ty**

Loại phiếu nợ này có thời gian đáo hạn từ trung bình đến dài hạn. Trái phiếu công ty hay CB (Corporate Bonds) cũng có thể được phát hành thẳng bởi công ty cần vay nợ hoặc thông qua công ty môi giới. Tính chất của trái phiếu công ty đã từng được phân tích ở trên. CB thực ra không khác gì CP được dùng để vay nợ ngắn hạn, phục vụ cho các mục tiêu kinh doanh mang tính giai đoạn. CB, ngược lại, là chiến lược bổ sung vốn hoạt động một cách lâu dài thay vì ngắn hạn. Trong vòng đời của nó trước khi đáo hạn và được noi phát hành mua lại, CB có thể được mua bán qua tay cả nghìn lần hoặc nhiều hơn nữa chẳng khác gì tiền mặt.

#### **8.1.2.5. Trái phiếu chuyển đổi**

Là một hình thức đặc biệt của CB nói trên. Điểm đặc biệt này chỉ có duy nhất ở chỗ, loại phiếu nợ này có thể được nhanh chóng chuyển thành cổ phiếu góp vốn, nếu người sở hữu nó chịu chấp nhận một giá cả được chỉ định bởi công ty hoặc phải đóng thêm ít tiền mặt nữa, cũng như chấp nhận những điều kiện của một cổ đông. Trái phiếu chuyển đổi COB (Convertible Bonds) khá phổ biến ở các nước G7 vì tính tiện lợi. Nếu người mua muốn được hưởng lợi tức cố định, họ chỉ giữ trái phiếu như bình thường. Nhưng cũng có một số người mua khác, sau một thời gian dài theo dõi và quan sát, họ nhận thấy rằng công ty phát hành ra COB làm ăn rất thành đạt, lợi nhuận hàng năm cao, rủi ro ít. Nếu trở thành một cổ đông của công ty, tiền lời được chia hàng năm rõ ràng là lớn hơn lãi thu được từ trái phiếu. Nhận thức như vậy có thể dẫn họ đến việc đóng thêm tiền để chuyển COB thành cổ phiếu. Trái phiếu của AT&T, IBM thường có loại này.

Như vậy COB thỏa mãn nhiều đối tượng hơn CB, chính vì khả năng chuyển đổi của nó. Đó là lý do người ta đưa nó ra làm một loại riêng của trái phiếu.

#### **8.1.2.6. Trái phiếu JUNK**

Giống như các loại trái phiếu khác, nhưng Junk có điểm quan trọng là ngắn hạn và lãi suất cũng như rủi ro đều rất cao. Các công ty, các ngành khoan dầu ngoài biển, khai thác tài nguyên ở Bắc Cực, Nam Cực, khai thác tài sản tàu chìm... là những đơn vị rất dễ ăn, mà cũng rất dễ thua. Do vậy, cổ phiếu do các công ty nhiều rủi ro này phát hành gọi là trái phiếu Junk.

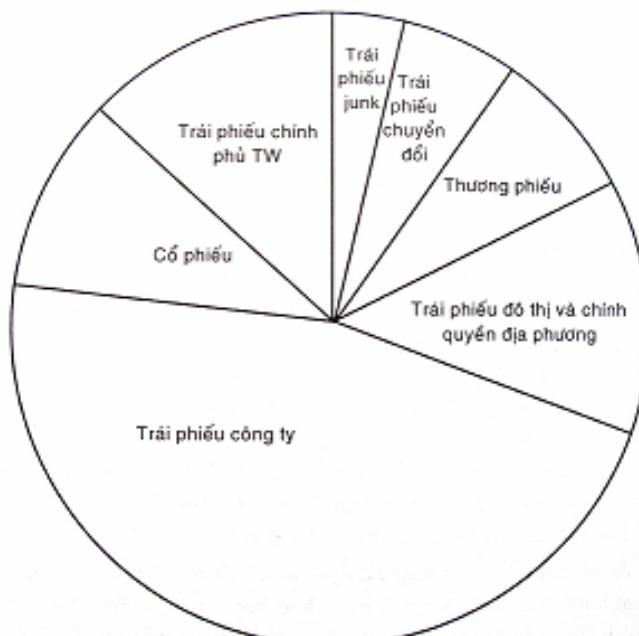
Người đầu tư vào Junk phải chấp nhận rằng nếu công ty ăn nên làm ra, lãi suất của nó sẽ cực cao. Có thể hơn 30% năm. Nhưng cũng phải hiểu rằng công ty cũng dễ phá sản, và việc không nhận lại được tiền mua Junk hoặc chỉ nhận được 50% là chuyện đương nhiên. Do vậy, trái phiếu này thích hợp với những người đầu tư khoái thành công nhanh và dám mạo hiểm.

Nhiều công ty kinh doanh chắc ăn vẫn phát hành Junk cho những thương vụ mà họ cảm thấy nhiều rủi ro hơn mức bình thường. Phàm những thương vụ càng nhiều rủi ro, càng có lợi nhuận cao. Cho nên, với những dự án như thế, họ cũng phát hành Junk nhằm huy động nhân dân hùn vốn (dưới dạng mua trái phiếu) để cùng chia lãi và dĩ nhiên là chia luôn

cả rủi ro và trăng tay, nếu có. Các công ty chắc ăn, không dùng vốn khác vào những thương vụ loại này.

#### 8.1.2.7. Trái phiếu Chính phủ Trung ương

Biểu đồ 8.2: Thành phần của các loại chứng khoán trên thị trường tài chính New York 1995



Nguồn: Federal Reserve Bulletin and Annual Report 1995.

Trái phiếu nhà nước trung ương và địa phương chiếm bộ phận lớn thứ hai trong các loại hàng hóa của thị trường chứng khoán (biểu đồ 8.2). Ở một vài nước thuộc G7, chính quyền trung ương và địa phương cộng lại có cả hơn chục loại trái phiếu. Phổ biến nhất trên thị trường là:

##### (1) Tiền của kho bạc

Tiền của kho bạc hay Hối phiếu kho bạc theo cách gọi cũ (T-Bills: Treasury Bills) là sự đặt tên của Mỹ để chỉ loại trái phiếu ngắn hạn do Kho bạc phát hành. Sở dĩ có cách gọi như thế vì loại trái phiếu này được tín nhiệm trong mua bán lẫn nhau và mua bán các loại hàng hóa hữu hình khác không kém gì tiền mặt của NHTW Hoa Kỳ. Nếu để ý, chúng ta sẽ thấy trên thị trường ngoại tệ tự do, có những tờ giấy 100 USD ghi Federal Reserve Notes, có một số tờ 100 USD hình thức như vậy, nhưng ghi: Treasury Bills. Tờ thứ nhất là tiền mặt của NHTW Hoa Kỳ, tờ thứ hai là Hối phiếu kho bạc. Loại trái phiếu này có thời gian đáo hạn từ 15 ngày đến một năm. Nó là Trái phiếu kho bạc ngắn hạn. Thời gian đáo hạn bình quân là 3 hoặc 6 tháng. Trái phiếu này có các tính chất cơ bản sau:

- Có giá trị tối thiểu (giống tín phiếu Việt Nam). Không có các loại đơn vị quá nhỏ. Thí dụ như ở Hoa Kỳ, đơn vị trái phiếu này nhỏ nhất cũng phải 10.000 USD.

- Trái phiếu loại này không có lãi suất cố định như các loại trái phiếu thông thường. Tiền lãi của nó là khoản chiết khấu của Kho bạc khi phát hành dành cho người mua. Tùy theo tình hình thị trường chấp nhận nhanh hay chậm mà khoản chiết khấu này cao hay thấp.

Thí dụ với loại trái phiếu có giá trị 10.000 USD một tờ. Khi Kho bạc phát hành, các đại lý đầu giá mua, với loại 3 tháng, kho bạc có thể bán với giá 9.980 USD hoặc 9.950 USD tùy theo cung - cầu. Đáo hạn, người giữ trái phiếu mang đến Chi nhánh kho bạc. Họ bán trái phiếu lại cho kho bạc đúng với giá trị bè mặt là 10.000 USD. Họ được lãi 20 (hoặc 50). Hay có được lợi tức bằng 0,02 (hay 2%) đến 0,05 (hay 5%) trong thời gian trên. Đó là một dịch vụ đầu tư. Đứng về phía Kho bạc, nó gọi khoản tiền này là chiết khấu (Discount).

- Tỷ lệ chiết khấu không bao giờ là cố định. Có thể sáng nay với đợt phát hành thứ nhất, ít người mua, kho bạc có thể chiết khấu cao để kích thích. Sang tuần sau, khi cơn sốt

mua đã dây lên. Quá nhiều người chen lấn nhau mua sẽ làm cho tỷ suất chiết khấu thấp xuống. Nghĩa là nó dao động hoàn toàn theo cung và cầu.

- Trái phiếu loại này có thanh khoản cực cao. Nó được nhân dân coi như tiền mặt mua bán, trao đổi một cách thoải mái với các hàng hóa, tài sản khác. Chỉ mất chút ít phút thương lượng về giá cả.

Ngày 31 tháng 1 năm 1996, ở Hoa Kỳ 56,939 tỷ USD loại trái phiếu này đã được mua bán, giao dịch trên thị trường.

(2) Trái phiếu kho bạc trung hạn (Treasury Notes)

Đó là loại trái phiếu có những tính chất giống loại a, nhưng được ghi Treasury Notes và có đặc điểm chính:

- Thời gian đáo hạn thường từ 1 đến 10 năm (trung hạn)
- Lãi suất cố định, cao hơn lãi suất chiết khấu của tiền kho bạc (T-bills)
- Tiền lãi được trả 6 tháng một lần cho người chủ sở hữu.
- Có giá trị bù mặt tối thiểu. Không có những đơn vị quá nhỏ (ở Mỹ, đơn vị nhỏ nhất của loại trái phiếu này cũng phải tương đương 100 USD, thường là 1000 USD).

Chính phủ trung ương thường phát hành loại trái phiếu này để giải quyết những thâm hụt ngân sách có tính chu kỳ hoặc phục vụ cho các chi tiêu chiến lược. Riêng năm 1995, chính quyền Cộng hòa liên bang Đức phát hành đợt trái phiếu loại này, thu về tổng cộng 33,733 tỷ Deutsche Mark cho ngân sách, với thời gian đáo hạn là năm 2000. Trong tháng 2 năm 1996, chính phủ Pháp đã phát hành thêm ra thị trường 79,5 tỷ FRF cũng loại trái phiếu này. Tăng 9,8% so với tháng 12 năm 1995. Nâng tổng số trái phiếu trung hạn ngoài thị trường lên 732,7 tỷ FRF, được lưu hành và mua bán nhu tiền mặt.

(3) Trái phiếu kho bạc dài hạn (Treasury Bonds)

Loại này thường có thời gian đáo hạn tối thiểu là 10 năm trở lên, nó có một chút ít khác với các loại trung hạn và ngắn hạn là:

- Lãi suất cũng là lãi suất cố định. Ở một vài nước như Đức, Anh và Hoa Kỳ, lãi suất loại trái phiếu này được luật của Quốc hội quy định luôn (Thí dụ: 3,25% một năm trong trường hợp Hoa Kỳ).

- Tuy nhiên lợi tức thực sự của nó có thể tăng lên trong quá trình mua bán trên thị trường. Vào những lúc nhu cầu đầu tư cao, người ta có thể mua lại loại trái phiếu này từ người chủ trước cao hơn giá bù mặt, và đó là khoản lợi tức từ việc cắt giữ trái phiếu của ông ta. Vào những lúc mà thị trường thiếu người đầu tư, nhu cầu mua giảm đi. Trái phiếu chỉ được mua ở dưới giá trị bù mặt.

- Dù được mua bán ngoài thị trường dưới hay trên giá bù mặt, vào cuối mỗi năm, người có trái phiếu trên tay vẫn đến chi nhánh kho bạc để nhận tiền lãi. Do vậy, vào giai đoạn cuối năm, hay khoảng thời gian trả tiền lãi, giá của trái phiếu này trên thị trường mua bán thường rực rịch tăng lên. Lợi tức từ sự mua bán và đầu tư nó chủ yếu phụ thuộc vào giá cả thị trường (Market Rate).

- Nếu Tiền kho bạc và Trái phiếu kho bạc ngắn hạn có thể được phát hành bằng hình thức cho các ngân hàng hoặc các công ty tài chính đầu thầu trọn gói rồi bán lại cho dân, thì loại này, ngược lại, khi phát hành, Kho bạc thông báo rộng rãi trên các phương tiện đại chúng cho tất cả những ai quan tâm đều có thể tham gia kinh doanh.

- Cuối cùng loại trái phiếu này và loại trung hạn khác với Tiền kho bạc, là nó có phần ghi chú về tên họ và địa chỉ của người đang sở hữu. Do vậy, khi cần bán, cả người mua và người bán - hoặc thông qua môi giới, hoặc tự chính mình - phải mang trái phiếu đến chi nhánh hay đại lý của Kho bạc để nó sang tên như sang tên chủ quyền xe cộ... Tuy nhiên; thường thủ tục này chỉ mất từ 3 đến 5 phút, vì Kho bạc ở những nước phát triển thường có hàng ngàn chi nhánh, và hàng chục ngàn văn phòng đại lý ở khắp nơi với cách làm việc rất nhanh gọn. Cho nên, tiến trình mua bán vẫn dễ dàng.

Loại trái phiếu này không đơn thuần là phát hành vì mục đích bù đắp ngân sách, mà chủ yếu là nhằm phục vụ cho các chương trình đầu tư dài hạn, và các công việc quan trọng mang tầm chiến lược khác của chính phủ, thí dụ những chương trình lớn như xây dựng cảng,

đường cao tốc, sân bay, xây dựng thành phố mới, những hoạt động đầu tư cho việc phát triển những thế hệ sau, và các công việc mà kết quả của nó phải đến hàng 40-50 năm sau mới nhìn thấy... Những chương trình này không thể thu hút được sự chú ý của các doanh nghiệp tư nhân bởi vì thời gian hoàn vốn của nó quá lâu, cả một đời người, lãi suất hàng năm thu về lại quá thấp, tính rủi ro cao... Do vậy, nhà nước trung ương với tư cách là thiết chế đại diện toàn dân về mặt cai trị phải trực tiếp thực hiện. Việc phát hành trái phiếu loại này là để huy động sức của xã hội cho việc giải quyết các mục tiêu nói trên.

### **8.1.2.8. Trái phiếu của Chính quyền địa phương**

Chính quyền địa phương cũng được luật cho phép phát hành phiếu vay nợ để huy động tiền cho các mục tiêu kiến thiết và phát triển địa phương. Loại trái phiếu này thường có tên gọi phổ biến là trái phiếu đô thị (Municipal Bonds).

Trái phiếu đô thị thường được miễn thuế thu nhập. Nghĩa là người mua trái phiếu này được hưởng lãi suất định kỳ và tiền lãi là loại thu nhập không bị đánh thuế. Có 3 loại trái phiếu đô thị.

#### **- Trái phiếu nghĩa vụ:**

Là loại phiếu nợ do chính quyền địa phương phát hành, để huy động tiền phục vụ cho các chi tiêu xây dựng và củng cố địa phương nằm trong chương trình phát triển chung của quốc gia. Do vậy, trái phiếu được Sở thuế hay kho bạc nhà nước bảo đảm về thời gian hoàn vốn và tiền lãi. Nó là loại trái phiếu mà nhân dân có nghĩa vụ và bồn phận phải mua để hỗ trợ nhà nước vì những lợi ích công cộng. Còn số lượng nhiều hay ít là tùy mỗi người. Các chương trình như sửa chữa, xây dựng mới hệ thống cấp nước, điện, thoát nước và các loại cơ sở hạ tầng công cộng khác thường đòi hỏi vốn nhiều, và phát hành trái phiếu này là cách phổ biến để thỏa mãn nhu cầu trên. Tùy theo thời gian đáo hạn là trung hạn hay dài hạn (vì loại trái phiếu này không có ngắn hạn) mà lãi suất của nó được cố định cao hay thấp. Thông thường, lãi suất được trả là thấp hơn một chút so với các loại trái phiếu cùng thời gian khác trên thị trường trái phiếu bởi vì thu nhập từ nó không đánh thuế và hơn nữa, nó được Kho bạc bảo đảm về lãi suất thực dương trong bất kỳ tình huống nào của lạm phát. Trái phiếu nghĩa vụ còn có thể được thanh toán trả lại bằng cách khấu trừ vào tiền thuế thu nhập phải đóng của người sở hữu.

#### **- Trái phiếu thuế quan:**

Loại này cũng được các cơ quan thuế của nhà nước đảm bảo lợi tức và vốn không mất giá theo tình hình thị trường. Trái phiếu thuế quan thường được chính quyền địa phương ủy nhiệm cho Sở thuế phát hành nhằm phục vụ cho các chương trình nhất định theo từng chương trình một. Thí dụ như phát hành để xây dựng một chiếc cầu, làm một con đường mới, xây một bến cảng khác... Trái phiếu thuế quan thường là một loại phiếu nợ trung hạn.

Cả hai loại trái phiếu nói trên được ưa chuộng trên thị trường chứng khoán vì tính an toàn của nó. Người đầu tư không phải lo mất tiền, hoặc không phải lo ngại rằng khi thu hồi vốn, lãi về, giá trị thực sẽ bị thiệt vì lạm phát. Bởi Kho bạc hay Sở thuế đã đảm bảo giá trị thực của cả vốn và lãi theo thời gian. Bên cạnh đó, chính khả năng dễ bán, dễ mua của nó trên thị trường đã làm cho nó được chấp nhận nhanh như một loại tài sản không khác gì tiền mặt.

#### **- Trái phiếu lợi tức (Revenue Bonds):**

Loại cuối cùng này mang nhiều tính chất đầu tư hơn. Nó không hưởng lãi suất cố định, mà theo hiệu quả của lợi nhuận thu được từ công trình do nhà chức trách huy động để thực hiện. Thí dụ như khi chính quyền địa phương phát hành loại trái phiếu này để huy động tài chính xây một chiếc cầu mới, lợi tức những người mua trái phiếu được cao hay thấp sẽ phụ thuộc vào tiền lãi từ việc thu lệ phí qua cầu của các phương tiện giao thông sau khi trù đi toàn bộ phí vận hành và bảo trì cầu...

Ở các nước Âu - Mỹ, tình trạng này diễn ra như sau: (1) Chính quyền địa phương thông báo việc phát hành trái phiếu 7 năm để xây cầu. (2) Lợi tức được trả cho trái phiếu sẽ phụ thuộc vào lợi tức thu được từ năm thứ 3 đến năm thứ 7 (5 năm) bằng lệ phí cầu đường. (3) Trong 2 năm đầu, thời gian cầu đường được xây dựng, những người chủ trái phiếu không được hưởng

lãi bởi vì chương trình chưa tạo ra lãi. (4) Lãi từ năm thứ 3 đến năm thứ 7 sẽ được tính chung với việc thanh toán lại vốn vào thời gian đáo hạn. (5) Nếu lệ phí qua cầu không những đủ hoàn vốn trong thời gian đó, mà còn tạo ra lãi nhiều, các chủ nhân trái phiếu sẽ được chia lãi rất cao. (6) Mọi việc đều được thông báo công khai trên các phương tiện đại chúng.

Ngược lại, nếu trong khoảng thời gian nói trên, từ năm thứ 3 đến thứ 7, lợi nhuận thu được chưa đủ trả vốn và hoàn toàn chưa có đồng lãi, cơ quan phát hành chỉ có trách nhiệm thanh toán vốn mà không bị buộc phải trả lãi cho vốn nói trên.

Loại trái phiếu này, do vậy có nhiều tính rủi ro hơn đi kèm với những khả năng lợi nhuận cao. Nó ít phổ biến bằng 2 loại trên.

Trong những thời kỳ mà thuế lợi tức (Income Tax) tăng cao, Trái phiếu đô thị rất được mọi người thích bởi vì, nếu trái phiếu đô thị tạo ra lãi suất 6% một năm, lãi suất đó sẽ là tương đương với lãi suất 12% năm ở các loại trái phiếu công ty nếu mức thuế phải đóng là  $\approx 50\%$ . Nhưng rất hiếm khi các loại trái phiếu công ty có lãi suất cao hơn trái phiếu đô thị như thế. Trong trường hợp thuế lợi tức là 35%, một trái phiếu phải chịu thuế lợi tức, có mức lãi 10% chỉ bằng với một trái phiếu đô thị với mức lãi 6,5% do nó không phải chịu thuế. Tuy vậy, vào những khi nhà nước giảm thuế để kích thích tiêu dùng và sản xuất, việc phát hành trái phiếu đô thị thường khó khăn nếu lãi thu được từ nó quá thấp.

#### 8.1.2.9. Các loại trái phiếu khác

Các loại tiền của NHTG đã được bàn ở chương 2 phần 2.1 như: Séc, thẻ thanh toán, thẻ du lịch các loại, chứng thư tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm các loại, trái phiếu tiết kiệm của ngân hàng, các tổ chức tài chính và kho bạc, RPs, trái phiếu Euro-dollars, các loại chứng thư khác về tiền gửi ngắn hạn từ 1 đêm cho đến vài tuần của các đơn vị tài chính trên thị trường tài chính - tiền tệ, và kể cả các loại chứng thư về tài sản có thanh khoản cao (như hàng hóa dễ tiêu thụ - kim loại quý...), dễ chuyển thành tiền mặt... đều là các dạng khác nhau của phiếu nợ như các loại chứng khoán ta vừa phân tích. Đơn vị phát ra chứng thư: ngân hàng, công ty tài chính, kho bạc... là chủ thể vay. Thông qua chứng thư, họ xác nhận việc vay của họ, số lượng tài sản đã vay... Người sở hữu chứng thư là chủ tài sản đã cho vay hoặc ký gửi.

Tính chất của các loại chứng thư nói trên, do đó, không khác gì chứng khoán, vì chúng đều là các dạng khác nhau của phiếu nợ. Giống như trái phiếu khác, chúng có thể được dùng để mua bán, thanh toán, thế chấp để chuyển thành tiền mặt, và việc chuyển thành tiền mặt cũng dễ dàng khi đến hạn, hay dự trữ để lấy lãi. Vì ngân hàng hay các công ty tài chính cũng là một doanh nghiệp như các công ty khác, trái phiếu phát ra, dù được gọi tên là gì, cũng phải đánh đổi bằng cách đem tiền mặt đi mua, ký gửi hoặc cho vay. Nó là một bộ phận quan trọng của chứng khoán.

Tóm lại, hàng hóa của thị trường tài chính là những loại hình thay thế của tiền mặt. Để có nó, nhân dân phải đem tiền mặt đi đổi dưới các hình thức như mua, ký gửi, cho vay... và sở dĩ người ta làm như vậy vì hàng hóa của thị trường tạo ra lãi suất mà tiền mặt thì không, trong khi chỉ có khoảng cách cực kỳ ngắn giữa các công cụ này và tiền mặt về sự tiện lợi trong thanh toán, trao đổi. Khi thị trường tài chính đã phát triển, người ta đều có thể chuyển nó thành tiền mặt dễ dàng chỉ với chút ít thời giờ, rất ít tốn kém chi phí và thủ tục. Với những tính năng như thế, hàng hóa của thị trường tài chính - tiền tệ còn được gọi là những loại hình gần tiền (Near Money) hoặc là hình thức hỗn hợp giữa tiền và phương tiện đầu tư. Xã hội ngày càng đi lên, người ta càng thích cất giữ, sử dụng loại hàng hóa hay tiền này hơn tiền mặt. Bởi lẽ đơn giản nó cũng là tiền mà sinh ra lãi mỗi ngày. Kinh tế càng phát triển, con người càng biết tiết kiệm thời giờ và chi phí hơn. Cho nên, giữ chứng khoán hay hàng hóa của thị trường tài chính tiền tệ là cách chống lãng phí những giá trị làm ra được. Cũng như, nhân nó lên để phục vụ cho nhu cầu phát triển cuộc sống trong tương lai.

Thế gian không hề có tài sản từ trên trời rơi xuống. Mọi giá trị hay của cải mà các cá nhân có được vào bất cứ lúc nào, đều là kết quả của mồ hôi, trí tuệ và tâm huyết của chính con người. Do vậy, người biết trân trọng các giá trị chân chính sẽ luôn luôn không làm lãng phí tài sản một cách vô ích. Bởi đắp, tìm biện pháp để tăng thêm tính hiệu quả và giá trị của

những cái có được là việc làm tốt nhất. Đó là lý do giải thích vì sao, đời sống càng phát triển bao nhiêu, nhân dân các quốc gia công nghiệp trên thế giới càng ít giữ tiền mặt bấy nhiêu, chỉ sử dụng tiền chứng khoán. Thị trường tài chính - tiền tệ và hàng hóa của nó, các loại trái phiếu hay chứng khoán, đã phục vụ một cách đắc lực cho việc kinh tế hóa và lợi ích hóa tài sản của nhân dân, bên cạnh việc huy động các nguồn lực khan hiếm cho hoạt động kinh tế của xã hội.

Bảng 8.3 cho thấy rằng lượng chứng khoán tồn tại và lưu hành như là một phuơng tiện trao đổi, mua bán, đầu tư trong nền kinh tế. Các nước Hoa Kỳ, Đức, Pháp, Hàn Quốc, từ năm 1991 đến quý 1 năm 1996, như một bộ phận của cung ứng tiền L trong nền kinh tế. Số lượng chứng khoán nhiều gấp 5 lần (Hàn Quốc) đến hơn 20 lần (Pháp) lượng tiền mặt của chính phủ. Đó là một minh chứng của xu hướng tiết kiệm cũng nhu cầu muôn làm lợi thêm từ tài sản đã có của nhân dân các nước nói trên.

**Bảng 8.3: Tiền mặt và các loại trái phiếu hay chứng khoán khác  
trên thị trường tài chính - tiền tệ của một số nước từ năm 1991 đến quý I - 1996**

Các nước \ Năm	1991	1992	1993	1994	1995	Quý I/1996
1) Hoa Kỳ (tỷ USD)						
a) Tiền mặt	267,4	292,8	322,1	354,5	373,2	373,6
b) Tiền chứng khoán các loại	4.722,4	4.766,5	4.823,7	4.915,3	5.321,9	5.705,9
2) Cộng hòa liên bang Đức (tỷ Deutsche Mark):						
a) Tiền mặt	194,6	227,3	238,6	250,9	263,5	268,9
b) Tiền chứng khoán các loại	2.969,0	3.423,7	4.030,5	4.438,6	4.879,0	4.971,6
3) Pháp (tỷ FRF):						
a) Tiền mặt	264,0	258,4	252,9	255,1	255,9	242,2
b) Tiền chứng khoán các loại	4.966,5	5.221,0	5.073,1	5.003,6	5.350,8	5.209,9
4) Hàn Quốc (tỷ won):						
a) Tiền mặt	9.102,3	9.807,7	13.883,5	15.008,9	17.323,8	15.589,7
b) Tiền chứng khoán các loại	49.743,2	57.012,0	61.966,1	72.439,8	85.105,7	153.452,7

Nguồn: Federal Reserve Bulletin, Deutsche Bundesbank Monthly Report, Banque de France Bulletin Digest & Bank of Korea Statistical Economic Indicators

**Bảng 8.4: Hàng hóa và xuất xứ của hàng hóa  
trên thị trường tài chính- chứng khoán**

Nơi sản xuất hoặc nơi tạo ra hàng hóa			Loại hàng hóa và tên gọi		Phương thức để có hàng hóa
Khu vực	Bộ phận	Tên gọi	Nhóm cổ phiếu	Nhóm trái phiếu	
Doanh nghiệp	Kinh doanh tiền tệ và tài chính	Ngân hàng	Cổ phiếu ngân hàng	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Séc, tín phiếu, thẻ thanh toán, du lịch...</li> <li>- Chứng thư tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm.</li> <li>- Chứng thư tiền gửi các loại (CDs).</li> <li>- RPs, EuRo-dollar.</li> <li>- Chứng thư tài sản khác</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đem tiền mặt ký gửi vào ngân hàng</li> <li>- Hoặc đem tiền mặt để mua</li> </ul>
		Các công ty và tổ chức tài chính khác ngân hàng	Cổ phiếu ưu đãi - Cổ phiếu thường.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Séc, Traveler check, Visa, Master, Credit, Debit card, Trái phiếu các loại</li> </ul>	

	Kinh doanh hàng hóa hữu hình	Xí nghiệp, công ty nhỏ và vừa	- Cổ phiếu ưu đãi. - Cổ phiếu thường.	Thương phiếu. Trái phiếu các loại.	Đem tiền mặt để mua
	Kinh doanh tổng hợp: hàng hóa hữu hình & tài chính tiền tệ	- Tập đoàn công nghiệp - Các công ty đa quốc gia - Các công ty & xí nghiệp lớn	- Cổ phiếu ưu đãi. - Cổ phiếu thường - Cổ phiếu dành riêng cho ngân hàng (Private Placements)	- Séc, Traveler check, Visa, Master, Credit, Debit card. - Thương phiếu - Trái phiếu công ty, Trái phiếu Junk, Trái phiếu chuyển đổi, các loại phiếu nợ khác.	Đem tiền mặt để mua
Nhà nước	Trung ương	Kho bạc nhà nước	- Cổ phiếu kho bạc - Cổ phiếu tài nguyên các loại	- Tiền của kho bạc - Trái phiếu kho bạc trung hạn (công trái) - Trái phiếu kho bạc dài hạn - Các loại phiếu nợ khác	Đem tiền mặt để mua
	Địa phương	- Chính quyền tỉnh, thành phố trực thuộc trung ương - Sở thuế của chính quyền địa phương		- Trái phiếu nghĩa vụ - Trái phiếu thuế quan - Trái phiếu lợi tức	Đem tiền mặt để mua

Bảng 8.4 thuyết minh ngắn gọn về hàng hóa các loại của thị trường tài chính - tiền tệ, xuất xứ và phương thức để sở hữu được nó. Sau khi đã có được cái nhìn khái quát về hàng hóa rồi, vấn đề tiếp theo sẽ là có sự khác nhau nào giữa hình thức mua bán các loại hàng hóa nói trên hay không? Để giải đáp câu hỏi này, chúng ta cần đi vào tìm hiểu các loại thị trường tài chính - tiền tệ. Bởi vì sự khác nhau về hình thức và tính chất mua bán được thể hiện thông qua những đặc điểm của mỗi loại thị trường.

## 8.2. CÁC LOẠI THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH - CHỨNG KHOÁN

Từ thập niên 60, ở châu Âu và Bắc Mỹ đã có rất nhiều ý kiến trái ngược nhau về cách gọi tên cho những thành phần của thị trường tài chính - tiền tệ. Sự mâu thuẫn phát từ chỗ có nhiều quan điểm cho rằng các nhóm trong khu vực của thị trường tài chính có biên giới rất không rõ ràng. Tính chất và hoạt động của các nhóm hay khu vực này gần như giống nhau và do vậy không nên phân định ra thành những bộ phận với cách gọi riêng biệt.

Một số ý kiến còn lại thì cho rằng tuy từng nhóm thị trường có những quy luật hoạt động gần giống nhau và việc mua bán trái phiếu, cổ phiếu và các loại phiếu nợ khác đều diễn ra chung trong một phạm trù có tên gọi là thị trường tài chính - tiền tệ, nhưng không vì thế mà chúng không có những nét đặc biệt và độc lập để phân biệt một cách rõ ràng giữa loại thị trường này với loại thị trường khác. Hơn nữa, thị trường tài chính - tiền tệ nói chung, càng phát triển cao hơn và bành trướng hơn về quy mô thì nó càng bộc lộ xu hướng phân nhỏ và chuyên môn hóa về mặt tổ chức và hoạt động. Có rất nhiều loại hàng hóa chỉ diễn ra ở hình thức mua bán này mà gần như không hề diễn ra dưới hình thức mua bán khác. Do xu hướng tách bạch về mặt hoạt động và phương thức mua bán cho từng loại hoặc từng nhóm hàng hóa, việc định danh cho từng nhóm thị trường càng ngày càng thăng thê. Vì vậy đến thập niên 80,

hầu như các nước phát triển đều thống nhất rằng có 5 loại thị trường nhỏ hơn trong khái niệm chung: Thị trường tài chính - tiền tệ theo hai cách phân loại đó là:

### 8.2.1. Phân loại theo cấp độ mua bán

#### 8.2.1.1. Thị trường thứ nhát

Thị trường sơ cấp hay thị trường cấp một (Primary Market) chỉ chuyên mua và bán các loại chứng khoán đang phát hành hay chứng khoán mới (New Security), với hình thức đấu thầu mua bán sỉ. Các loại hàng hóa mới như cổ phiếu, trái phiếu của công ty và kho bạc khi muốn phát hành đều được đem ra thị trường này.

Giả như kho bạc muốn phát hành ra thị trường 1 tỷ VND chứng khoán mới, nó thông báo rộng rãi và công khai nhiều ngày ra thị trường này. Quá trình bán và mua diễn ra giữa nhà đầu tư và kho bạc thường thông qua một trung gian đó là ngân hàng. Ngân hàng này được gọi là Ngân hàng đầu tư (Investment Bank) hay Ngân hàng bảo hiểm phát hành. Nó bảo hiểm về cái gì: (1) đó là sự bảo đảm giá cố định của chứng khoán trong quá trình phát hành, và (2) bảo đảm rằng lãi suất được trả (trong trường hợp của trái phiếu) cũng sẽ được cố định cho dù thị trường lãi suất có biến động tới đâu. Hoạt động bảo hiểm này được biểu lộ dưới hình thức một viên chức cao cấp của ngân hàng sẽ ký tên vào dưới các tấm trái phiếu hay cổ phiếu sắp được đem bán (Under-Writing).

**Bảng 8.5: Một số ngân hàng và công ty bảo hiểm cho việc phát hành chứng khoán trên thị trường Châu Âu vào năm 1991**

Đơn vị bảo hiểm	Giá trị chứng khoán bảo hiểm (Tỷ USD)	Tỷ lệ % thị trường
Công ty chứng khoán Nomura	22,1	8,4
Deutsche Bundesbank	18,0	6,9
First Boston Bank	17,6	6,7
Công ty chứng khoán Daiwa	17,2	6,5
Goldman Sachs	14,7	5,6
Morgan Stanley	9,8	3,7
Ngân hàng Paribas	11,2	4,2
Công ty chứng khoán Yamaichi	10,0	3,8
Công ty chứng khoán Nikko	10,0	3,8
Merrill Lynch	9,8	3,7
Chứng khoán không có bảo hiểm	122,5	46,6
<b>Tổng cộng</b>	<b>263,0</b>	<b>100,0</b>

Tất cả các thông tin về số lượng chứng khoán sẽ được phát hành, giá cả, lãi suất, thời gian đáo hạn của nó, đơn vị chịu trách nhiệm phát hành (nhà nước hay doanh nghiệp), ngân hàng bảo hiểm cho việc phát hành, nơi phát hành và các thông tin khác... được thông báo từ một hai hôm đến nhiều ngày trước đây. Ở hầu hết các trường hợp, ngân hàng bảo hiểm thường trực tiếp bỏ tiền ra để ôm hết lô chứng khoán (nếu nó là loại chứng khoán có độ an toàn cao như chứng khoán của kho bạc, của các tập đoàn công nghiệp lớn...). Sau đó, nó bán lại ra thị trường thứ nhát này với giá cao hơn giá mà nó mua để kiếm lời. Thực ra ngân hàng bảo hiểm không là nhà đầu tư mà nó chỉ là nhà kinh doanh hoặc môi giới cho việc phát hành. Lợi tức nó hưởng được từ việc bảo hiểm là đơn vị phát hành sẽ bán cho nó nguyên lô với giá rẻ hơn một ít so với giá thông báo cho thị trường. Khoản chênh lệch là phần thu từ công sức bảo hiểm và phát hành.

Ở một vài nước, ngân hàng thương mại, một bộ phận của NHTG, không được phép bảo hiểm cho trái phiếu của các công ty và tập đoàn tư nhân. Tại Hoa Kỳ, Luật Glass - Steagall năm 1933 chỉ cho NHTM được bảo hiểm trái phiếu các loại của nhà nước. Ngược lại, các NHTG đặc biệt như ngân hàng đầu tư thì được phép bảo hiểm và kinh doanh tất cả các loại trái phiếu mới phát hành.

Thao tác mua bán trên thị trường thứ nhất thường diễn ra trên máy tính, Telex, điện thoại hoặc các phương tiện liên lạc hiện đại giữa chủ thể phát hành và ngân hàng bảo hiểm. Đến lượt các ngân hàng, sau khi đã ôm trọn lô chứng khoán, nó bắt đầu liên hệ cũng trên mạng, hoặc điện thoại với các công ty tài chính, công ty kinh doanh, các nhà đầu tư lớn để bán ra. Quan hệ giữa chủ thể phát hành chứng khoán - ngân hàng bảo hiểm - các nhà đầu tư chứng khoán là một hệ thống mảnh xích chặt chẽ hình thành nên quan hệ thị trường. Trong đó ngân hàng bảo hiểm là nhà đàm phán để hoạt động mua bán được diễn ra thuận lợi. Thường thường, để thực hiện tốt vai trò trung gian này, các NHTG hình thành cho nó một danh mục ABC về các loại chứng khoán có thể được nó bảo hiểm khi phát hành. Danh mục này bao gồm các loại chứng khoán của nhà nước và một số chứng khoán an toàn khác của những công ty tên tuổi. Người ta thường gọi nó là Danh mục đầu tư (Portfolio Investment).

Nó cũng lập một danh sách thứ hai để hệ thống về thân chủ sẽ mua chứng khoán của nó. Đây là các thân chủ có thừa tiền mặt và làm ăn với ngân hàng một cách có uy tín xưa nay. Đối tượng rất rộng, từ các công ty tài chính chuyên mua đi bán lại chứng khoán, các tổ chức tín dụng, các quỹ tiết kiệm, quỹ tương trợ, quỹ hưu trí, các công ty bảo hiểm thừa vốn, cho đến các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Sau khi đã đấu thầu giá và mua được cả lô, thông thường các nhà đầu tư hay kinh doanh này mang nó ra thị trường thứ hai để mặc cả và bán như một loại hàng hóa bình thường.

#### **8.2.1.2. Thị trường thứ hai**

Thị trường thứ cấp (Secondary Market) hay Thị trường cấp hai là thị trường mua đi và bán lại những chứng khoán cũ. Thị trường thứ cấp làm cho hàng hóa của thị trường tiền tệ tài chính được liên tục lưu hành, từ tay cá nhân này qua chủ thể khác mỗi giờ, mỗi phút trong ngày.

Trong thập niên gần đây, ở các nước G7, thị trường thứ hai mua bán cả các khoản tín dụng tiêu dùng và cho vay thương mại của các NHTG. Nếu bạn hoặc công ty của bạn vừa được ngân hàng ký hợp đồng chấp thuận cho vay tiền để sử dụng, quyền sử dụng vốn được thể hiện bằng một chứng thư cho phép viết séc để chi tiêu, nhưng ngày hôm sau, do tình hình thay đổi, có thể bạn không còn cần tiền nữa. Trong khi không thể trả cho ngân hàng khoản vừa vay vì hợp đồng đã ký với nó, thí dụ, là 3 tháng, bạn có thể mang nó ra thị trường thứ hai cho người khác, những người không có đủ điều kiện vay trực tiếp từ ngân hàng, vay lại.

Năm 1991, khối lượng mua đi bán lại các loại chứng khoán trên thị trường thứ hai của Hoa Kỳ bình quân lên đến 140 tỷ USD mỗi ngày. Các nhà kinh tế vẫn cho rằng, nếu cộng đủ các giao dịch bán lẻ giữa người với người về một hoặc một vài chứng khoán, con số về giao dịch nói trên không phải chỉ là 140 tỷ USD mà còn cao hơn nhiều. Nếu bạn mang chứng khoán của mình ra thị trường thứ hai để bán, bạn có thể tìm thấy ở đó có rất nhiều nhà đầu tư cá nhân đang chờ mua, và không khó khăn gì để mặc cả và thực hiện việc mua bán chứng khoán của bạn. Với những công ty đầu cơ chứng khoán với số lượng lớn, nó không thể làm công việc bán lẻ trực tiếp như thế, nó thực hiện việc bán thông qua những tác nhân hoặc công ty chuyên làm môi giới (Brokers) có mặt khắp nơi trên thị trường.

Nếu các nhà kinh doanh mua hoặc bán (Dealers) là những tác nhân tạo ra thị trường, thì môi giới là chất xúc tác làm cho thị trường vận động tốt hơn. Phản tiếp chúng ta sẽ bàn tới các tác nhân và vai trò của họ. Khi một công ty hoặc một chủ đầu tư cần bán lô chứng khoán của họ đầu cơ thông qua môi giới có hàng tá sổ sách theo dõi về khách hàng của họ, về người mua kẻ bán... Rất nhiều thương vụ được mua bán thông qua điện thoại hoặc điện tín. Sau khi thống nhất về số lượng, loại chứng khoán và giá cả với người bán, đơn vị môi giới quay sang điện đàm để thỏa thuận với người mua về giá cả, loại chứng khoán, số lượng. Quá trình giao dịch trên có thể diễn ra từ 5 phút đến một vài ngày tùy theo sự quyết định nhanh hay chậm trong mặc cả giá. Khi mọi thương lượng đã đạt đến thống nhất, chứng khoán và tiền được chuyển giao lẫn nhau giữa hai chủ thể bán và mua. Người môi giới hưởng được tiền hoa hồng hay Brokerage Fee của họ.

Tuy nhiên, cũng có nhiều loại chứng khoán không dễ tìm được người mua. Nó được đem ra bán theo kiểu niêm yết tại Sở giao dịch (có nơi còn gọi là Thị trường cấp 3). Bên bán và bên

mua mỗi bên ở về một phía. Giá cả, số lượng, loại chứng khoán được niêm yết bằng bảng chữ điện tử. Quyết định mua bán được bày tỏ công khai và chung quanh sàn giao dịch hàng trám hoặc hàng ngàn người theo dõi, la hét và vẫy tay với các đối tượng khác khi cần trao đổi hoặc quyết định bán mua. Cảnh tượng nào nhiệt với đúng nghĩa của “cái chợ”. Tùy theo sự thông báo trước, hoa hồng cho công ty môi giới sẽ có thể được trả bởi người bán hoặc người mua.

Cũng thuộc nhóm thị trường thứ cấp, nhưng chứng khoán của kho bạc thường được mua bán nhẹ nhàng và ít ồn ào hơn trong một bộ phận mang tên là Thị trường Ghi sê ngân hàng hay thị trường OTC (Over - The Counter Market). Đây là nhóm thị trường mà hàng hóa được phân tán nhỏ theo lô rải ra ở nhiều vị trí khác nhau trong nhiều trung tâm mua bán khắp địa phương, chứ không tập trung vào một nơi nhất định như Sở giao dịch.

### **8.2.2. Phân loại theo đặc trưng của hàng hóa**

#### **8.2.2.1. Thị trường vốn**

Với những chứng khoán dài hạn từ 1 năm đến 40 hoặc 50 năm, thị trường vốn là nơi dành riêng cho việc mua bán các loại này. Do tính vĩnh viễn của cổ phiếu, theo sự tồn tại của công ty, thị trường cổ phiếu (Stock Market) cũng là một bộ phận của thị trường vốn (Capital Market).

Thị trường cổ phiếu chiếm bộ phận rất lớn trong thị trường vốn. 35% lượng cổ phiếu của thị trường là do các cá nhân sở hữu và họ mua bán với nhau mỗi ngày. 65% còn lại của lượng cổ phiếu trên thị trường này thực ra cũng là sở hữu của các cá nhân thông qua việc tổ chức tiết kiệm, các quỹ trợ cấp, hưu trí, các công ty bảo hiểm, vay vốn của họ rồi đầu tư, nắm giữ.

Bộ phận lớn thứ hai của thị trường vốn là các khoản cho vay cầm cố (Mortgage Loans: MLs) và vốn vay chậm trả (Installment Loans). Quá trình mua bán các khoản vốn này giữa người có đặc quyền hưởng và người đang cần cũng diễn ra sôi động không kém gì thị trường thứ hai. Vì MLs và Ils là những khoản vốn hầu hết là dài hạn, từ 3 năm trở lên, cho nên nó là chứng khoán dài hạn. Có 2 loại thị trường MLs:

- Vốn cầm cố chứng thư về nhà ở;
- Vốn cầm cố chứng thư về đất đai nông nghiệp hay hàng hóa hưu hình.

Một người xây xong khu nhà để bán trả góp. Trong thời gian những người mua nhà tiếp tục ở và tiếp tục trả tiền nhà, cả người ở và chủ khu nhà đều có thể đem chứng thư chủ quyền đi bán lại trên thị trường MLs. Bên cạnh đó, các chủ nhân đã sở hữu thực sự về nhà ở, đất đai, hàng hóa hưu hình khác... cũng có thể cầm cố chứng thư nhà cho ngân hàng, nhận chứng thư hoặc quyết định cho vay vốn cầm cố (MLs) do ngân hàng cấp rồi đem bán nó lại trên thị trường vốn cho những chủ thẻ đòi vốn kinh doanh với lãi suất cao hơn, và thời gian đáo hạn trùng với ngày hẹn trả nợ cho ngân hàng. Bằng cách này, họ vừa có nhà để ở, vừa có thể làm lợi thêm từ chính căn nhà nói trên. MLs là thị trường khá phổ biến ở Bắc Mỹ.

Do việc mua đi bán lại vốn MLs như vậy, nhiều ngân hàng và tổ chức tài chính vừa là kẻ phát ra MLs, mà cũng đồng thời là những nhà đầu cơ MLs của các ngân hàng và tổ chức tài chính khác. Bảng 8.5 cho biết về lượng chứng khoán MLs mà một số tổ chức tài chính đang đầu cơ trong nền kinh tế Hoa Kỳ vào cuối tháng 12 năm 1991. Hơn 1900 tỷ USD vốn MLs đã được dịch chuyển và mua bán trên thị trường vốn vào thời điểm nói trên.

**Bảng 8.6: Tổng giá trị của MLs được đầu cơ bởi một số tổ chức tài chính và ngân hàng ở Hoa Kỳ tháng 12/1991**

Nhóm các tổ chức tài chính và ngân hàng	Lượng MLs sở hữu	Tỷ USD
Ngân hàng thương mại	870,8	
Các tổ chức tiết kiệm	754,8	
Các công ty tài chính	49,0	
Các công ty bảo hiểm	259,2	
<b>Tổng cộng</b>	<b>1933,8</b>	

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin, January 1992, P.A14*

Nhóm lớn thứ ba của thị trường vốn là thị trường trái phiếu dài hạn của các công ty. Những đơn vị bảo hiểm và các Quỹ xã hội là những chủ thể mua và đầu tư loại chứng khoán này nhiều nhất. Chỉ riêng các công ty bảo hiểm đã đầu tư từ 1/3 đến ½ tổng lượng trái phiếu công ty dài hạn trên thị trường.

Bộ phận cuối cùng của thị trường vốn là thị trường chứng khoán dài hạn của nhà nước, bao gồm các loại chứng khoán của kho bạc trung ương và trái phiếu đô thị của chính quyền địa phương. Từ các cá nhân cho đến các doanh nghiệp đều có thể tham gia mua bán, đầu tư các loại chứng khoán dài hạn này.

### 8.2.2.2. Thị trường tiền tệ

Thị trường vốn nói trên chỉ mua bán các loại chứng khoán dài hạn. Chứng khoán ngắn hạn của nhà nước từ 1 năm trở xuống và các loại ngoại tệ lẩn tiền trong nước, được mua bán trên thị trường tiền tệ (Money Market).

Thị trường tiền tệ không mua bán duy nhất chỉ có tiền. Các chứng thư tiền gửi (CDs) loại lớn của NHTM cũng là hàng hóa của thị trường này. Đặc trưng nổi bật nhất của thị trường tiền tệ ở chỗ hầu hết hàng hóa của nó có thanh khoản cao đến tuyệt đối cao, bởi lẽ thời gian đáo hạn của chúng ngắn, đến rất ngắn và tiền mặt thì có thanh khoản cao nhất. Lâu nhất là 12 tháng mà ngắn nhất là 1 đêm hay 24 giờ. Do khả năng thanh khoản cao như tiền của tất cả các loại hàng hóa mà người ta gọi đây là thị trường tiền tệ.

Ngoài trái phiếu ngắn hạn của kho bạc và CDs, hai loại chủ yếu, có thể nói là hầu hết các loại trái phiếu ngắn hạn khác như thương phiếu và các loại chứng thư nợ do ngân hàng phát ra đều là vật mua bán của thị trường này. Một cách khác, ngoại trừ các khoản nợ dài hạn hơn 1 năm trở lên, tất cả khoản mục trong tài sản nợ của NHTG mà chúng ta đã phân tích ở đoạn 7.2 chương 7, đều là hàng hóa của thị trường tiền tệ.

Vì là doanh nghiệp kinh doanh thị trường, các ngân hàng là tác nhân bán và mua cũng như phát hành hàng hóa chủ chốt cho thị trường này. Khi ngân hàng nhận tiền ký gửi của nhân dân để rồi phát ra các loại phiếu nợ như: séc, sổ ký thác có kỳ hạn và tiết kiệm, CDs, hoặc vay tiền bằng cách bán ra trái phiếu, tín phiếu RPs, Euro - Dollar, vay của NHTW, vay dự trữ liên ngân hàng... nó làm xuất hiện các dạng hàng hóa hoàn toàn dễ dàng trong việc mua bán, thanh toán, chuyển dịch hoặc cất giữ để sinh lãi. Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng chứng khoán ngắn hạn do các công ty khác ngân hàng và kho bạc phát ra, không thuộc phạm vi mua bán của thị trường này mà là thuộc thị trường trái phiếu. Thị trường tiền tệ chỉ dành riêng cho những giao dịch trao đổi những loại chứng khoán, phiếu nợ gần tiền nhất, và thực chất vẫn thường được xem là không khác gì tiền.

### 8.2.2.3. Các loại thị trường khác

Những loại chứng khoán có thanh khoản kém hơn hoặc phải tốn nhiều chi phí hơn trong giao dịch và mua bán, được sáp vào nhóm hàng hóa của một số loại thị trường phổ biến sau.

#### 8.2.2.3.1. Thị trường CMOs

Là thị trường mua bán các loại phiếu nợ được phát ra có thể bởi ngân hàng, một công ty kinh doanh hàng hữu hình hoặc công ty tài chính. Điểm đặc biệt để tách bạch loại chứng khoán này với các loại chứng khoán ở các thị trường kia, là loại chứng khoán này được phát ra dựa trên sự bảo đảm thanh toán nợ vay và tiền lãi, bằng hàng hóa hữu hình hay hiện vật như bất động sản, xe cộ, nhà cửa...

Một công ty kinh doanh bất động sản như công ty X với chủ quyền 100 ha đất trong tay (thí dụ như thế) khi kẹt tiền bắt ngòi nó có thể tiến hành vay bằng cách phát ra trái phiếu. Căn cứ trên giá trị hiện tại cộng với khả năng trượt giá từ nay đến ngày đáo hạn trái phiếu của đất, nó định ra số tiền cần vay và lãi..., sau đó, tính ra số lượng phiếu nợ cần phát hành. Thí dụ:

- Giá trị hiện tại của 1 ha đất: 1.000 triệu
- Giá sẽ trượt cho đến 2 năm sau là 200 triệu (20%)

$$\sum \text{giá chính thức của đất} = 1.200 \text{ triệu/m²}$$

Giả sử công ty X quyết định dùng 1 ha đất làm vật bảo đảm để phát hành 100 trái phiếu thời gian đáo hạn 2 năm, với lãi suất sẽ trả là 25% trong 2 năm. Sau 2 năm, 1 trái phiếu

được trả cả vốn lẫn lãi là 12.000.000 hay 1/100 của ha đất. Lúc đó giá một trái phiếu hiện nay, vào lúc phát hành sẽ là:

$$P_1 = P_2 / (1+r) = 12.000.000 / (1+0,25) = 9.600.000$$

Công ty X sẽ bán ra 100 trái phiếu, thu về được 960 triệu. Đúng 2 năm sau, trái phiếu đến hạn sẽ được trả bằng đất. 100 người sở hữu 100 trái phiếu sẽ chia nhau ha đất nói trên. Tuy nhiên, trong suốt thời gian 2 năm cho đến ngày đáo hạn, trái phiếu có thể được mua đi bán lại theo giá thỏa thuận trên thị trường. Và nếu công ty X, hoặc một ai đó có tiền, hoàn toàn được phép mua lại toàn bộ 100 trái phiếu nói trên để sở hữu cả ha đất vào cuối năm thứ 2. Cần nhớ rằng, trong thời gian này đất vẫn thuộc về công ty X, nó có thể canh tác, trồng tía nhưng không được đem bán lại hoặc thế chấp vào đâu nữa cả. Thông thường, ngân hàng sẽ giữ chứng thư đất khi X phát hành ra chứng khoán để vay tiền.

Chính sự ra đời và phát triển nhanh chóng của hình thức thị trường này, Thị trường CMOs (Collateralized Mortgage Obligations), vào giữa thập niên 80 ở châu Âu và Bắc Mỹ, đã thúc đẩy những hình thức vay nợ tương tự với vật đảm bảo ngoài bất động sản còn là xe cộ, tàu bè, chủ quyền những đường bay hoặc hầm mỏ, hoặc chủ quyền thu lệ phí cầu, đường... Một công ty lớn sau khi đã bỏ tiền túi ra xây một chiếc cầu hoặc một đường cao tốc... theo thỏa thuận giữa nó và chính phủ, nó được phép thu lệ phí qua cầu, đường trong 15 năm (thí dụ như thế) để hoàn vốn và lãi. Để nhanh hoàn vốn nó có 2 cách: (1) đem bán đấu giá chủ quyền thu lệ phí nói trên trên thị trường vốn, hoặc (2) Phát hành trái phiếu vay tiền của thị trường với vật bảo đảm là quyền thu lệ phí từ năm nào đến năm nào. Trái phiếu loại này được bán rộng rãi trên thị trường CMOs. Trong trường hợp lưu lượng giao thông trên tuyến cầu hoặc đường ấy là cao, đồng đúc, trái phiếu sẽ được mua bán rất nhanh vì lợi nhuận hấp dẫn thấy trước mắt của việc thu lệ phí.

Một cá nhân có xe cộ, tàu bè, có thể đem giấy chủ quyền làm vật bảo đảm, ra thị trường CMOs để vay tiền kinh doanh hay tiêu dùng thông qua các công ty môi giới. Nếu đáo hạn trả được nợ thì tiếp tục sở hữu xe, tàu. Nếu không trả nổi nợ, chủ quyền sẽ thuộc về người sở hữu trái phiếu.

Nhìn chung, hoạt động của thị trường CMOs giống như hoạt động dùng hiện vật để thế chấp hay cầm cố vay nợ. Nó giúp giải quyết tài chính cho nhiều trường hợp không thể vay được từ ngân hàng vì hoạt động của CMOs đơn giản được thực hiện theo thỏa thuận giữa bên vay tài sản và bên cho vay không quá cẩn thận như ngân hàng. Hơn nữa, nó thích ứng cho nhiều loại tài sản khác nhau và rất đa dạng chứ không phải bị ràng buộc vào một số loại tài sản nhất định như ngân hàng. Một chủ NHTG để yên tâm cho vay cầm cố xe cộ, sẽ yêu cầu thân chủ muốn vay đem cả xe và giấy tờ đưa vào kho cho ngân hàng cất giữ. Như vậy, thân chủ X sẽ không còn xe mà đi. Ngược lại, nếu X đem xe và chủ quyền ra CMOs, ông Y cho vay sẽ chỉ cần làm hợp đồng nhận chủ quyền xe và giấy nợ của X là đủ. X cứ việc sử dụng xe để làm việc, trong thời gian X sử dụng vốn vay. Nếu ông Y kẹt tiền bất ngờ, ông ta sẽ lại bán phiếu nợ kèm chủ quyền xe của X cho một người bất kỳ nào đấy trên thị trường CMOs để thu lấy tiền mặt. Đáo hạn, người sở hữu phiếu nợ cuối cùng sẽ làm việc nơi X để thu hồi vốn và lãi hay lấy xe với tình trạng xe đã thỏa thuận trước.

Thị trường CMOs làm cho mọi chứng thư tài sản khác trong cuộc sống của nhân dân đều có thể trở thành vật cầm cố để vay nợ dễ dàng. Tháng 2/1996, các nhà kinh tế đã thống kê rằng ở thị trường CMOs của Hoa Kỳ, một phiếu vay nợ CMOs được bán đi bán lại và đổi chủ bình quân 24 lần trong vòng 6 tháng. Sự thuận tiện nằm ở chỗ nó giúp cho các thành phần dân nghèo, có thu nhập thấp, tài sản ít, có chỗ để vay nợ, để đầu tư thích hợp với túi tiền nhằm nâng cao phần nào lợi tức hàng năm của họ. Thị trường CMOs là phạm trù rộng của thị trường cầm cố tài sản (Mortgage Market)

### 8.2.2.3.2. Hợp đồng tương lai

Công ty A là một công ty chuyên sản xuất xe mô tô 2 bánh. Để thúc đẩy việc mở rộng tiêu thụ cũng như giải quyết tình hình thiếu vốn cho sản xuất, một hoạt động mà đạt hai mục tiêu, nó có thể tiến hành bán ra loại trái phiếu được mệnh danh là Hợp đồng tương lai (Futures Contract). Loại phiếu vay tiền này có dạng như một hợp đồng ngắn gọn nhưng đủ ý. Người

đóng tiền vào hôm nay để mua 1 trái phiếu có đáo hạn 6 tháng. Đúng 6 tháng sau anh có thể đem trái phiếu này đến bất kỳ một chi nhánh nào của công ty A bán lại cho nó, nhưng không phải để nhận về tiền mặt cả vốn và lãi, mà là nhận một chiếc mô tô với giá trị bằng giá trị cả vốn và lãi. Giống như một hợp đồng bán hàng thu tiền trước, giao hàng sau.

Loại trái phiếu độc đáo này, trái phiếu thanh toán bằng hiện vật, có lợi cho cả hai bên. Đúng về phía nhà sản xuất, anh ta thực hiện được 2 điều rất cơ bản: (1) vay được tiền để hoạt động và (2) chủ động trước được lượng sản phẩm bán ra (hoặc cần sản xuất ra) trong tương lai 1 tháng, 6 tháng... Đúng về phía người mua trái phiếu, lợi ích mà họ thu được là chắc chắn có được một tài sản (xe, nhà, vật dụng khác) trong tương lai gần mà chỉ phải bỏ ra một số tiền ít vào hôm nay.

Với nhiều loại sản phẩm thiết thực cho đời sống như ô tô... nhiều khi chỉ bỏ ra 4000 USD vào hôm nay để mua 1 trái phiếu của công ty kinh doanh xe, 9 tháng sau họ có thể nhận được một chiếc xe với giá trị cả 7000, 8000 USD do sự trượt giá và có thể do cung cầu.

Trong thời gian sở hữu trái phiếu, một thán chủ bất kỳ có thể bán nó ra trên thị trường này để thu tiền mặt nếu ông ta hay bà ta cần, hoặc nếu nghĩ rằng vào thời gian nhận xe, có thể giá xe không lên mà lại xuống làm thiệt hại tiền lãi đầu tư. Việc mua đi bán lại loại trái phiếu này cũng diễn ra rất náo nhiệt ở Anh, Đức, Ý, Pháp, Hoa Kỳ, Nhật Bản và các nhu cầu sản xuất xe hơi, hàng tiêu dùng gia dụng lớn khác.

#### 8.2.2.3.3. Thị trường trái phiếu kho bạc tương lai.

Cuối thập niên 80, đầu thập niên 90 ở Bắc Mỹ lại tạo nên loại thị trường này. Sau khi đã có kế hoạch cụ thể về số lượng, loại, giá cả, lãi suất cho đợt phát hành trái phiếu nào đó vào tháng 3 hoặc tháng 6 sau, Kho bạc có thể bắt đầu thông báo bán nó ngay bây giờ trên thị trường trái phiếu Kho bạc tương lai T-Bill Financial Market (The T-Bill Futures Market)

Một công ty Z nào đó, có thể bỏ ra 1 tỷ VND để đặt mua trước cho 1000 trái phiếu. Sau khi làm hợp đồng xong với kho bạc với đầy đủ các thuyết minh về thi nhận trái phiếu, loại trái phiếu, thời gian đáo hạn, giá cả, lãi suất..., một vài tuần sau nếu cần tiền, công ty Z có thể bán lại hợp đồng. Z và chủ mua hợp đồng, sẽ cùng nhau đến để đăng ký vào phần sang tên trên chính hợp đồng ấy tại kho bạc. Kho bạc không phải mất công làm lại hợp đồng khác, mà chỉ cần đổi tên từ công ty Z sang cho người mua ở phần sang tên hợp đồng và cả trong sổ hay máy tính theo dõi của nó.

Hợp đồng này cũng là một loại hình của chứng khoán. Nó có thể được bán đi bán lại rất nhiều lần trước khi đến hạn chính thức để nhận trái phiếu. Nếu nhà đầu tư tiên đoán là giá trái phiếu sẽ lên rất cao khi hợp đồng đến hạn, ông ta sẽ giữ hợp đồng lai, không bán, chờ nhận trái phiếu và bán trái phiếu để thu lợi nhuận cao. Ngược lại, với những suy luận giá trái phiếu có thể sẽ hạ ngay vào thời điểm nhận, khi đó có 2 cách xử lý: (1) bán ngay hợp đồng vào thời điểm này để hạn chế thiệt hại về tiền lãi, và (2) nếu can đảm, tiếp tục giữ hợp đồng cho đến khi nhận trái phiếu, song tiếp tục giữ trái phiếu như một hình thức đầu tư tiếp theo chứ không bán trái phiếu.

Người ta gọi các loại hợp đồng trên là trái phiếu của trái phiếu hay chứng khoán của những chứng khoán. Thị trường mua bán nó T-Bill Financial Market còn được mệnh danh là thị trường trên thị trường.

Đó là tất cả 5 phạm trù hay năm nhóm thị trường chính theo 2 cách phân loại của thị trường tài chính tiền tệ. Phần tiếp theo sẽ giúp chúng ta tìm hiểu về hoạt động chung của thị trường này.

### 8.3. HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Một trong những đặc trưng vô cùng quan trọng của thị trường tài chính - tiền tệ (để ngắn gọn chúng tôi gọi tắt là thị trường tài chính hoặc thị trường), là nó thu hút và biến đổi toàn bộ tài sản dưới các tên gọi khác nhau của nhân dân từ trạng thái tĩnh sang trạng thái động. Nói một cách khác, tài sản từ chỗ bất động như tiền mặt trong túi, đất đai, chủ quyền nhà, xe và các loại khác được thị trường tài chính - tiền tệ làm cho dịch chuyển, thay đổi từ

người này sang người khác, và trong quá trình chu chuyển này, nó sinh ra giá trị mới, sinh ra lợi tức.

Để tài sản được lôi cuốn vào quá trình sáng tạo nói trên, nó cần có sự vận động của các tác nhân có liên quan. Người ta gọi các tác nhân này là những chủ thể của thị trường tài chính - tiền tệ.

### **8.3.1. Chủ thể của thị trường**

Thị trường tài chính hoạt động được là nhờ vào hoạt động của 6 chủ thể khác nhau. Sáu chủ thể đó là: chủ thể đi vay, chủ thể cho vay, nhà kinh doanh, nhà môi giới, các ngân hàng bù trừ và nhân viên của thị trường. Toàn bộ thao tác hàng ngày của 6 chủ thể này làm cho thị trường vận động hoàn hảo. Tuy khác nhau về tính chất, mục tiêu và cách làm, hoạt động của họ liên đới và bổ sung chặt chẽ cho nhau, và nhờ thế tài chính - tiền tệ từ sở hữu của người này sang sở hữu của người khác một cách hợp lý và hài hòa để nền kinh tế hoạt động với những giá trị mới được tạo ra từng giờ mỗi ngày.

#### **8.3.1.1. Chủ thể đi vay**

Chủ thể đi vay (Borrowers) chủ chốt của thị trường tài chính là chính quyền, các công ty và hộ gia đình vì 3 thành phần này thực ra đã bao quát hết các thành phần khác nhau trong xã hội. Cho nên, hoàn toàn có thể nói rằng, mọi thành phần nhân dân đều có thể, vào một ngày nào đó, hoặc ít nhất là một lần nào đó, trở thành người đi vay trên thị trường.

Khái niệm trên không có gì khó hiểu nếu chúng ta nhớ rằng, trong một nền kinh tế hiện đại (không phải kinh tế tự cung tự cấp thời thượng cổ), chấp nhận những mối quan hệ liên thuộc, mọi người dân đều vừa là người bán mà cũng vừa là người mua. Anh ta bán gì và mua gì? Là nhân dân, anh ta bán ra cái mà mình sản xuất được: lúa gạo, rau, quả, nông sản khác. Là công nhân, viên chức chính quyền hay trí thức, anh ta bán cho xã hội cái mà anh ta có. Đó là sức lao động, năng lực quản lý và trí tuệ để phục vụ cho việc sáng tạo giá trị... Mọi người đều có cái để bán. Quá trình bán ấy chính là quá trình anh ta làm việc, hoạt động xã hội, phục vụ công cộng. Thủ lao anh ta nhận được sau những hoạt động cho xã hội và vì xã hội chính là cái giúp anh ta tồn tại, nó được gọi là: tiền lương, thu nhập, là lợi tức, là sản phẩm...

Dù được gọi tên thế nào: nhẹ nhàng hay đơn giản, ẩn dụ hay gọi thẳng, thì các hình thức như công nhân và nông dân lao động, làm việc, viên chức chính quyền làm cho nhà nước, trí thức, thầy giáo giảng dạy, suy tư nghiên cứu để phát minh đều là những hoạt động sáng tạo ra các giá trị khi xét trên giác độ xã hội. Còn đứng trên giác độ cá nhân, nó là hoạt động bán sức lao động, kỹ năng và trí óc cho xã hội. Sau khi có thu nhập vì việc bán ấy rồi, anh ta mua gì? Anh ta mua nhiều thứ từ nền kinh tế. Những thứ cần cho cuộc sống mà anh ta không tự mình làm ra được, đó là vải vóc, quần áo, lúa gạo, thực phẩm, chỗ ở, phương tiện làm việc, giải trí, sinh hoạt khác... mọi người đều vừa là người mua vừa là người bán trong nền kinh tế. Người ta mua của cái, sản vật lẫn nhau và bán cho nhau cái này, cái khác.

Thị trường tài chính không khác gì thế. Người ta cho vay và vay lẫn nhau. Một người, một chủ thể hôm nay thừa tiền để cho vay, có thể ngay ngày mai, tình huống bất ngờ xuất hiện, anh ta biến thành người phải đi vay trả lại. Ông A vừa vay tiền của anh ta hôm qua, hôm nay chưa đòi được tiền từ A, anh ta phải đi vay của B hoặc C. Quan hệ mệt xích lấn lộn ấy tiếp tục mãi và nó hình thành nên thị trường. Trong đó, định lý sáng người và nổi bật mà nó cho xã hội biết là “Mọi người đều phải cần lẫn nhau trong đời, ít nhất một lần”.

#### **8.3.1.1.1. Chính quyền**

Trong phần xác định hàng hóa của thị trường phần trên, chúng ta đã hiểu rằng chính phủ từ trung ương đến địa phương là một trong những chủ thể vay nợ nhiều nhất trên thị trường. Điều dễ hiểu vì không phải lúc nào chính phủ cũng có thể bù đắp thiếu hụt trong chi tiêu của mình (vốn xảy ra khá thường xuyên) bằng cách yêu cầu NHTW in thêm tiền mặt. Cho nên, vay của nhân dân ngoài thị trường bằng cách phát hành phiếu nợ (trái phiếu) là cách làm phổ biến nhất. Hiện nay, mỗi năm, chính phủ Hoa Kỳ vay của dân từ 20 đến 30 tỷ USD bằng cách bán ra Trái phiếu kho bạc. Dĩ nhiên, bên cạnh việc phát hành trái phiếu mới, họ

cũng phải mua những trái phiếu cũ đã hết hạn. Nhưng lượng bán ra bao giờ cũng nhiều lần hơn lượng mua vào. Chính phủ Nhật Bản, Đức, Pháp, và Anh mỗi năm cũng vay bình quân từ 10 đến 20 tỷ USD bằng cách phát hành trái phiếu mới vì chi tiêu của chính phủ thì lớn mà rất vô chừng. Các khoản chi định kỳ như trả lương cho cán bộ công nhân viên chức nhà nước, quân đội, công an, tu bổ tài sản cố định, chi cho y tế, giáo dục, hưu trí, quốc phòng, an ninh... thì có thể xác định được khá tương đối. Nhưng chi bất thường như bù lỗ, trợ cấp, làm cầu cống, đường sá, cảng cối kết cấu hạ tầng cứng, đầu tư kinh tế trọng điểm, cho đến các việc khác như khi cứu trợ thiên tai, lụt lội, hạn hán, mất mùa, chống khán hiếm, cầm vận, chi đột xuất vì tình hình quốc phòng, an ninh và chiến lược khác... thì khó mà biết trước nhu cầu cần là bao nhiêu. Cho nên, việc thâm hụt ngân sách là điều không có gì đặc biệt. Và vay nợ của dân ngoài thị trường tài chính là cách phổ biến khắp thế giới của các chính phủ để bù đắp những thiếu hụt nói trên.

#### 8.3.1.1.2. Các công ty

Việc thiếu vốn trong kinh doanh, sản xuất, trả lương công nhân, mua nguyên liệu để tiếp tục sản xuất... là điều thường thấy trong cuộc đời một doanh nghiệp. Không phải lúc nào nó cũng có thể giải quyết thiếu vốn được dễ dàng bằng cách vay ngân hàng. Khi đã có thị trường tài chính, đơn giản và mau lẹ nhất là vay từ thị trường. Phát hành cổ phiếu để mời cộng tác làm ăn, hay phát hành trái phiếu để vay là những cách phổ biến nhất.

Hơn nữa, khi muốn mở rộng sản xuất, đầu tư thêm vào trang thiết bị, máy móc, cơ sở vật chất là những khoản đầu tư vừa lớn, vừa phải mất rất nhiều năm để thu hồi vốn. Các ngân hàng thường ít mặn mà trong việc cho các công ty vay những thương vụ quá dài như vậy. Ngoài cách vay nước ngoài và vay của thị trường, các công ty không còn cách nào khác. Vay của nước ngoài thì thủ tục quá phức tạp và tốn kém. Do vậy vay dài hạn trên thị trường là cách cuối cùng và là tốt nhất. Năm 1991, trong 388 tỷ USD đầu tư mới vào tài sản cố định và trang thiết bị của các công ty ở Hoa Kỳ (Fixed Investment), chỉ có 654 tỷ USD là vay ở nước ngoài, 334 tỷ USD là vay trên thị trường trong nước.

Cả hai lý do, đều làm cho lượng vay nợ của các công ty (Firms) tại các nước công nghiệp tăng rất nhanh 10 năm gần đây. Đó là chưa nói đến một nguyên nhân nữa, các ngân hàng cũng vay của thị trường để rồi cho vay lại. Trong lúc các công ty có thể và được phép vay trực tiếp từ thị trường như ngân hàng, tại sao nó lại không làm mà lại phải vay qua tay trung gian của ngân hàng để chịu lãi suất cao hơn. Bởi thế, các công ty lớn hầu như vay trực tiếp từ thị trường. Chỉ có các công ty nhỏ, vừa, khó phát hành cổ phiếu đành phải lệ thuộc vào ngân hàng.

Bản thân ngân hàng cũng là một doanh nghiệp. Nó nằm trong nhóm chứng thư cho vay.

#### 8.3.1.1.3. Các hộ gia đình

Các hộ gia đình cũng rất hay vay của thị trường. Khi cần tiền để chi tiêu, để đi du lịch, họ vay ngắn hạn trên thị trường CMOs hoặc vay của các quỹ, các công ty tài chính, các ngân hàng trên cơ sở đăng ký chứng thư nhà, xe để thế chấp (không nhất thiết phải giao hiện vật). Khi họ cần vay dài hạn (một năm đến vài ba chục năm) để mua nhà, mua villa, mua đất chẵng hạn, họ đăng ký vay trả góp hoặc vay trên thị trường cầm cố (Mortgage Market) cũng bằng việc phát ra trái phiếu với hiện vật bảo đảm hoàn lại nợ là chính ngôi nhà, villa hoặc đất nói trên.

Phía dưới thị trường tài chính, là một thị trường cho vay và vay bình dân hơn. Ở các nhu cầu phát triển, người ta gọi đây là thị trường đường phố (Street Market) hay Curb Market như ở Hàn Quốc. Nó sôi động và náo nhiệt không kém gì thị trường chính thức. Ở đó, tại một vỉa hè, một văn phòng, một nhà riêng, tại một cửa hiệu, ngoài chợ,... các cá nhân vay và công nhận với nhau những khoản tiền từ rất nhỏ đến rất lớn trong vài ngày, vài tuần hoặc vài tháng là tối đa với lãi suất khá cao, nhưng thủ tục lại cực kỳ đơn giản. Người vay chỉ cần đưa phiếu nợ là nhận tiền. Tất cả mọi gia đình ở Hoa Kỳ, Nhật Bản, Đức... đều đã từng có lần vay tiền trên loại thị trường này.

Tất cả các loại phiếu nợ (cổ phiếu) do 3 chủ thể vay kề trên phát ra khi vay tiền, cho dù được gọi tên bằng bất cứ từ ngữ nào, đều là hàng hóa của thị trường tài chính, tiền tệ. Như vậy, chúng ta có thể ghi nhận điều thứ nhất là: "Hoạt động của các chứng thư đi vay tạo ra hàng hóa cho thị trường".

### **8.3.1.2. Chứng thư cho vay hay đầu tư**

Khi một chứng thư đồng ý giao tiền mặt hoặc tài sản để nhận lại một trái phiếu của người khác, ảnh hưởng ta biến mình thành chứng thư cho vay (Lenders). Bởi vì mọi khoản cho vay đều được trả về kèm theo tiền lãi, nên hoạt động cho vay đã làm cho tiền mặt, tài sản tạo thêm được những giá trị mới. Chính quá trình tạo ra giá trị mới này đã làm cho việc cho vay trở thành không khác gì hoạt động sản xuất. Người ta, do đó, cũng gọi những người cho vay là các nhà đầu tư (Investors).

Suy cho cùng, như đã phân tích ở trên, mọi người dân đều có thể là người cho vay. Sự khác nhau về quy mô đã tạo ra nhóm các chứng thư cho vay, bao gồm:

#### **8.3.1.2.1. Các hộ gia đình**

Các hộ gia đình là chứng thư cho vay chủ chốt. Dù họ trực tiếp mua trái phiếu trên thị trường, hay gửi tiền vào ngân hàng, để rồi ngân hàng lại cho vay dài hạn hoặc đem mua trái phiếu dài hạn, thì đó vẫn là hoạt động cho vay. Tại các nước phát triển, mọi người dân (vì họ được khuyến khích và yêu cầu như thế) đều có tài khoản tại ngân hàng và gửi tiền ở đó. Chưa nói đến chuyện ít hay nhiều, sự kiện đấy làm cho mọi người dân đều là những người cho vay.

#### **8.3.1.2.2. Các công ty bảo hiểm**

Nhận tiền bảo hiểm của nhân dân, các công ty bảo hiểm cực kỳ nhanh chóng đem cho các ngân hàng, công ty vay, hoặc mua trái phiếu. Nó biến mình thành chứng thư cho vay ngay từ khi mới thành lập. Nguyên nhân để các nhà kinh tế tách công ty bảo hiểm ra thành một nhóm chủ thể ở chỗ nó chuyên cho vay dài hạn (mua trái phiếu dài hạn chẳng hạn) với số lượng rất lớn bởi vì vốn của nó ít khi được sử dụng đến cho bồi thường bảo hiểm. Điều đơn giản vì tai nạn, chết chóc, rủi ro... là những điều không thường xảy ra. Nếu nó thường xảy ra, các công ty này đã sớm sụt nghiệp.

#### **8.3.1.2.3. Các quỹ khác**

Quỹ tín dụng, quỹ tiết kiệm, quỹ hưu trí, quỹ trợ cấp,... cũng sử dụng tiền đóng góp của thân chủ, cho vay để làm lợi thêm cho các sở hữu chủ. Năm 1991, các quỹ này ở Hoa Kỳ đã cho vay tất cả hơn 3.300 tỷ USD vào thị trường. Chính vì nó là chủ thể chuyên cho vay khá lớn, người ta xếp nó vào riêng một loại.

#### **8.3.1.2.4. Nhóm các ngân hàng trung gian**

Dĩ nhiên, không nói cũng biết các NHTG sinh ra là để vay và cho vay. Mặc dù nó chỉ là trung gian của việc vay và cho vay, không phải là chủ thể cuối cùng, nó vẫn đóng vai trò quan trọng nhất trong việc làm cho tài chính chu chuyển từ tác nhân này qua chủ thể khác. Những phần trước chúng ta đã nghiên cứu về hoạt động cho vay của nó rồi. Hoạt động mua trái phiếu trên thị trường cũng là cho vay.

#### **8.3.1.2.5. Các công ty và chính quyền**

Khi thừa tiền, dù có thể chỉ 24 giờ, mọi công ty và chính quyền cũng đều kiêm cách làm lợi cho tài sản. Mua trái phiếu, chuyển vào ngân hàng gửi là cách của họ. Tích tiểu để thành đại là phượng châm đi kèm với việc chống lăng phí tiền của. Năm 1995, các công ty nhỏ và vừa gửi tiền ngắn hạn từ 24 giờ đến vài ngày vào ngân hàng và mua trái phiếu để sinh lãi trong thời gian ngắn nói trên ở Cộng hòa liên bang Đức chiếm đến 1200 tỷ DM.

Tóm lại, mọi thành phần trong xã hội đều là chủ thể cho vay. Sở dĩ có sự phân biệt ra các nhóm là vì thực sự có những thành phần chỉ thỉnh thoảng mới cho vay. Trong khi đó, có nhiều thành phần khác, việc cho vay, đầu cơ trái phiếu, kinh doanh là công việc hàng ngày của họ. Phân nhóm kỹ hơn thì chủ thể cho vay cuối cùng là nhân dân, các chủ thể cho vay còn lại là tổ chức tài chính trung gian. Điều quan trọng là không kể trung gian hay cuối cùng, sự kết hợp chặt chẽ trong hoạt động cho vay của các chủ thể đã thúc đẩy việc chuyển dịch tiền của từ sở hữu của người này sang sở hữu của kẻ khác và đó chính là nguyên nhân sự vận động của thị trường tài chính.

### **8.3.1.3. Các nhà kinh doanh**

Bất kỳ loại thị trường nào trong nền kinh tế cũng cần có những thành phần chuyên làm công việc trao đổi. Giữa chủ thể tạo ra hàng hóa, hoặc có hàng hóa và chủ thể cần mua hàng

hóa không phải lúc nào cũng có đủ những yếu tố thuận lợi để họ có thể trực tiếp gặp nhau, trực tiếp mua bán vào bất kỳ lúc nào. Chính vì những người cần bán hoặc cần mua, cả người sản xuất và người có nhu cầu đều cần đến những thành phần trung gian, nên thành phần này dù không là chủ thể trực tiếp tạo ra hàng hóa, cũng không là kẻ trực tiếp cần hàng hóa, nhưng họ là bộ phận trung chuyển hàng hóa từ người sản xuất đến tay người có nhu cầu.

Người ta đã từng gọi những nhà trung gian làm công việc trao đổi này là các thương nhân, nhà buôn bán, đầu cơ và cuối cùng là nhà kinh doanh. Công việc của họ là mua hàng hóa (Trái phiếu) để rồi bán lại kiếm lời chứ không phải mua hàng hóa tất cả vì nhu cầu sử dụng hay cát giữ để đến hạn lấy lãi. Mọi nguyên lý đã đúng với các loại thị trường hàng hóa hữu hình và vật chất, thì nó cũng đúng với thị trường tài chính - tiền tệ. Giữa người tạo ra hàng hóa của thị trường (trái phiếu) mà người cần mua hàng hóa (chủ thẻ cho vay) cũng phải có các nhà kinh doanh, chuyên làm công việc mua đi bán lại trên thị trường tài chính - tiền tệ. Có hai nhóm các nhà kinh doanh chủ yếu đó là:

#### *8.3.1.3.1. Các nhà kinh doanh cấp I*

Những nhà kinh doanh mua được trái phiếu ở tận gốc, nơi vừa phát hành, theo phương thức đấu thầu được gọi là các nhà kinh doanh cấp 1 hay kinh doanh đầu tiên (Primary Dealers). Không qua bất kỳ một trung gian nào, các nhà kinh doanh thuộc nhóm này thường trực tiếp giao dịch với các chủ thẻ phát hành (chủ thẻ vay) và được họ cho bao tiêu nguyên lô chứng khoán.

Bao giờ các nhà kinh doanh đầu tiên này cũng có quan hệ mật thiết với các chủ thẻ phát hành. Đặc biệt là các chủ thẻ thường xuyên vay nợ và có uy tín đặc biệt như kho bạc của chính quyền trung ương, chính quyền địa phương, các tập đoàn kinh doanh lớn, tập đoàn công nghiệp... Dĩ nhiên đứng về phía kho bạc và các chủ thẻ vay tiền khác, họ cũng chọn lựa các nhà kinh doanh nào làm việc tốt và an toàn để giao cho việc thay mặt họ phát hành phiếu vay nợ ra thị trường.

Nhà kinh doanh đầu tiên kinh doanh chủ yếu trong môi trường bên trong (Inside Market) của thị trường tài chính. Giao dịch hầu hết diễn ra qua điện thoại và máy tính nối mạng. Khách hàng bán của họ là các công ty, các chính quyền địa phương và kho bạc nhà nước. Sau khi đã thống nhất trên máy tính hoặc điện thoại, người mua chịu trách nhiệm ôm nguyên lô cổ phiếu với giá cả, lãi suất, thời gian đáo hạn đã thống nhất để phát hành. Họ sau đó, liên hệ với khách hàng mua là những công ty kinh doanh chứng khoán cấp hai để phân phối. Ngoài ra, khách hàng mua của họ cũng có thể là các công ty tài chính, NHTG, các quỹ tài chính và nhân dân với số lượng lớn. Chúng ta có thể gọi họ là những nhà kinh doanh buôn bán sỉ để phân biệt với các nhà buôn bán lẻ sau này.

Có những cái giá phải trả nhất định nếu muốn trở thành một nhà kinh doanh cấp 1. Bởi vì để được giao trọn những lô trái phiếu lớn của chính phủ, của kho bạc,... cho phát hành không phải là việc dễ dàng. Trong hầu hết các trường hợp, khi kho bạc muốn phát hành trái phiếu để vay nợ, nó thường ủy nhiệm việc đó cho NHTW. Đến lượt mình, NHTW thường chọn các nhà kinh doanh chứng khoán lành nghề và có uy tín để giao phát hành. Trên thực tế không phải ai cũng được NHTW chọn. Để được ngân hàng chọn mặt “gửi vàng”, điều kiện tối thiểu phải là: vốn lớn, uy tín, đủ khả năng kỹ trị để đảm bảo phát hành nhanh chóng, thành công và đủ người mua. Chính vì không thể dễ dàng có đủ các điều kiện như trên, năm 1970 ở Hoa Kỳ chỉ có 24 nhà kinh doanh cấp 1, năm 1988 nó lên tới con số 46. Thế nhưng đến năm 1995, cạnh tranh đã làm chỉ còn 38 nhà kinh doanh chứng khoán cấp 1 trụ hạng được mà thôi.

Ngày 31 tháng 1 năm 1996 (tổng kết tháng 1/1996), các nhà kinh doanh đầu tiên ở thị trường tài chính - tiền tệ hoạt động đã mua và bán ra 315,2 tỷ USD chứng khoán. Chỉ một tỷ lệ lãi rất nhỏ trong số đó đã làm thành một khoản khổng lồ. Độc quyền phát hành còn đồng nghĩa với sự ổn định về lợi nhuận và nhiều đặc quyền khác. Đó là lý do vì sao rất nhiều nhà kinh doanh đầu tiên hay nhà không cấp một vào một ngày nào đó, và nhà kinh doanh nào đang ở trong quá trình được NHTW theo dõi và xét để cho phép trở thành thành viên của nhóm này, thường được thị trường ở các nước phát triển gọi là một nhà kinh doanh chứng khoán “đang lên” (Aspiring Dealer”).

## **Chương 8 - Hoạt động của thị trường tài chính chứng khoán**

**Bảng 8.7: Khối lượng mua bán của các nhà kinh doanh cấp 1 trong tháng 1/1996  
trên thị trường chứng khoán Hoa Kỳ**

(Triệu USD)

Thời điểm Chỉ số	Năm 1995				Năm 1996				
	6/12	13/12	20/12	27/12	3/1	10/1	17/1	24/1	31/7
<i>1) Mua bán thăng:</i>									
a) Hối phiếu kho bạc	52,604	59,442	63,364	41,678	47,601	52,037	50,869	56,486	56,939
b) Trái phiếu kho bạc từ 1 đến 5 năm	98,063	93,082	94,515	57,488	62,937	80,614	100,864	126,171	121,484
c) Trái phiếu kho bạc hơn 5 năm	63,752	45,811	45,429	22,243	36,055	53,920	54,687	59,142	58,119
d) Trái phiếu cầm cố tài sản	26,334	23,038	27,843	27,813	28,180	26,535	28,897	29,975	26,477
e) Trái phiếu có bảo đảm hàng hóa	46,112	49,116	29,672	12,273	18,185	53,361	46,897	28,581	28,703
<i>2) Hợp đồng mua bán tương lai</i>									
a) Hối phiếu kho bạc	903	907	390	345	294	459	297	405	678
b) Trái phiếu kho bạc từ 1 đến 5 năm	3,682	1,798	2,082	835	1,715	1,159	1,334	2,254	1,513
c) Trái phiếu kho bạc hơn 5 năm	17,398	14,199	14,180	55,150	9,722	15,565	14,384	14,646	14,583
<i>3) Mua bán đặc quyền</i>									
a) Trái phiếu từ 3 tháng đến 5 năm	985	1,227	1,272	918	928	1,472	2,793	2,046	1,688
b) Trái phiếu hơn 5 năm	5,771	3,175	4,366	2,881	2,828	3,853	3,832	4,862	4,345
c) Trái phiếu có bảo đảm hàng hóa	1,229	618	537	1,161	954	989	919	821	685

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin, May 1996, P.A 31*

### **8.3.1.3.2. Các nhà kinh doanh cấp II**

Các nhà kinh doanh cấp hai (Secondary Dealers) hay thứ cấp bao gồm: ngân hàng, các công ty tài chính, các quỹ tài chính, các công ty khác và hộ gia đình, cá nhân... là những chủ thể trực tiếp mua bán với các nhà kinh doanh đầu tiên. Hầu hết các nhà kinh doanh cấp II này vừa kinh doanh sỉ vừa bán lẻ hàng hóa.

Hơn 400 công ty kinh doanh chứng khoán hiện nay ở Mỹ là các nhà kinh doanh cấp II. Những nhà kinh doanh này không giao dịch trực tiếp với NHTW, kho bạc hay các chủ thẻ phát hành lớn được, mà phải thông qua các nhà kinh doanh đầu tiên. Họ mua chứng khoán từ các nhà kinh doanh này rồi phân phối cho các nhà cho vay, nhà đầu tư trên thị trường, tại Sở giao dịch.

Một cá nhân bất kỳ, mở văn phòng kinh doanh chứng khoán cũng có thể hình thành nên một nhà kinh doanh cấp II. Khối lượng mua bán của họ có thể từ vài chục đến hàng trăm, hàng nghìn chứng khoán mỗi ngày.

### **8.3.1.4. Các nhà môi giới**

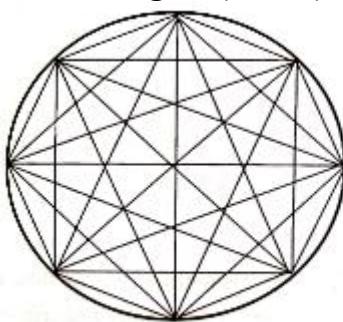
Dù là kinh doanh cấp I hay cấp II, các nhà kinh doanh đều phải nắm chứng khoán (hoặc sở hữu chứng khoán) trong tay trước khi bán. Sở hữu từ nhà phát hành (hay vay nợ)

được chuyển dịch qua nhà kinh doanh, trước khi tiếp tục chuyển dịch đến tài khoản chứng khoán của chủ thẻ cho vay (hay đầu tư).

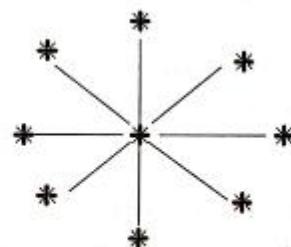
Tuy nhiên, không phải nhà kinh doanh nào cũng có thể gặp ngay được những đối tượng cần mua trái phiếu để cả hai cùng thực hiện việc mua bán. Cũng như, không phải bất kỳ người dân nào muốn đầu tư vào trái phiếu cũng có thể nhanh chóng đủ hiểu biết, đủ thông tin, để tìm được cho mình nơi mua loại trái phiếu hợp túi tiền, có mức lãi suất và thi đáo hạn đúng ý muốn. Do những hạn chế này và nhu cầu tiện lợi cho các chủ thẻ, trên thị trường xuất hiện những người môi giới (Brokers) với công việc chủ yếu là đưa đường, dẫn lối để người bán và người mua gặp nhau theo đúng yêu cầu của cả hai.

Ngay cả ở thị trường, các nhà kinh doanh cấp I cũng cần môi giới. Để đạt hiệu quả cao trong kinh doanh, mỗi nhà kinh doanh cấp I trong số 38 nhà kinh doanh ở NYSE cần biết đủ thông tin về 38 đối thủ cạnh tranh với mình, để ra quyết định về giá và lãi suất cho chứng khoán tại các phiên đấu thầu một cách có lợi nhất. Biểu đồ 8.3 cho thấy rằng, chỉ có 8 nhà kinh doanh cấp I thì đã cần đến 28 kênh liên lạc để thảo luận và theo dõi lẫn nhau trong hoạt động kinh doanh. Thế nhưng cũng với 8 nhà kinh doanh đó, chỉ cần một nhà môi giới ở giữa, số kênh liên lạc thực sự cần chỉ là 8 kênh. Bằng cách thông qua hai hoặc ba nhà môi giới như vậy, các nhà kinh doanh cấp I trong số 38 nhà kinh doanh nói trên có thể nắm bắt thông tin với cả hệ thống.

**Biểu đồ 8.3: Bằng cách liên lạc trực tiếp, 8 nhà kinh doanh cần đến 28 kênh thông tin về nhau (hình a). Nhưng thông qua một nhà môi giới ở giữa (hình b) chỉ cần 8 kênh là đủ.**



Hình a



Hình b

Tình hình cũng giống như vậy giữa các nhà kinh doanh khác và chủ thẻ đầu tư. Việc bảo vệ thông tin cho mỗi khách hàng là điều kiện tiên quyết mà nhà môi giới phải giữ để có thể làm ăn được. Thông tin luôn luôn được cung ứng nặc danh. Chỉ sau khi người bán và mua gặp nhau rồi, công việc của môi giới đã hoàn thành, hai bên mới biết nhau.

Môi giới có được lợi nhuận của dịch vụ (với tên gọi hoa hồng: Discount, Commission) thường do bên bán trả. Trên thị trường chứng khoán New York có đến hơn 20 loại môi giới khác nhau. Đừng nghĩ rằng môi giới chỉ là một con người cụ thể. Quả là có những cá nhân đi làm môi giới nhưng chỉ với những thương vụ mua bán nhỏ mà thôi. Với những thương vụ mua bán lớn, một cá nhân không thể nào nắm đủ thông tin mới cho khách hàng. Để đầu tư cách và điều kiện làm môi giới cho các nhà kinh doanh cấp I mà mỗi thương vụ mua bán chứng khoán của họ trị giá hàng chục đến hàng trăm tỷ USD, chỉ có các công ty hoặc tập đoàn môi giới chuyên nghiệp với hàng trăm thậm chí hàng ngàn nhân viên. Năm 1995, Hoa Kỳ có 6 công ty môi giới cho chứng khoán nhà nước (trong đó có: RMJ, FBI, Cantor Fitzgerald, Garban). Ở CHLB Đức chỉ có 9 nhà môi giới quan trọng nhất trên thị trường FrankFurt.

Các nhà môi giới nhỏ hơn như các công ty nhỏ, các văn phòng nhỏ, các cá nhân... kiêm được khá nhiều tiền từ nghề môi giới bởi vì sự cạnh tranh ở các khu vực kinh doanh nhỏ không khốc liệt như ở khu vực các nhà kinh doanh cấp I. Bình quân họ được trả 12,5USD cho mỗi thương vụ hoặc cổ phiếu có giá trị bề mặt là 1.000.000 USD ở NYSE cho đến 78,12 USD đối với các thương vụ hoặc cổ phiếu cũng với giá bề mặt 1.000.000 USD nhưng có đáo hạn từ

6 tháng trở lên. Lợi nhuận mà môi giới kiếm được ở các Thị trường chứng khoán lớn như New York, Tokyo, FrankFurt, London, Paris... lớn đến nỗi trước năm 1986, các nhà kinh doanh đã từng nỗi đóa lén vì cảm thấy bị môi giới bóc lột. Từ 1986 đến 1996, các nhà kinh doanh đã liên kết với nhau, Salomon Brother đưa ra kế hoạch công khai mua bán và thương lượng qua các máy tính để gạt bớt môi giới. Kết quả là đến tháng 1 năm 1996, giá hoa hồng môi giới cho trái phiếu, hoặc thương vụ mua bán trái phiếu, có giá trị bề mặt 1.000.000 USD giảm xuống chỉ còn 16 USD từ mức 78,12 USD trước năm 1986.

Tuy vậy, môi giới vẫn tiếp tục là bộ phận được coi như dầu bôi trơn cho cỗ máy thị trường tài chính - tiền tệ vận động nhẹ nhàng, êm ái hơn. Đặc biệt, nó vẫn đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy mua bán giữa mỗi nhà kinh doanh cấp II với đồng đảo các nhà đầu tư trên thị trường diễn ra nhanh chóng và thuận lợi.

### **8.3.1.5. Các nhà ngân hàng bù trừ**

Vì các chủ thẻ nói trên đều có tài khoản ngân hàng, việc thanh toán các dịch vụ bằng séc hoặc thông qua ngân hàng làm cho hoạt động mua bán chứng khoán tiện lợi và trôi chảy.

Ngân hàng còn tham gia cho vay để các thân chủ của nó có vốn kinh doanh hoặc đầu tư vào chứng khoán. Trước những năm 80, số những người vay vốn ở ngân hàng để kinh doanh chứng khoán lớn đến nỗi nhiều NHTW phải hạn chế bớt sự bành trướng cho vay kinh doanh chứng khoán, bằng cách áp đặt yêu cầu giới hạn (Margin Requirement) theo tỷ lệ bề mặt của giá trị chứng khoán muốn mua. Nếu giới hạn là 60%, có nghĩa là để được ngân hàng hoặc các công ty tài chính chấp thuận cho vay tiền kinh doanh hoặc đầu tư chứng khoán, chủ thẻ xin vay phải bỏ ra ít nhất là 60% tiền của mình, ngân hàng sẽ cho vay tối đa 40% còn lại.

Thế nhưng hoạt động chủ yếu của nó, đúng như tên gọi Ngân hàng bù trừ (Clearing Bank), vẫn là việc bù trừ trong mua bán chứng khoán giữa các thân chủ. Hoạt động này diễn ra theo biểu đồ 8.4. Giả định rằng chúng ta: tôi, bạn và có thể một người bất kỳ nào đó có tài khoản ở ngân hàng A tại địa bàn thành phố Hồ Chí Minh. Bên cạnh tài khoản tiền mặt, chúng ta mở một tài khoản trái phiếu (hay chứng khoán: securities account). Ngày nay, gần như tất cả các nước có thị trường tài chính trên khắp thế giới, đều có loại tài khoản này. Nó chẳng khác gì tài khoản tiền mặt.

Khi chúng ta quyết định mua trái phiếu của kho bạc. Giả sử trái phiếu có giá trị bề mặt 10 triệu VND. Sau khi chúng ta viết séc chuyển tiền vào tài khoản kho bạc để thanh toán tiền mua trái phiếu, kho bạc đưa vào hồ sơ máy tính rằng ngày đó, tháng đó, trái phiếu số (giả định) N<sub>0</sub> 1059 thuộc về sở hữu của chi nhánh ngân hàng trung ương thành phố Hồ Chí Minh. Ngân hàng trung ương chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh sau khi nhận thông tin trên máy tính nối mạng, lại tiếp tục ghi có vào tài khoản trái phiếu của ngân hàng A tại nó. Chi trên máy tính cho biết, cũng ngày đó tháng đó, ngân hàng A phát sinh thêm một trái phiếu số N<sub>0</sub> 10159 giá trị bề mặt 10 triệu. Ngân hàng A nhận được thông báo, lại tiếp tục ghi có vào tài khoản trái phiếu của chúng ta với nội dung như vậy. Thế là trái phiếu N<sub>0</sub> 10159 đã thuộc về sở hữu của chúng ta. Toàn bộ quá trình trên diễn ra chừng 5 đến 10 phút trên máy tính ở các nước công nghiệp.

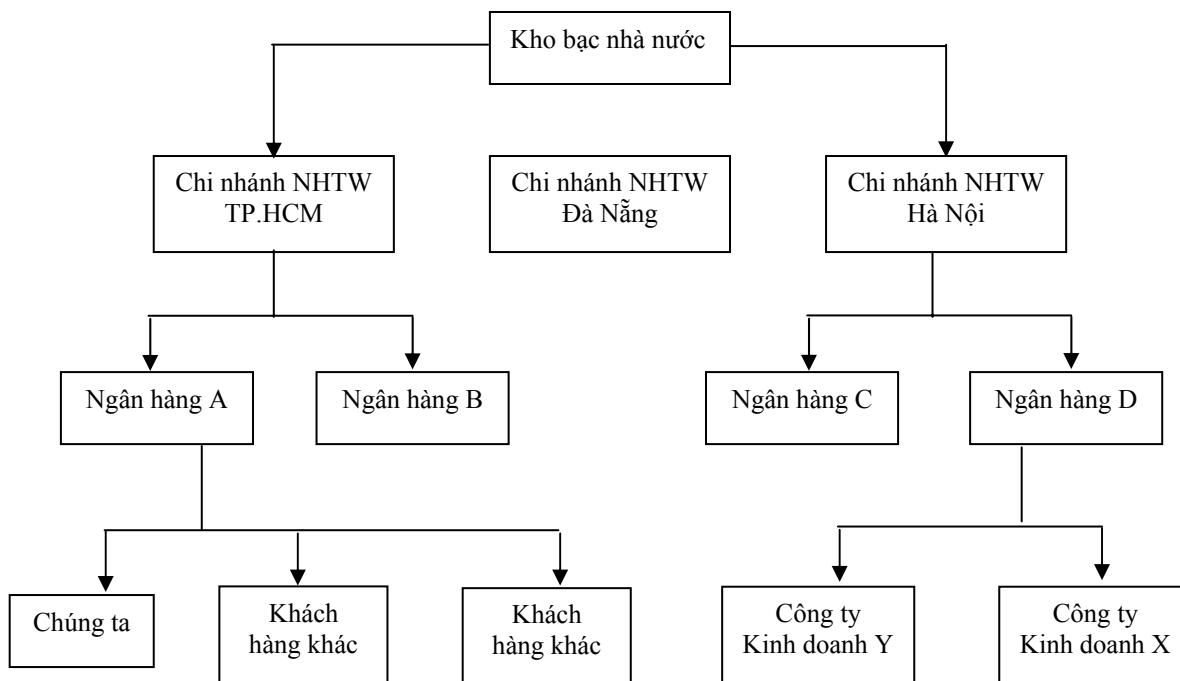
Đến khi đáo hạn trái phiếu, cả vốn và lãi của nó sẽ được kho bạc thanh toán cho chi nhánh Ngân hàng trung ương thành phố Hồ Chí Minh, chi nhánh thanh toán cho ngân hàng A và ngân hàng A chuyên cá số tiền ấy vào tài khoản tiền mặt của chúng ta và thông báo cho chúng ta biết.

Vào một ngày đẹp trời nào đó, chúng ta quyết định đi du lịch. Mang trái phiếu đó ra nước ngoài thì không thuận tiện lắm cho thanh toán. Thế là chúng ta này ra ý muốn bán trái phiếu N<sub>0</sub> 10159 cho công ty X để thu tiền mặt. Đây là thí dụ để chúng ta hiểu về vai trò và công việc của ngân hàng bù trừ chứ thực ra bán cho chính ngân hàng A, thế chấp cho A để vay tiền, hoặc bán cho ai khác đều được cả, nói chung là có thể dễ dàng chuyển trái phiếu thành tiền.

Công ty X có tài khoản gửi trái phiếu tại ngân hàng D. Ngân hàng D thuộc quản lý của chi nhánh NHTW Hà Nội. Ngay khi chúng ta nhận tiền mặt của công ty X xong, giao séc chuyển trái phiếu cho nó (séc này do ngân hàng A cấp dựa trên khoản có ở tài khoản trái

phiếu của chúng ta). Công ty X nộp séc trái phiếu № 10159 về cho ngân hàng D. Sau khi ghi có cho nó vào tài khoản trái phiếu, ngân hàng D báo trên máy tính về cho chi nhánh NHTW Hà Nội biết về việc mình sở hữu trái phiếu № 10159. NHTW chi nhánh Hà Nội tiếp tục ghi có số trái phiếu trên vào tài khoản của ngân hàng D ở chi nhánh xong, báo tiếp về cho máy tính của Kho bạc nhà nước.

**Biểu đồ 8.4: Hoạt động của Ngân hàng bù trừ trên thị trường tài chính - tiền tệ**



Kho bạc nhà nước xác nhận vào sổ theo dõi của nó là vào giờ đó, ngày đó, tháng đó, trái phiếu số № 10159 đã không thuộc sở hữu của NHTW chi nhánh TPHCM nữa, mà đã được chuyển qua cho NHTW chi nhánh Hà Nội. Nó ghi nợ vào tài khoản trái phiếu của NHTW chi nhánh TPHCM (đồng thời với việc ghi có cho Hà Nội) và báo cho NHTW chi nhánh TPHCM biết. Chi nhánh này lại ghi nợ cho ngân hàng A về việc chuyển nói trên rồi lại cũng báo trên vi tính cho ngân hàng A biết. Đến lượt ngân hàng A, nó ghi nợ vào tài khoản trái phiếu của chúng ta, xác nhận việc chuyển đã hoàn tất. Trái phiếu № 10159 đã không còn là của chúng ta nữa, mà đã trở thành sở hữu của công ty X kể từ giờ phút ấy.

Toàn bộ hoạt động trên là hoạt động bù trừ liên ngân hàng. Để dàng thấy rằng nó không khác gì hoạt động bù trừ giữa các ngân hàng trong thanh toán với nhau các loại tiền khác. Điều đó không có gì lạ, bởi vì, ở các nước đã phát triển, trái phiếu là tiền. Không ai mất công đi phân biệt những ranh giới tồn tại rất nhỏ giữa tiền và trái phiếu. Hai loại này chính thức và kẻ cả không chính thức được xem như một. Sự tham gia của ngân hàng bù trừ đã làm cho hoạt động mua bán, đầu tư các loại chứng khoán trên thị trường tài chính - tiền tệ được tiến hành một cách nhanh chóng, thuận lợi và tiết kiệm rất nhiều thời giờ của nhân dân. Thay vì cầm, nắm trái phiếu trong tay để rồi phải chạy đi, chạy lại mua và bán một cách vô cùng rắc rối và mất thời giờ, đặc biệt với những số lượng trái phiếu lớn, các cá nhân, hộ gia đình, công ty chỉ cần mua bán và thanh toán với nhau dựa vào ngân hàng. Với hệ thống máy tính nối mạng hiện đại, hoạt động mua và bán chỉ diễn ra chừng 5 đến 10 phút mà không phải dùng xe để chở tiền mặt hoặc chở trái phiếu từ chủ thẻ này hay ngân hàng này, qua chủ thẻ khác và ngân hàng khác.

Năm 1995, các ngân hàng lớn ở New York, London, FrankFurt, Tokyo, Paris bù trừ mỗi ngày từ 50 đến 100 tỷ USD trong giao dịch chứng khoán của công chúng.

### **8.3.1.6. Nhân viên của thị trường**

Nhân viên của thị trường bao gồm tất cả các cá nhân phụ trách tác nghiệp những hoạt động cụ thể cho cả 5 chủ thể trên. Các nhân viên này trực tiếp thực hiện việc thông báo, hướng dẫn, cò ván, tham mưu thao tác việc mua bán, đầu tư, môi giới chứng khoán trên thị trường. Kể cả chạy các việc linh tinh khác.

Một nhóm khá đông đảo khác là các nhà tư vấn phân tích kỹ thuật và tư vấn đầu tư chuyên cung ứng các dịch vụ bày vẽ cho thân chủ về loại hàng hóa nào nên kinh doanh, loại nào nên đầu tư, tích trữ, loại nào cần bán gấp để khỏi lỗ. Bề dày kinh nghiệm và vốn lịch sử của họ rất phong phú. Quan điểm và những kỹ thuật phân tích học đưa ra phần lớn rất có ích cho những người mới vào nghề hoặc mới tập làm ăn ở thị trường chứng khoán. Các nhà môi giới cũng phải dựa vào kiến thức của các nhà tư vấn chuyên nghiệp này. Họ có thể có văn phòng riêng với một vài người thường trực ngay tại các Sở giao dịch chứng khoán. Mà cũng có thể là những cá nhân luôn luôn rảo bước xung quanh thị trường từ sáng đến chiều để lượm lặt thông tin và tìm khách hàng.

Bộ phận nữa là các Nhân viên quản trị Sở giao dịch, thư ký, bảo vệ (thuộc dạng viên chức hành chính, ăn lương của Sở)... phục vụ cho các công việc ổn định, sắp xếp thứ tự hàng hóa niêm yết để việc mua bán được thuận lợi. Thu nhập của Sở có được là từ lệ phí mà các nhà kinh doanh, môi giới và đầu tư nghiệp dư khác phải đóng khi dựa vào pháp nhân của sở và địa điểm của nó để hoạt động. Gần như tất cả các nhân viên đều đồng thời là những nhà đầu tư nhỏ trên thị trường. Sau những năm dài phục vụ trong ngành, họ vừa tích lũy được kinh nghiệm, vừa tích lũy được tiền lương. Phối hợp cả 2 điều ấy, mỗi người thường mua một lượng trái phiếu. Thuận tiện và có lời thì bán lại, không thì giữ nó để hưởng lãi.

Nhiều người trong họ sau chừng năm sáu năm phục vụ, đều nghĩ việc tách ra thành các nhà môi giới hoặc kinh doanh chứng khoán tự do. Số lượng nhân viên do vậy, thay đổi luôn giữa đền và đi hàng tháng, hàng năm. Tháng 1 năm 1996, NYSE và LDSE xấp xỉ có khoảng 50.000 nhân viên ở các bộ phận.

### **8.3.2. Mua và bán trên thị trường**

Hoạt động của mọi loại thị trường, suy cho cùng là sự kết hợp hoạt động của 3 chủ thể cơ bản: Nhà sản xuất, chủ thể tiêu thụ, Nhà mua bán (kinh doanh). Xã hội và kinh tế càng phát triển, càng không có biên giới giữa sản xuất và kinh doanh. Hai phạm trù này gần như nhập một.

Do vậy, trên tất cả các loại thị trường khác nhau ở các nước phát triển, chỉ có 2 đối tác là nhà kinh doanh và nhà tiêu thụ. Hoạt động của thị trường gần như quy về thái độ và hoạt động của 2 chủ thể này.

#### **8.3.2.1. Để trở thành nhà kinh doanh**

Một cá nhân bất kỳ muốn trở thành nhà kinh doanh chứng khoán, anh ta cần phải có một ít vốn tối thiểu theo luật ngày nay. Giống như đối với việc thành lập một ngân hàng, cá nhân ấy có thể cùng với bạn bè hùn tiền để hình thành vốn cổ đông rồi cho ra đời một công ty cổ phần trách nhiệm hữu hạn. Theo thông lệ ở các nước, số tiền vốn ban đầu này được gửi vào ngân hàng trong một tài khoản. Vốn này vừa là chỗ dựa, vừa là khoản bù trừ cho việc thanh toán liên ngân hàng. Cá nhân cũng được yêu cầu phải mở một Tài khoản trái phiếu để ngân hàng theo dõi các giao dịch.

Anh ta cũng cần những bản thông tin điện tử về tình hình thị trường vào từng phút mỗi ngày. Anh ta có 2 cách mua thông tin. Sau khi mua bảng chữ điện tử và lắp đặt nó tại văn phòng công ty, anh ta có thể (1) ký hợp đồng mua (trả tiền tháng) với các công ty phục vụ thông tin tại Sở giao dịch chứng khoán và được nó nối mạng thông tin đến tận nơi, hoặc (2) cũng làm điều tương tự như thế nhưng với các công ty hoặc tổ hợp môi giới. Việc tuyển nhân viên, chọn các nhà tư vấn lành nghề và gạn lọc giữa hàng trăm các nhà môi giới để tìm một đối tác hiệu quả, an toàn là bước tiếp theo. Sau khi mọi việc hoàn tất, anh ta có thể bắt đầu việc mua bán. Những điều cần thiết còn lại sẽ được hoàn thiện dần dần trong quá trình hoạt động.

### 8.3.2.2. Hoạt động mua bán

#### 8.3.2.2.1. Khởi đầu

Với 2 triệu vốn cổ phần ký gửi vào ngân hàng A (giả sử như thế) công ty của ông bạn X nào đó của chúng ta có thể bắt đầu sự nghiệp bằng việc mua 100 triệu chứng khoán từ các nhà kinh doanh cấp I. Làm thế nào mà công ty X lại có thể mua được nhiều như thế với số vốn chỉ bằng 2%? Ngân hàng A sẽ cho X vay bởi vì điều đơn giản mà thú vị là tất cả chứng khoán khi chuyển về, sẽ được chuyển về tài khoản tại ngân hàng. Ngân hàng A cho vay 98 triệu để X mua được chứng khoán. Bù lại, nó giữ đến 100 triệu cổ phiếu dưới dạng thế chấp cho khoản tiền vay nói trên tại ngân hàng nó. Ngân hàng hoàn toàn không khóc chút nào.

Giá trị thực trên bề mặt của tổng số cổ phiếu luôn luôn là lớn hơn 100 triệu (vì tiền lãi trong tương lai của nó). Do vậy, thực ra lượng thế chấp luôn luôn có giá trị lớn hơn khoản cho vay của ngân hàng A. Đó là sự cẩn thận của nó. Khi X bảo đảm việc bán chứng khoán, cứ mỗi đơn vị chứng khoán được mua và chuyển ra khỏi ngân hàng, ngân hàng A sẽ khấu trừ phần vốn nó đã cho vay trên chứng khoán, cộng với lãi của nó trong thời gian trái phiếu nằm tại ngân hàng. Phần còn lại là tiền lời của công ty X. Thí dụ:

- 100 triệu mua được 100 trái phiếu. Mỗi trái phiếu như thế có giá trị khi mua là 1 triệu.
- Ngân hàng cho vay 98%, vậy mỗi trái phiếu nó có 98% vốn = 980.000
- Vào 1 tháng sau, trái phiếu số N<sub>o</sub> 12345 được bán, tiền thu được là 1.015.000

$$\text{Vốn của ngân hàng A phải thu về} = 980.000$$

$$\text{Lãi } 1\% \text{ tháng của nó (giả sử như thế)} = 9.800$$

$$\text{Tổng cộng:} = 989.800$$

Phần còn lại ( $1.015.000 - 989.800$ ) = 25.200 là lợi tức của công ty X. Chúng ta có thể nghĩ rằng, tại sao các ngân hàng lại không làm trực tiếp điều đó vì nó có sẵn vốn, không hơn là cho X vay để làm? Thực ra, cũng có một vài ngân hàng đã làm, chỉ một vài, không phải tất cả, bởi vì: (1) ngân hàng không có đủ người và thời giờ để tìm kiếm thị trường: nguồn bán, người mua, và (2) nếu có làm cũng chưa chắc đã hiệu quả bằng công ty X. Mỗi người trong nền kinh tế thường đảm nhiệm một hoặc một vài việc. Không ai có khả năng làm được tất cả mọi việc thay cho người khác trên đời. Do vậy, ngân hàng A cũng có đầu tư vào chứng khoán và đồng thời nó cũng cho các công ty khác vay để kinh doanh chứng khoán. Tiền lãi mà các công ty thu được, nhiều khi, dưới con mắt của ngân hàng là hấp dẫn thật. Nhưng đó là phần của người ta, từ công việc của họ. Ngân hàng thì không thể ôm hết các việc của thiên hạ.

Trong thời gian chờ cơ hội tốt để bán trái phiếu, công ty X còn hưởng được lợi tức hoạt động do mỗi trái phiếu sinh ra mỗi ngày vì nó là một loại tài sản sinh lãi. Nếu lãi suất của trái phiếu là cao hơn lãi suất mà X vay của ngân hàng A để mua, lợi tức hoạt động sẽ lớn hơn không ( $> 0$ ) và ít nhất là X không thiệt hại khi đầu cơ vào trái phiếu này. Nhưng nếu lãi suất của trái phiếu là nhỏ hơn lãi suất tiền vay, lúc đó lợi tức hoạt động nhỏ hơn hoặc bằng 0 ( $\leq 0$ ). Quá trình nằm chờ để bán càng lâu, càng làm cho công ty X lỗ nặng nề hơn. Ở các nước đã phát triển, X thường mua trái phiếu dài hạn, trong khi ngân hàng A (để lợi nhuận hóa khoản cho vay) thì lại cho nó vay bằng các khoản vốn ngắn hạn. Vì thế, thường thường lãi suất của trái phiếu sẽ cao hơn lãi suất của ngân hàng. Tuy nhiên, dấu cho thị trường biến động, lãi suất trái phiếu có thấp hơn hoặc bằng lãi suất của ngân hàng, sự thiệt hại của công ty X sẽ là một chi phí mà nó có thể thu lại trong tương lai. Nó không thể cầu toàn rằng mọi việc đều phải có lời. Câu nói nổi tiếng mà X phải biết là “không có mạo hiểm thì sẽ không có kinh doanh”.

#### 8.3.2.2.2. Thỏa thuận bán và mua lại

Vào một ngày nào đó, công ty X có thể kẹt tiền mặt. Trong lúc trái phiếu cũ chưa bán xong, nó lại thấy có một lô trái phiếu mới khá hấp dẫn về lợi tức. Nếu mua nhanh để chỉ vài ngày sau bán lại, X có thể thu được lợi nhuận khá lớn để bù vào các chi phí. Thực là không may, nó không thể vay thêm của ngân hàng A vì bất tiện là 98 triệu cũ chưa trả xong. Đành phải nghĩ đến cách vay ngoài thị trường.

Nếu nghiên cứu kỹ, nó sẽ thấy có nhiều đối tượng sẵn sàng cho nó vay trong một vài ngày. Các công ty bảo hiểm, các quỹ tín dụng, các quỹ xã hội, các ngân hàng khác thường lăm tiềng. đương nhiên nó không thể xin vay suông, mà phải thế chấp. Sau khi tìm được một

công ty tài chính, công ty Z chẳng hạn, sẵn sàng cho vay. Nó thông báo cho ngân hàng biết vì nó cần ngay 10.000.000, nó sẽ chuyển cho Z lượng trái phiếu tương đương 10.000.000 như là khoản thế chấp để vay tiền. Ngân hàng A chấp nhận ngay vì điều dễ hiểu là 10.000.000 tiền mặt cũng sẽ được chuyển từ Z về thẳng tài khoản ở ngân hàng.

Đứng dưới góc độ kinh tế học, đây có thể là một khoản vay ngắn hạn (24 giờ đến vài ngày) có thể chấp là trái phiếu, giữa 2 công ty X và Z. Nhưng trên thị trường tài chính - tiền tệ, người ta gọi đây là hình thức bán và thỏa thuận mua lại (Repurchase Agreements) trái phiếu từ X qua Z trong đó X là chủ thể. Bởi vì, một hợp đồng có ý nghĩa như thế sẽ được lập ra giữa X và Z, trong đó thuyết minh rõ ràng, X bán cho Z, một lượng trái phiếu có các số là..., với số tiền Z phải trả là 10.000.000. Vào 1, 2 hoặc 3 ngày sau đó kể từ ngày bán, X sẽ mua lại các trái phiếu trên với số tiền là 10.001.850 đồng.

Số tiền 1850 đồng trên 10.000.000 tiền vay của X, nếu tính cho một ngày, sẽ tương đương với mức lãi suất 7% một năm. Cách mua bán dưới hình thức mua lại (RPs: Repurchase Agreements) này vô cùng phổ biến trên thị trường tài chính. Nó giúp cho cả các nhà đầu tư và kinh doanh chứng khoán nhanh chóng giải quyết được thê kẹt tiền mặt. Nếu sau một ngày mà công ty X không mua lại được chứng khoán theo hợp đồng, Z sẽ bán cho người khác để thu lấy vốn về.

Thực chất, số trái phiếu không phải được mang đến cho Z. Sau khi nhận séc của Z cho X vay, ngân hàng A chỉ đơn giản chuyển chủ quyền lượng trái phiếu nói trên từ tài khoản của X qua Z trên sổ theo dõi mà không phải chuyển vật chất thực tế. Sau khi nhận được báo có (tiền đã đến) ở tài khoản, X nhanh chóng chi tiêu vào thương vụ đã định. Rất ít có trường hợp nào đưa đến việc X không trả được 10.001.850 để rồi phải chịu cho Z phát mãi trái phiếu.

Hai lý do khiến nó không để tình trạng đáy xảy ra: (1) lượng trái phiếu đã bán cho Z luôn có giá trị thực cao hơn 10.001.850 đồng và (2) đến ngày hạn phải mua lại của hợp đồng RPs, nếu quá kẹt tiền, nó có thể tiếp tục bán ra các trái phiếu khác, cũng theo hình thức RPs để giải quyết nợ hôm đó, chờ các thương vụ sau thu vốn về sẽ hoàn trả. Với cách làm như vậy, nhà kinh doanh X không để cho các chủ quyền trái phiếu nằm yên, mà liên tục vận động nó theo các hợp đồng mua bán ngắn hạn.

Quá trình mua bán như trên, mua bán RPs, là các hoạt động hàng ngày của các nhà kinh doanh. Vì mua bán RPs chỉ là những khoản vay từ 24 giờ đến vài ba ngày tối đa, lãi suất bình quân năm của nó rất thấp. Tuy nhiên, cả hai chủ thể tham gia mua bán RPs đều có lợi. Đứng về phía công ty X, nó giải quyết được việc kẹt tiền mặt cho những thương vụ mua bán trái phiếu có lãi hơn. Bên cạnh đó, lãi suất thấp mà nó phải tính cho Z vào ngày mua lại (1850 đồng) thực chất thấp hơn nhiều so với lãi vay ngắn hạn từ ngân hàng A của nó. Cho nên, nó lợi cả 2 điều khi mua bán RPs. Đối với công ty Z, vấn đề thu được cũng không kém phần thích thú. Thay vì tiền mặt vốn dư thừa vào cuối ngày không sinh ra được đồng lãi nào như tình trạng phổ biến của hầu hết các ngân hàng, công ty tài chính, các công ty kinh doanh khác... 10 triệu nó đưa ra vào chiều ngày hôm nay cho X đến chiều ngày mai, đã làm lợi ra được thêm 1850 đồng, và nếu cứ thế, nó đã hiệu quả rất nhiều hoạt động quản lý tài sản có của mình. Đó là lý do vì sao có hàng trăm công ty hoặc ngân hàng sẵn sàng mua bán RPs với một công ty X bất kỳ nào đó trên bất kỳ thị trường tài chính lớn nào của thế giới.

X đã kiếm được một ít lợi tức từ việc thực hiện các thương vụ ngắn hạn kể cả lợi tức hoạt động từ việc tích trữ trái phiếu. Nhưng lợi tức thực sự lớn của nó sẽ đến từ những hoạt động khác sau đây.

#### 8.3.2.2.3. Lợi nhuận từ cơ chế đòn bẩy

Giống như một nhà kinh doanh khác, X thể hiện tài sản ban đầu của mình lên một bảng chữ T. Nội dung của bảng này với trường hợp X là:

Có	Nợ
Trái phiếu	100 triệu
Vay ngân hàng A Vốn cổ phần	98 triệu 2 triệu

Giả sử lãi suất của ngân hàng và thị trường hạ, cơ chế đòn bẩy, mà chúng ta sẽ có dịp bàn sau, làm cho giá trái phiếu tăng lên. Cho rằng giá trái phiếu tăng 2%. Tài sản có của X sẽ lên đến 102 triệu, trong khi, mọi khoản vay của nó không đổi, bằng cản đối tài sản của nó thành:

Có	Nợ
Trái phiếu	Vay ngân hàng A
102 triệu	98 triệu
	Vốn cổ phần
	4 triệu

Nghĩa là lợi nhuận ròng cấu tạo thêm vào vốn cổ phần 2 triệu. Sự biến động của giá cả thị trường làm cho X giàu lên nhanh hơn hoạt động bình thường. Điều tương tự dĩ nhiên hoàn toàn xảy ra là nếu lãi suất ngân hàng tăng, kéo theo giá chứng khoán hạ 2%, vốn cổ phần của X sẽ trở thành bằng không.

Có	Nợ
Trái phiếu	Vay ngân hàng A
98 triệu	98 triệu
	Vốn cổ phần
	0 triệu

Người ta gọi đây là cơ chế đòn bẩy (Leverage). Trên thị trường tài chính - tiền tệ, thuật ngữ này cực kỳ thịnh hành. Với hai đầu của đòn bẩy (theo nghĩa bóng) là sự may mắn và rủi ro. Theo nghĩa đen là lãi suất và giá cả của hàng hóa. Đến đây, chúng ta có thể hỏi vì sao lãi suất và giá cả lại chia nhau đứng ở hai đầu của đòn bẩy.

Vì mua cổ phiếu hay gửi tiền vào ngân hàng đều là những hoạt động đầu tư để kiểm thêm lợi nhuận đứng về phía người cho vay cuối cùng là nhân dân, chính thái độ của nhân dân trong việc lựa chọn hình thức đầu tư sẽ quyết định tình hình của thị trường tài chính. Nếu vì lý do nào đó (sự can thiệp của NHTW, ảnh hưởng của cung cầu vốn, và ảnh hưởng từ nước ngoài), lãi suất của ngân hàng đột nhiên tăng lên cao hơn lãi suất của trái phiếu, nhân dân nhanh chóng nhận ra rằng gửi tiền vào ngân hàng sẽ có lợi hơn đầu tư vào trái phiếu. Ý thức đó khiến họ thi nhau bán trái phiếu, lấy tiền gửi vào ngân hàng. Thủ tướng tượng rằng, hàng ngàn con người đem trái phiếu ra bán để thu lại tiền mỗi ngày sẽ nhanh chóng làm lượng cung trái phiếu trở nên quá thừa trong khi lượng cầu (sức mua) quá thấp. Giá trái phiếu không diễn tả cũng biết rằng tất yếu sẽ hạ vì tình hình thừa hàng hóa nói trên.

Ngược lại, khi lãi suất ngân hàng xuống quá thấp, thấp hơn so với lãi suất trái phiếu, nhân dân lại thấy rằng lúc đó, đầu tư vào trái phiếu trở nên kinh tế hơn, có lợi hơn. Họ sẽ nhanh chóng rút hoặc chuyển tiền mặt đi mua trái phiếu. Lại hàng ngàn con người đổ xô đi mua làm cho thị trường lên cơn sốt. Giá trái phiếu tất yếu sẽ tăng.

Như vậy, có một cơ chế “bánh cóc” hay đòn bẩy giữa lãi suất và giá cả của trái phiếu. Các nhà kinh doanh chứng khoán, nếu tiên liệu đúng thời cơ để bán ra hay đầu cơ vào trái phiếu một cách hợp lý trước các biến động nói trên, sẽ nhanh chóng thành công. Ngược lại, chỉ tính toán sai, vừa đầu cơ xong thì trái phiếu xuống giá, hoặc vừa bán ra xong thì trái phiếu lên giá, vài lần như vậy là có thể sạt nghiệp. Đó là một phần của tính chất đỏ đen lẩn lộn, rất dễ giàu và cũng rất dễ rơi vào phá sản của kinh doanh và đầu tư chứng khoán, khiến một số chuyên gia đã gọi kinh doanh trên thị trường chứng khoán là lối kinh doanh sòng bạc. Ở đó tài năng không thôi chưa đủ, mà phải có vận may đi kèm để có thể tạo nên sự nghiệp.

#### 8.3.2.2.4. Sự bán non

Nếu công ty X ý thức trước, hoặc dựa vào những nguồn dữ liệu có thể tin cậy được, suy đoán trước rằng lãi suất ngân hàng sẽ tăng và chắc chắn khả năng giá cả chứng khoán hạ 2% là sẽ xảy ra, để tránh hụt vốn như bảng cân đối chữ T số 3 cho biết, và cũng để tận dụng thời cơ kinh doanh có lãi hơn, nó nhanh chóng bán ra hết chứng khoán của nó trước khi giá hạ. Hơn thế nữa, nó có thể vay chứng khoán của công ty Z để bán tiếp ra thị trường.

Cho rằng nó vay của công ty Z 100 trái phiếu loại đáo hạn 6 tháng với giá bè mặt là 1.000.000VND cho mỗi trái phiếu. Khi bán ra, giữa lúc giá chưa hạ, riêng phần trái phiếu vay

mượn giả định rằng đem đến cho nó tổng cộng 98.000.000VND. Nó đem toàn bộ tiền thu được gửi vào tài khoản có kỳ hạn ở ngân hàng A.

Có	Nợ
Gửi có kỳ hạn	100 triệu
	Trái phiếu vay của Z Vốn cổ phần
	98 triệu 2 triệu

Năm hôm hay một tuần sau, may mắn mỉm cười với X, lãi suất ngân hàng tăng lên và giá cổ phiếu sụt xuống 2% thật, đúng như nó đã tiên liệu. Bảng cân đối của nó trở thành:

Có	Nợ
Gửi có kỳ hạn	100 triệu
	Trái phiếu vay của Z Vốn cổ phần
	96.04 triệu 3.96 triệu

Chưa nói đến việc 100 triệu gửi vào ngân hàng sẽ tạo ra lãi thêm cho X (vì lãi suất đã lên). Nó chỉ việc mang 96.04 triệu ra thị trường mua lại 100 trái phiếu có giá trị bù mặt 1.000.000VND và đáo hạn 6 tháng để trả lại cho Z với một ít lãi, rồi ẵm gọn gần 1.96 triệu tiền lãi tăng thêm trong giá trị ròng. Đó là lối hoạt động thứ ba sự bán non (Short Sales). Dĩ nhiên, một lần nữa cũng cần nói rằng, nếu X tiên liệu sai, nghĩa là giá cả không hạ mà lại tăng (vì lãi suất hạ), hoạt động bán non sẽ có thể làm cho nó sụt nghiệp. Thu lượm được thông tin chính xác, bí mật, tiên liệu và quyết định nhanh chóng, hợp thời, vì thế luôn luôn là phương châm bắng vàng của các nhà kinh doanh hay theo lối mua bán non này.

#### 8.3.2.2.5. Kinh doanh theo lối bảo vệ

Nếu nhà kinh doanh X tiên đoán rằng lãi suất sẽ hạ và giá chứng khoán sẽ tăng, anh ta sẽ đi vào con đường đầu cơ. Mua chứng khoán vào thật nhiều để hưởng lợi nhuận theo cơ chế đòn bẩy khi giá tăng. Ngược lại, nếu X cho rằng lãi suất sẽ tăng, giá sẽ hạ trong ngày mai trở đi, anh ta nhanh chóng áp dụng hoạt động bán non và vay mượn chứng khoán bán tiếp để kiếm lời.

Cả hai hoạt động này đều có may và rủi đi kèm. Và như đánh bạc, nếu anh ta may nhiều hơn rủi, tiên đoán đúng, công ty anh ta sẽ phát triển nhanh chóng. Nếu vận đen mỉm cười, kết quả là anh X dự liệu sai. Chắc chắn anh ta mất túi vốn liếng và có thể cả công ty.

Để tránh sự cực đoan nguy hiểm, thành công thì rất lớn, mà thất bại cũng nặng nề, các nhà kinh doanh nhanh chóng thấy rằng: an toàn nhất là chọn con đường dung hòa. Chiến thuật kinh doanh theo lối bảo vệ hay bán ngắn nuôi dài là cách làm của họ. Công ty X sẽ có thể chọn những chứng khoán có lãi suất bù mặt cao nhất để đầu cơ cho tương lai. Không bán vào bây giờ cho dù lãi suất có lên. Mặt khác, nó nghe ngóng tình hình để rồi áp dụng biện pháp bán non cho những chứng khoán khác nếu có tiên liệu rằng lãi suất sẽ lên. Nếu may mắn đến cùng lúc, nó sẽ thắng cả ở chiến thuật đầu cơ và bán non. Nếu không may, nó tiên liệu sai, lãi suất không lên mà giá cả lên sau khi nó bán non, kết quả là nó lỗ nặng, thì lượng trái phiếu đầu cơ kia sẽ cứu vãn bớt thiệt hại. Trong trường hợp, chiến thuật đầu cơ cho tương lai là sai vì giá cả liên tục tăng, do vậy, lãi suất liên tục hạ, thì hoạt động bán non hiện tại sẽ là đúng và lợi nhuận thu được từ bán non sẽ bảo vệ được thiệt hại của việc đầu cơ.

Hầu như tất cả các công ty kinh doanh đều áp dụng cách này trên thị trường chứng khoán. Lợi nhuận mà nó thu được có thể thấp, nhưng chắc chắn không có rủi ro lớn. Còn nếu vận may tới, nó có thể thành công ở cả hai phương thức hoạt động.

#### 8.3.2.2.6. Bán lẻ, mua lẻ

Các nhà kinh doanh (Dealers) là xương sườn của thị trường tài chính - tiền tệ. Vào mọi thời điểm, họ luôn là những chủ thể sẵn sàng bán và sẵn sàng mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Để có thể dễ dàng trong việc mua và bán cổ phiếu các loại, các nhà kinh doanh thường lập ra một cách chi tiết các sổ theo dõi để giữ khách hàng. Bên cạnh sổ theo dõi khách hàng, là những danh mục được trình bày bằng bảng chữ điện tử hoặc in án công khai về tất cả các loại hàng hóa (trái phiếu), thông tin của nó về giá cả, thời gian đáo hạn, lãi suất, giá bán, giá mua vào từng giờ mỗi ngày. Người ta gọi đây là danh mục chứng khoán (Security Listings).

Nhà kinh doanh và các nhà đầu tư (cho vay) đi mua cổ phiếu cùng các nhà bán cổ phiếu (đi vay) gặp nhau và làm việc với nhau thông qua danh mục này. Để giúp chúng ta dễ dàng thâm nhập vào thế giới của các nhà kinh doanh và hoạt động bán lẻ của họ. Bảng 8.8 trình bày nguyên mẫu bảng danh mục chứng khoán của một công ty kinh doanh trên thị trường chứng khoán New York (NYSE: New York Stock Exchange) vào ngày 27 tháng 1 năm 1996. Cột thứ nhất của bảng danh mục cho biết ngày đáo hạn của trái phiếu (Maturity Date) các chữ viết tắt P (và một số khác có các chữ n, k) sau ngày đáo hạn trình bày về loại chứng khoán. Nó giúp các nhà đầu tư phân biệt rõ đâu là loại chứng khoán phải chịu thuế thu nhập cao, đâu là loại chứng khoán có thuế thu nhập trung bình hoặc miễn thuế. Cột tiếp theo cho biết chỉ số lãi suất bình quân năm của phiếu nợ thông thường cùng ngành (Annual Coupon Rate) vào thời điểm đó. Cột Bid cho biết giá mà nhà kinh doanh sẽ trả để mua chứng khoán (Bid Price). Cột Ask thông báo giá bán của nhà kinh doanh (Ask Price hay Offer Price).

**Bảng 8.8: Danh mục chứng khoán Bonds and Notes**

Date	Rate	Bid	Ask	Chg	Yield
Jan 96	9 1/4	103-13	103-17	-05	8.48
Feb 96 P	8 7/8	101-21	101-25	-06	8.49
Apr 96 P	9 3/8	104	104-04	-07	8.50
May 96 P	7 3/8	94-16	94-20	-07	8.49
Jul 96 P	7 7/8	96-27	96-31	-07	8.49
Oct 96 P	8	97-17	97-21	-06	8.46
Nov 96 P	7 1/4	93-15	93-19	-07	8.51
Jan 97 P	8	97-22	97-25	-07	8.43
May 97 P	8 1/2	99-28	100	-05	8.50
Aug 97 P	8 5/8	100-17	100-21	-06	8.50
Nov 97 P	8 7/8	101-29	102-01	+05	8.51
Feb 98 P	8 1/8	97-19	97-23	-11	8.52
May 98 P	9	102-19	102-23	-10	8.53
Aug 98 P	9 1/4	104-02	104-06	-13	8.55
May 98 P	7	89-25	90-11	-12	8.65
Nov 98 P	3 1/2	89-14	90-16	-15	4.84
Nov 98	8 7/8	101-28	102	-12	8.54
Feb 99 P	8 7/8	101-30	102-02	-13	8.54
May 99	8 1/2	99-12	99-22	-15	8.55
May 99 P	9 1/8	103-18	103-22	-12	8.54
Aug 99 P	8	96-18	96-22	-13	8.51
Nov 99 P	7 7/8	95-31	96-02	-13	8.47

Nguồn: The New York Times, January 27, 1996

Cá giá bán và mua, xin lưu ý rằng, được tính theo tỷ lệ % của giá bè mặt trái phiếu, và chỉ số đi sau gạch nối là tỷ lệ trên 32 của giá bè mặt. Thí dụ trái phiếu có đáo hạn vào tháng Giêng 1997 có chỉ số giá mua là 97-22, giá bán 97-25, nghĩa là nhà kinh doanh sẵn sang mua trái phiếu loại đó với giá =  $97, \frac{22}{32}$  giá bè mặt và sẵn sàng bán ra với giá  $97, \frac{25}{32}$  giá bè mặt.

Như vậy, một trái phiếu có giá trị bè mặt (gồm cả vốn lãi) là 10.000.000VND, đáo hạn vào tháng Giêng 1997, sẽ được nhà kinh doanh mua vào với giá tiền là:

$$97, \frac{22}{32} \% \times 10.000.000VND = 97.69\% \times 10.000.000VND \\ = 0.9769 \times 10.000.000VND = 9.769.000VND$$

Và bán ra là:

$$97, \frac{25}{32} \% \times 10.000.000VND = 97.78\% \times 10.000.000VND \\ = 0.9778 \times 10.000.000VND = 9.778.000VND$$

Cơ chế mua bán này sẽ được tiếp tục nhắc lại vài lần nữa ở các phần sau. Do vậy, chúng ta sẽ có cơ hội hiểu rõ ràng hơn. Cột Chg chỉ ra tỷ lệ trên 32 về độ tăng giảm (Change) của giá mua trái phiếu (Bid) vào thời điểm đang xét so với ngày hôm qua. Trong bảng 8.8 của chúng ta chỉ có duy nhất loại trái phiếu có đáo hạn vào tháng 11 năm 1997 là tăng giá 5/32 so với giá mua của ngày trước đó. Còn ngoài ra đều giảm giá so với ngày hôm trước. Thí dụ như trái phiếu có đáo hạn tháng Giêng 1997 mà chúng ta vừa tính, vào ngày 27 tháng 1, được các nhà kinh doanh mua vào với giá 9.769.000VND. Giá mua này đã sụt hơn giá mua hôm trước (ngày 26 tháng 1) 07/32 hay là giá mua ngày hôm trước (26 tháng 1) được khóa sổ với mức 97, 29/32.

Cột cuối cùng cho biết mức lợi tức % mà trái phiếu được nhà phát hành áp định khi phát hành. Trái phiếu có đáo hạn tháng Giêng 1997, khi được phát hành (có thể vào 4 năm về trước), nhà phát hành hay chủ thẻ vay đã quy định lãi suất thu được hàng năm của nó là 8,43%. Lúc đó trái phiếu 4 năm, đáo hạn tháng Giêng 1997, có giá trị bì mặt 10.000.000VND (cả vốn lẫn lãi) sẽ được phát ra với giá:

$$P_1 = \frac{P}{(1+r)^t} = \frac{10.000.000}{(1+0,0843)^4} = 7.235.890VND$$

Khi nhà phát hành bán trái phiếu ra vào 4 năm trước (cho là vào ngày 1 tháng 1 năm 1993), họ chỉ bán với giá 7.235.890VND. Người nào mua trái phiếu này giữ đúng 4 năm sau, khi đáo hạn, sẽ được nhận cả vốn lẫn lãi là 10.000.000VND, đó là đúng với giá bì mặt của nó. Thế nhưng chúng ta biết rằng ít ai giữ trái phiếu được đúng 4 năm. Họ, vì việc cần, có thể đem bán ra thị trường, thậm chí chỉ vài hôm sau khi mua. Do vậy, trong vòng đời 4 năm, trái phiếu có thể qua tay 100 người hoặc hơn. Lợi tức trên cột Yield chỉ còn mang tính tham khảo. Lợi tức thực sự mà mỗi người sở hữu có thể có chỉ còn phụ thuộc vào kết quả mua bán hoặc thương lượng trên thị trường mà thôi.

Giá cả mà nhà kinh doanh bán ra (Ask) hoặc mua vào (Bid) trong danh mục được dựa trên cơ sở lãi suất chiết khấu của ngân hàng (Bank Discount) để thương lượng với người mua hoặc bán trái phiếu. Đừng hỏi vì sao phải dựa vào tỷ suất chiết khấu của ngân hàng. Nó là một thói quen lịch sử có từ thế kỷ XIX. Được tính bởi công thức:

$$BD = \frac{FV - P_b}{FV} \times \frac{360}{M} \quad (8.1)$$

Trong đó: BD: tỷ suất chiết khấu của ngân hàng

FV: giá bì mặt của trái phiếu.

P<sub>b</sub>: giá mua của nhà kinh doanh chứng khoán (hay giá bán của chủ đầu tư).

M: Số ngày còn lại kể từ thời điểm mua, bán cho đến đáo hạn.

360: là số ngày quy ước tính lãi của 1 năm (không phải 365).

Thí dụ chúng ta muốn tính xem trái phiếu có đáo hạn vào ngày 27 tháng 1 năm 1997 hiện nay giá bán là bao nhiêu? Cho rằng trái phiếu có giá trị bì mặt là 10.000.000VND. Ngày thương lượng để mua bán hôm nay, thí dụ là ngày 31 tháng 7 năm 1996, như vậy M = 180. Tỷ suất chiết khấu của ngân hàng (BD) hiện nay là 12%/năm.

$$\text{Ta sẽ có: } P_b = FV - \frac{BD \times M \times FV}{360} \quad (8.2)$$

$$= 10.000.000VND - \frac{0,12 \times 180 \times 10.000.000VND}{360} = 9.400.000VND$$

Vậy nhà kinh doanh X sẽ mua vào trái phiếu nói trên với giá tiền là: 9.400.000VND.

Hoạt động bán lẻ và mua lẻ này có thể diễn ra với số lượng từng trái phiếu một hoặc hàng chục, hàng trăm trái phiếu trở lên. Danh từ bán lẻ, mua lẻ chỉ là hình dung từ để chỉ ra một phạm trù mua bán nhỏ hơn so về số lượng và tổng giá trị trên từng thương vụ, với hoạt động bên mua theo kiểu RPs, Leverage và Short Sales mà thôi. Nó không mang nghĩa hẹp là chỉ mua bán từng tấm trái phiếu một. Chính hoạt động mua lẻ bán lẻ này đã thu hút sự tham gia của mọi tầng lớp nhân dân đầu tư vào trái phiếu. Không quá đáng chút nào cả khi nói rằng, sở dĩ thị trường chứng khoán có hoạt động ầm ĩ mỗi ngày ở các nước công nghiệp là nhờ vào hoạt động bán mua lẻ này, và chính nó đã giúp cho thị trường thực hiện được chức năng huy động tài chính và các nguồn tài sản một cách sâu rộng ở mọi ngóc ngách của xã hội.

Tại một số nước, như Thái Lan, vì thị trường tài chính - tiền tệ chưa đủ lớn để hấp dẫn trực tiếp nhân dân, các nhà phát hành, các ngân hàng, công ty... và kể cả các nhà kinh doanh chứng khoán phải dựa trên báo chí, và một số phương tiện đại chúng khác để công bố giá mua và giá bán các loại trái phiếu. Bảng 8.9 dưới đây cho thấy hai mẫu thông báo bán lẻ và mua lẻ chứng khoán của ngân hàng Bangkok và Ngân hàng nông nghiệp Thái vào ngày thứ năm, 25 tháng 7 năm 1996. Phía dưới là điện thoại của các trung tâm thương mại để giúp cho các nhà đầu tư, kinh doanh khác và nhân dân liên lạc khi cần mua hoặc cần bán chứng khoán loại đó cho họ.

**Bảng 8.9: Danh mục bán lẻ, mua lẻ chứng khoán tại Thái Lan (25-7-96)**

Issue	Coupon	Matures	Buy		Sell	
			Price	Yield	Price	Yield
PTT 2536/2	8.18%	28/7/97	101.06	8.30375	101.72	7.55375
EGAT 2536/2	8.64%	8/7/98	100.70	8.43250	102.05	7.68250
BAAC 2537/7	8.98%	29/6/99	99.25	8.56313	101.22	7.813163
GHB 2536/2	8.12%	14/5/00	99.95	8.61313	102.36	7.86313
PWA 2537/4	9.07%	29/9/00	104.34	8.63688	107.00	7.88688
GHB 2539/2	9.45%	28/11/00	104.28	8.64688	107.04	7.89688
PWA 2537/2	9.19%	20/7/01	102.07	8.68688	105.15	7.93688
GHB 2539/4	9.05%	23/1/02	101.41	8.71875	104.73	7.96875
ETA 2537/7	9.24%	29/6/02	102.86	8.74563	106.40	7.99563

Nguồn: Bangkok Post, Thursday July, 1996 - P.28

**Quoted by Bangkok Bank, Securities Trading Centre, 235-0848-9 or 230-1215  
Thai Farmers Bank**

Issue	Coupon	Matures	Buy		Sell	
			Price	Yield	Price	Yield
BAAC 2538	9.350%	20/3/98	1,043.15	8.625	1,050.81	8.125
INV 2533/2	10.00%	06/2/00	1,043.21	8.875	1,058.55	8.375
GHB 2535/2	9.50%	13/8/02	1,070.33	8.900	1,094.08	8.400
SINGER	9.00%	25/1/97	10,358.25	11.000	1,039.94	10.750
FIN 1	3.75%	15/1/01	765.86	10.650	773.47	10.400
HSBC	11.00%	3/11/00	1,055.85	10.080	NA	-
ROBIN	12.50%	26/7/99	1,083.51	11.650	1,089.80	11.400
UCOM	11.50%	10/8/00	1,065.65	11.000	1,059.18	10.900
REGCO	11.25%	7/12/01	10,551.83	10.250	10,656.43	10.000
KK	11.50%	09/8/98	10,615.64	11.000	10,660.62	10.750

2731275-6, 2731294, 2701282

Không những cần cho bán lẻ, mua lẻ, việc công bố danh mục chứng khoán vẫn cần thiết cho những thương vụ lớn hơn giữa các nhà kinh doanh cấp II với nhau. Dĩ nhiên, xin phép nhắc lại rằng giữa các nhà kinh doanh cấp I và chủ phát hành, hoạt động mua bán chỉ diễn ra yên lặng, không ầm ĩ, trên điện thoại, máy tính, mặc dù vô cùng dữ dội và không kém phần tàn nhẫn. Ở các thị trường lớn như New York, FrankFurt, London, Paris, Tokyo, các nhà kinh doanh cấp I và các nhà đầu tư vẫn rất chịu khó tìm thông tin và các cơ hội bất ngờ bằng đủ mọi cách kể cả trên báo. Ngoài việc tích lũy dữ kiện về tình hình lên xuống của cổ phiếu, trái phiếu hầu có thể có những suy luận chính xác và kịp thời cho những biến động có thể xảy ra vào những ngày sắp đến để quyết định chiến lược mua - bán, các nhà kinh doanh cấp II, các nhà đầu tư còn có thể tìm từ các danh mục những kẽ hở trong hoạt động của đối thủ cạnh tranh, suy ra từ biến động của giá và lợi nhuận.

**Bảng 8.10: Danh mục chứng khoán trên Wall Street Journal tháng 7/1996**

52 weeks												
Hi	Lo	Stock	SYM	DIV	Yld %	PE	Vol 100s	Hi	Lo	Close	Net change	
3 1/8	1/8	Equitec	EFG	...	...	...	13	13/32	13/32	13/32		
47 1/8	32 3/8	Esselttebusn	ESB	.96	2.0	18	74	47	47	47		
14 1/4	9 7/8	Esterline	ESL	...	...	11	21	11 1/2	11 3/8	11 1/2		
29	22 7/8	Ethylcp	EY	.60 a	2.4	13	1913	25 5/8	25 1/4	25 3/8		
16 1/2	14 5/8	Excelsior	EIS	1.39 e	8.8	...	4	16	15 7/8	18 7/8	- 1/8	
51 5/8	41 1/2	Exxon	XON	2.40	5.2	20	6258	46 5/8	46 1/4	46 ¼	- 3/8	

Bảng 8.10 là một thí dụ nguyên mẫu khác về danh mục chứng khoán được khóa sổ vào lúc 4 giờ 30 chiều vào một ngày của tháng 7 năm 1996, trên Wall Street Journal. Mọi thông tin khác đều có những nét chính tương đồng với thông tin này. Khi chúng ta hiểu được nội dung của bảng này, chúng ta có thể đọc và hiểu được các nội dung thông báo và danh mục chứng khoán khác, trên các phương tiện thông tin ở thị trường chứng khoán New York, London hoặc các báo ra hàng ngày ở các nước kể trên. Bằng cách này, chúng ta có thể thâm nhập sâu và dễ dàng hơn nữa vào thế giới buôn bán sỉ và lẻ của thị trường tài chính - tiền tệ.

Trong bảng 8.10 trên, giá cả chứng khoán được tính bằng USD. Từ trái sang phải, cột thứ nhất và thứ nhì cho biết giá cao nhất (hi) và thấp nhất (lo) của mỗi loại chứng khoán trong năm trước đó (1995). Cột thứ 3 chỉ loại chứng khoán theo tên các tập đoàn công nghiệp đã phát hành ra nó. Thí dụ như hàng cuối cùng, chứng khoán của công ty Exxon, trong năm vừa qua, giá cao nhất của nó là  $51\frac{5}{8}$  USD cho một chứng khoán, giá thấp nhất là  $41\frac{1}{2}$  USD. Cột thứ 4 là tên viết tắt mà cũng là biểu tượng được in trên các bảng thông báo và trên tờ chứng khoán. Cột thứ 5 cho biết về tiền lãi được chia gần đây nhất đối với cổ phiếu (dividend). Với Exxon, tỷ lệ lãi được chia là 2,40 USD cho 1 cổ phiếu. Tiền lãi ấy chiếm 5,2% giá trị bề mặt của chứng khoán (cột 6). Cột 7 chỉ ra tỷ lệ PE (Price - Earnings) hay chỉ số bình quân giữa giá chứng khoán hiện tại với tiền lãi kiếm được. Trong trường hợp Exxon là 20 lần. Cột 8 là số lượng cổ phiếu hay chứng khoán đã được mua bán trong ngày nói trên. Exxon, với đơn vị tính là 100 cổ phiếu, đã có khối lượng mua bán là 628.500 cổ phiếu.

4 cột cuối cùng cho biết những thông tin tiếp theo về việc mua bán của ngày hôm đó. Giá cao nhất của chứng khoán Exxon từng được mua bán là  $46\frac{5}{8}$  USD. Giá thấp nhất đã được mua bán là  $46\frac{1}{4}$  USD và giá vào cuối ngày hay đóng cửa (Closing Trade) là  $46\frac{1}{4}$  USD một chứng khoán. Giá đó đã hạ đi  $-\frac{3}{8}$  so với giá cuối ngày hôm trước.

Vào buổi sáng hôm sau, các nhà đầu tư, các nhà kinh doanh, sau khi đã nghiên ngẫm các thông tin như thế từ đêm hôm trước, sẽ bắt đầu chọn loại hàng hóa để mua hay bán. Với các nhà kinh doanh và đầu tư mà thị trường chứng khoán là công việc sinh nhai, là môi trường sống, mua bán là nghề của họ; thì họ thường chỉ tố thái độ và ra quyết định chỉ từ 12<sup>h</sup>00 đến 16<sup>h</sup>30 mỗi ngày. Từ sáng đến 12<sup>h</sup>00 là giờ họ thu thập thêm thông tin mới về tình hình phát hành thêm hoặc mua vào của các công ty, chính phủ, nghe ngóng về lãi suất của ngân hàng, chính sách của NHTW để dự đoán khả năng đầu tư của các nhà tiêu thụ cuối cùng. Một cách chính thức, mức lãi suất quyết định thái độ của các nhà tiêu thụ chứng khoán. Đến lượt, thái độ của người mua cuối cùng này, quyết định hành vi và hoạt động của giới kinh doanh trên thị trường. Do vậy, tất nhiên họ phải quan tâm đến: nhân dân, người tiêu thụ đồng đảo.

### **8.3.3. Quyết định của nhà đầu tư cuối cùng**

Chúng ta gọi nhân dân - những người sau cùng mua trái phiếu, cổ phiếu là các nhà đầu tư cuối cùng (Ultimate Investors) để phân biệt với các nhà kinh doanh. Bởi vì khi họ mua chứng khoán để đầu cơ, tích trữ, họ cũng là nhà đầu tư: nhà đầu tư tạm thời.

Đương nhiên, đã có thị trường, có người sản xuất và kinh doanh hàng hóa thì cũng phải có người tiêu thụ hàng hóa. Những gì đã đúng với thị trường hàng hóa vật chất hữu hình thì cũng sẽ đúng với thị trường hàng hóa các loại khác kể cả tài chính và tiền tệ. Thị trường này cũng cần có người tiêu thụ hàng hóa. Giữa hàng hóa chứng khoán với các loại hàng hóa vật chất khác có một điểm khác biệt là quá trình tiêu thụ các loại hàng hóa vật chất là quá trình sử dụng nó với tư cách là các phương tiện sinh hoạt như ăn, uống, mặc cho đến khi hàng hóa không còn tồn tại, bị biến chất thành dạng khác hoặc bị tự hủy; ngược lại quá trình tiêu thụ chứng khoán là quá trình giữ nó trong tay như một phương tiện để sáng tạo ra giá trị mới là tiền lãi, giống như cho vay. Hàng hóa “chứng khoán” chỉ bị đào thải khi nó đến hạn thu hồi.

Tuy nhiên, để tránh nhầm lẫn, cần phân biệt rõ thể nào là nhà đầu tư hay tiêu thụ cuối cùng. Bởi vì, lý do sinh ra sự nhầm lẫn là nếu gọi quá trình giữ nó trong tay để sinh lãi là một quá trình tiêu thụ, thì lúc ấy mọi người đều có thể là người tiêu thụ. Kho mà phân biệt rạch ròi giữa người kinh doanh và người tiêu thụ, vì chỉ giữ nó trong tay 1 ngày rồi ngày mai bán đi, chứng khoán vẫn tạo ra lãi cho người kinh doanh. Như vậy ông ta cùng lúc vừa là người tiêu thụ vừa là nhà đầu tư.

Thị trường tài chính - tiền tệ xác định nhà tiêu thụ cuối cùng hay đầu tư cuối cùng dựa vào quá trình định tính chủ thể. Một tác nhân được gọi là nhà kinh doanh khi và chỉ khi anh ta hoặc công ty nào đó được sinh ra với mục đích mua đi và bán lại chứng khoán kiếm lời. Mục đích ấy do chính công ty hay cá nhân xác định ngay từ đầu. Quá trình giữ chứng khoán trong tay hơi lâu dài một chút chỉ là một việc ngoài ý muốn vì chưa tới cơ hội để bán, hoặc là hành vi đầu cơ như một thủ thuật kinh doanh để kiếm lợi nhuận trong những đợt bán sắp tới, chứ không phải chủ thể ấy được sinh ra để mua chứng khoán cất giữ và kiếm lãi từ việc cất giữ này (cho đến ngày đáo hạn). Tính chất trên hoàn toàn khác với đồng đảo nhân dân. Đa số họ mua chứng khoán là để thuần túy hưởng lãi suất do cơ quan phát hành trả vào ngày đáo hạn.

Nếu lãi suất chứng khoán cao hơn lãi suất ngân hàng, họ mua chứng khoán. Ngược lại, nếu lãi suất tiền gửi ngân hàng cao hơn lãi suất có thể thu được từ chứng khoán, họ bán chứng khoán, rút tiền về để gửi ngân hàng. Hành vi của họ rõ ràng là hành vi cho vay dưới hình thức này hoặc hình thức khác chứ không phải kinh doanh. Họ chỉ bán ra chứng khoán khi lãi suất của nó trở nên thấp, hoặc khi quá cần tiền mặt, chứ không sống bằng việc mua và bán này.

Do vậy, bộ phận thứ hai rõ ràng là các nhà đầu tư cuối cùng hay các nhà tiêu thụ cuối cùng vì họ đích thực là chủ thể cho vay vốn trên thị trường tài chính - tiền tệ. Chính quyền và các doanh nghiệp với tư cách là chủ thể tạo ra hàng hóa (chứng khoán) để vay nợ, thura hiểu rằng đồng đảo nhân dân là nguồn tài chính khổng lồ mà họ cần huy động, chứ không phải là 300 hay 400 nhà kinh doanh cấp I, cấp II và môi giới. Đồng ý rằng tài chính của số 300, 400 nhà này cũng lớn thật, nhưng không là cái gì khi so sánh với tài chính của đại bộ phận nhân dân trong cả nước. Huống hồ, tài chính của 300, 400 nhà nói trên là được tập trung để mua, bán chứ không phải để cho vay.

Để quyết định việc mua cổ phiếu hay gửi tiền vào ngân hàng, các nhà đầu tư cuối cùng quan tâm nhiều nhất đến vấn đề lợi tức.

#### **8.3.3.1. Lợi tức của chứng khoán**

Thông thường lợi tức của chứng khoán khi so sánh với lợi tức thu được từ tiền gửi ngân hàng trong cùng thời gian sẽ xác định được khái niệm là: lợi tức chứng khoán hiện đang cao hay thấp.

Nếu lợi tức từ tiền gửi có kỳ hạn 1 năm (trước thuế) được ngân hàng trả là 10%:

- Thì lợi tức của chứng khoán 1 năm (trước thuế) sẽ là cao đến rất cao nếu nó là  $r$ , với  $r > 10\%$ .

- Ngược lại, lợi tức của chứng khoán 1 năm (trước thuế) sẽ là thấp đến rất thấp nếu  $r \leq 10\%$ .

Các khái niệm cực kỳ đơn giản này rất quan trọng. Bởi vì nó quyết định khuynh hướng mua chứng khoán nhiều hay ít của nhân dân. Trong trường hợp 1, nhân dân sẽ thích mua chứng khoán làm phương tiện đầu tư hơn gửi tiền vào ngân hàng, ngoại trừ một vài lý do phải gửi một ít để sử dụng séc hoặc thẻ thanh toán. Trong trường hợp 2, chắc chắn nhân dân sẽ giảm hẳn việc mua chứng khoán mà gửi tiền vào ngân hàng để có lợi tức cao hơn. Việc nhân dân quan tâm đến lợi tức của việc cho vay là điều tất nhiên.

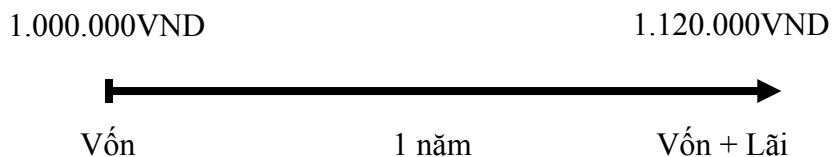
##### **8.3.3.1.1. Cố định giá bán và lãi suất**

Trước thập niên 50, đã có nhiều nước thực hiện cách phát hành trái phiếu vay nợ của dân cố định cà giá bán và lãi suất. Trả lợi tức theo cách này thực chất không khác gì tính lãi cố định như tiền gửi vào ngân hàng. Nếu bạn mua một trái phiếu của nhà nước hoặc một doanh nghiệp nào đó vào ngày 1 tháng 10 năm 2006, với giá trị bì mặt 1.000.000 VND, thời gian đáo hạn là 1 năm và lãi suất là 12% năm, bạn phải bỏ ra đúng 1.000.000 VND để trao cho nhà phát hành. Vào đúng 1 năm sau, ngày 1 tháng 10 năm 2007, bạn mang trái phiếu đến chi nhánh nơi phát hành, người ta sẽ trả cho bạn:

$$1.000.000VND (\text{vốn}) + 1.000.000 \times 12\% (\text{lãi}) = 1.120.000VND$$

$$\text{hay} = 1.000.000 \times (1 + 0,12) = 1.120.000VND$$

Đây là bạn mua cổ phiếu 1 năm.

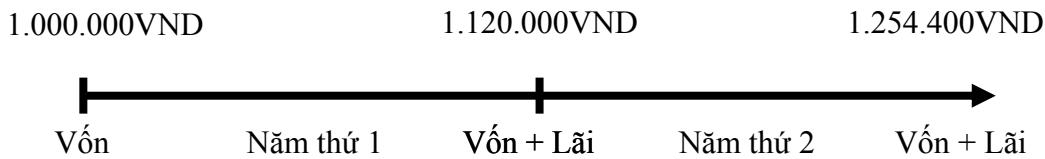


Trong trường hợp bạn mua trái phiếu cũng có giá trị bì mặt 1.000.000VND, lãi suất 12% năm, nhưng có thời gian đáo hạn không phải 1 mà là 2 năm thì sao? Trước tiên bạn cũng phải bỏ ra 1.000.000VND để mua và sở hữu trái phiếu. Sau đó, bạn phải nhận thức rằng, nếu chủ thể phát hành không quy định trả lãi mỗi năm mà chỉ trả lãi một lần một vào thời gian đáo hạn thì đúng 2 năm sau, 1/10/2008, bạn mới được đến nhận lại cả vốn lẫn lãi. Bạn sẽ nhận được:

$$1.000.000VND + (1.000.000 \times 12\%) + \{[1.000.000 + (1.000.000 \times 12\%)] \times 12\%\\ = 1.254.400 VND$$

Vì sao vậy? Vì cả vốn và lãi năm thứ nhất cộng dồn thành 1.120.000VND sẽ trả thành vốn gốc của bạn cho vay vào đầu năm thứ 2. Do vậy tổng vốn và lãi vào cuối năm thứ 2

không phải là 1.240.000VND như chúng ta vẫn nhầm là 12% lãi suất 1 năm thì 2 năm là 24%. Biểu diễn sau đây tóm tắt điều đó:



Đẳng thức phía trên được viết thành:

$$\begin{aligned}\text{Vốn và lãi sau 2 năm} &= [1.000.000 + (1.000.000 \times 12\%)] \times (1+12\%) \\ &= 1.000.000 \times (1 + 12\%) \times (1 + 12\%) \\ &= 1.000.000 \times (1 + 12\%)^2\end{aligned}$$

Số bình phương là số chỉ năm đáo hạn. Vậy cổ phiếu có năm đáo hạn là n, vốn gốc là  $P_1$ , cả vốn lẫn lãi vào năm n là  $P_n$  và lãi suất là r.

$$P_n = P_1 \times (1 + r)^n \quad (8.2)$$

Xin lưu ý rằng công thức này không khác công thức trong phân đoạn 7.4.1 chương 7 ở phần trước. Ở đây  $P_n$  thay thế cho  $P_2$ .

Với cách cố định vốn và trả lãi theo thời gian đáo hạn như trên, mua trái phiếu không khác gì gửi tiền vào ngân hàng. Việt Nam trước đây từng áp dụng hình thức này để huy động vốn trong dân bù thâm thủng ngân sách với tên gọi phổ biến là CÔNG TRÁI. Nhiều loại trái phiếu trả lãi suất cho người gửi theo từng tháng. Trong trường hợp này, nhân dân chỉ việc so sánh giữa lãi suất trái phiếu và lãi suất ngân hàng cùng với độ an toàn của 2 trường hợp, là có thể đi đến quyết định đầu tư một cách dễ dàng. Khi lãi suất ngân hàng cao hơn, họ ngưng không mua trái phiếu mà gửi tiền vào ngân hàng. Khi lãi suất ngân hàng thấp, họ rút tiền từ ngân hàng chuyên đi mua trái phiếu nhiều hơn.

Ưu điểm của phương thức này là nó giúp ngân sách huy động và tính toán được chính xác số tiền cần, bằng cách lấy giá trị bề mặt nhân cho số trái phiếu bán được, cũng như người theo dõi biết chắc số tiền lãi phải trả khi đã phát hành xong. Nhưng nó có đầy rẫy nhược điểm mà những nhược điểm này là ưu điểm của phương thức thứ hai. Với phương thức thứ hai, được áp dụng ở Châu Âu và Bắc Mỹ từ sau thập niên 50, tình hình và thái độ quyết định của nhân dân bắt đầu phụ thuộc vào nhiều thông số hơn.

#### 8.3.3.1.2. Cố định giá bè mặt, thả nổi lãi suất

Giả định kho bạc nhà nước công bố việc phát hành ra 1.000.000 trái phiếu theo hình thức này. Lúc đó giá trị của mỗi trái phiếu được in bằng số lượng đơn vị tiền của quốc gia trên bề mặt của tấm trái phiếu, được gọi là giá trị bè mặt (Face Value). Nó được định nghĩa như sau:

“Giá trị bè mặt của trái phiếu là số tiền vốn cộng với lãi, mà cơ quan phát hành sẽ phải trả cho người sở hữu trái phiếu vào đúng ngày đáo hạn”.

Như vậy, nếu mỗi trái phiếu của kho bạc có giá trị 1.000.000VND, thời gian đáo hạn là 1 năm, thì con số 1.000.000VND trên trái phiếu, chính là tổng số tiền vốn và lãi mà kho bạc sẽ phải trả cho người sở hữu cuối cùng cầm đến vào đúng 1 năm sau ngày phát hành.

Đương nhiên, khi đã cố định giá trị bè mặt như vậy, kho bạc không thể bán trái phiếu ra, vào ngày phát hành, với giá bán (Market Price) là 1.000.000VND. Bởi vì nếu kho bạc bán ra cũng với giá bằng đúng giá trị bè mặt, lúc đó lãi suất của trái phiếu sẽ bằng 0. Khi  $P_n$  là giá trị bè mặt,  $P_1$  là giá bán hiện nay, công thức:

$$P_n = P_1 \times (1 + r)^n$$

cho thấy rằng  $P_n = P_1$  và khi và chỉ khi  $(1 + r)^n = 1$  có nghĩa là lãi suất  $r = 0$ .

Không ai đem tiền cho vay (không phải cho mượn, vì mượn tính chất khác vay) để nhận lãi suất bằng 0 cả. Kho bạc không thể bán giá bằng 1.000.000VND cho mỗi trái phiếu mà phải thấp hơn. Thế thì nó bán ra giá bao nhiêu?

Công thức trên có thể viết lại thành một công thức khác như sau:

$$P_1 = \frac{P_n}{(1 + r)^n} \quad (8.3)$$

Giá bán ra của kho bạc sẽ phụ thuộc vào 2 thông số: (1) Giá trị bù mặt  $P_n$ , và (2) Lãi suất  $r$ . Để thấy rằng khi lãi suất  $r$  càng lớn thì giá bán ra sẽ càng thấp. Ngược lại, khi giá bán ra ( $P_1$ ) càng lớn, càng xấp xỉ với giá trị bù mặt thì lãi suất ( $r$ ) mà người mua có thể được hưởng sẽ càng nhỏ. Thí dụ, nếu trái phiếu nói trên có hạn là 1 năm ( $n = 1$ ) thì:

$$r = \frac{P_n - P_1}{P_1}$$

Khi kho bạc bán trái phiếu ra giá 950.000VND, người mua trái phiếu sẽ được hưởng lãi suất một năm (từ số vốn bỏ ra cho vay 950.000VND) là:

$$r = \frac{1.000.000 - 950.000}{950.000} = 0,0526 \text{ hay } 5,26\% \text{ năm}$$

Khi kho bạc bán trái phiếu ra với giá 900.000VND, người mua trái phiếu, tức người cho nhà nước vay 900.000, sau một năm, sẽ được hưởng lãi suất là:

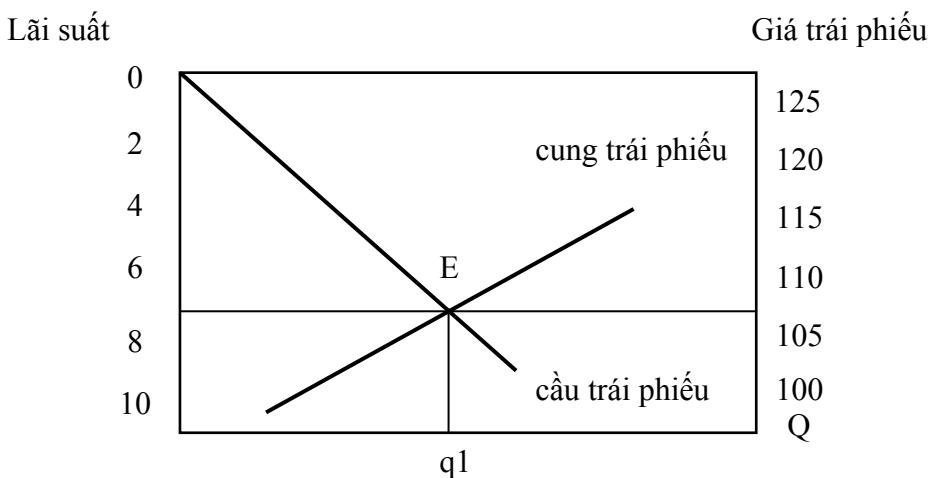
$$r = \frac{1.000.000 - 900.000}{900.000} = 0,1111 \text{ hay } 11,11\% \text{ năm}$$

Phương thức phát hành cố định giá trị bù mặt và thả lỏng lãi suất có 3 ưu điểm vô cùng quan trọng:

- Đúng về phía chủ thể phát hành như nhà nước địa phương, kho bạc, các công ty... thả lỏng lãi suất theo tình hình thị trường tạo rất nhiều ưu điểm. Nếu nhu cầu đầu tư hiện tại đang lên cao, khuynh hướng mua trái phiếu đang tăng, tình hình đó sẽ đẩy giá thị trường của trái phiếu lên vì cạnh tranh. Các chủ thể phát hành sẽ hưởng lợi rất đáng kể vì thu được lượng tiền lớn hơn, và lãi suất phải trả trong tương lai trở nên thấp. Họ không thể đạt được điều này bằng cách cố định lãi suất như phương thức thứ nhất. Rõ ràng với cơ chế mặc giá cả cho thị trường quyết định, khi nhu cầu đầu tư tăng, họ có lợi hơn rất nhiều.

Khi cầu của thị trường về đầu tư xuống thấp, nhân dân không mua trái phiếu nhiều nữa, sự cố định lãi suất như cách thứ nhất vẫn rất bất tiện. Nếu cố định lãi suất cao hơn ngân hàng để thu hút cho được chủ thể đầu tư nhằm bán cho hết trái phiếu thì không những họ sẽ phải trả lãi suất rất nặng trong tương lai, mà còn rất khó xác định là nên cố định mức lãi suất cao hơn bao nhiêu so với lãi suất ngân hàng thì vừa. Bằng cách cố định lãi suất thấp hơn, họ sẽ bớt thiệt hại. Nhưng với lãi suất thấp hơn hoặc bằng lãi suất ngân hàng, họ khó phát hành hết trái phiếu, do không hấp dẫn người mua và kế hoạch cho vay sẽ phá sản. Trong trường hợp này, lãi suất thả nổi tiếp tục giải quyết được các khó khăn nói trên.

Khi chủ thể phát hành thả nổi giá bán theo thị trường, giá bán ấy sẽ được quyết định bởi cung và cầu trái phiếu trên thị trường, như các loại hàng hóa bình thường khác. Giá trái phiếu sẽ hạ nếu cầu giảm. Sự hạ giá sẽ làm tăng lãi suất, kích thích trở lại nhu cầu đầu tư và họ sẽ phát hành hết được phiếu nợ của mình. Tương tác giữa cung và cầu sẽ xác định sít sao giá cổ phiếu trên thị trường thay nhà phát hành, để giúp họ có thể đạt được mục tiêu huy động vốn theo kế hoạch. Đó là lý do khiến phương thức thứ nhất chỉ thích hợp với những nền kinh tế chỉ huy khi mà việc mua trái phiếu có tính bắt buộc, không phải là sự tự do lựa chọn.



- Đứng về phía chủ thể đầu tư cuối cùng là nhân dân, phương thức thả lỏng lãi suất và giá bán trái phiếu tạo thêm cơ hội thâm nhập sâu hơn vào thế giới tài chính - tiền tệ. Từ một nhà đầu tư, họ có thể bước thêm bước nữa để trở thành một nhà buôn bán nghiệp dư trên thị trường.

- Khi giá trái phiếu hạ tức lãi suất của nó tăng cao đến mức bắt đầu hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng, các nhà đầu tư sẽ nhanh chóng mua trái phiếu như một biện pháp cho vay có lợi hơn tiền gửi vào ngân hàng. Đó là tình huống thứ nhất. Họ tiếp tục giữ trái phiếu cho đến đáo hạn để hưởng tiền lãi cao này.

- Khi giá trái phiếu bất ngờ tăng vì cung bị thu hẹp hay vì nhu cầu đầu tư vọt lên (hoặc do cả 2 nguyên nhân). Giá trái phiếu tăng sẽ làm lãi suất nó giảm. Nếu lãi suất giảm quá thấp hơn ngân hàng vay, các nhà đầu tư sẽ không mua trái phiếu. Đây là sự việc thường thấy vào những kỳ mua đáo hạn trên các thị trường New York, London, FrankFurt... Đó là tình huống 2.

- Khi giá trái phiếu cũng tăng, nhưng không cao lắm, làm cho lãi suất thực sự của nó dao động xấp xỉ với mức lãi suất ngân hàng. Đây là tình huống thứ 3. Các nhà đầu tư nghiệp dư có hai cách xử lý:

+ Những người cẩn thận, không mua trái phiếu mà gửi tiền vào ngân hàng.

+ Những người chịu mạo hiểm, mua trái phiếu và bộ phận này chiếm đa số. Khi họ quyết định mua trái phiếu với mức lãi suất xấp xỉ ngân hàng (hầu hết họ là các công dân và hộ gia đình), họ có ý thức là sẽ bán lại nó khi có cơ hội hơn là giữ cho đến ngày đáo hạn. Thí dụ sau đây dùng để minh họa điều này:

Cho rằng lãi suất tiền gửi có kỳ hạn 1 năm ở ngân hàng là 12,5% năm. Khi một cá nhân trong số họ quyết định mua trái phiếu có giá trị bề mặt 1.000.000VND, đáo hạn là 1 năm thay vì gửi vào ngân hàng, nếu anh ta thương lượng và mua được giá 890.000VND, lãi suất từ trái phiếu trong 1 năm sẽ là:

$$r = \frac{1.000.000 - 890.000}{890.000} = 0,1236 \text{ hay } 12,36\% \text{ năm}$$

Rõ ràng lãi suất này thấp hơn ngân hàng một chút. Nếu anh ta giữ trái phiếu đến hết năm, điều này dứt khoát không kinh tế. Đó là lý do khoảng 80% trở lên những người cũng có tình huống giống anh sẽ tìm cách bán trái phiếu đi khi thấy rằng nó có lãi hơn là giữ. Chính ý thức này đã làm họ tự biến mình trở thành vừa là nhà đầu tư vừa là nhà kinh doanh nghiệp dư, và họ đã làm ra thị trường chứ không phải thiểu số các chủ thể doanh nghiệp ở phần trước. Quyết định bán hay giữ lại của họ vào một thời điểm t nào đó, sẽ được căn cứ theo công thức sau:

$$P_2 - P_1 - (P_n - P_1) \times \frac{K_t}{M} \geq 0 \text{ hay } P_2 \geq P_1 + (P_n - P_1) \times \frac{K_t}{M} \quad (8.4)$$

Với  $P_2$  là giá sẽ bán,  $P_1$  là giá họ đã bỏ ra để mua trái phiếu,  $K_t$  là thời gian họ đã giữ trái phiếu từ ngày mua cho đến thời điểm t, và  $M$  là thời gian đáo hạn của trái phiếu. Trong thí dụ trên, chúng ta giả định rằng người mua giữ trái phiếu được 30 ngày, thì gặp một người ngo ý muốn mua, hoặc thấy trái phiếu mà anh ta sở hữu bắt đầu tăng giá trên thị trường, sau khi thương lượng và tính toán anh ta thấy rằng:

Người mua chấp nhận giá  $P_2 = 900.000VND$

Cả vốn và lãi từ trái phiếu sau 30 ngày là:

$$\begin{aligned} &= P_1 + (P_n - P_1) \times \frac{K_t}{M} \\ &= 890.000 + (1.000.000 - 890.000) \times \frac{30}{360} \\ &= 899.166,67 VND \end{aligned}$$

Rõ ràng là  $P_2 > P_1 + (P_n - P_1) \times \frac{K_t}{M}$  hay nói cách khác giá bán ra là có lời hơn so với vốn và lãi đã tích lũy được trong 30 ngày. Thấy có lãi, anh ta quyết định bán để thu hồi tiền mặt về hoặc là gửi vào ngân hàng, hoặc sẽ mua một trái phiếu loại khác để hy vọng lãi suất thu được sẽ lớn hơn lãi suất từ tiền gửi ngân hàng. Quá trình này sẽ còn tiếp tục, ngay cả với

tình huống thứ nhất, đến khi nào mà những cơ hội bán ra là có lãi cao hơn so với lãi thu được tính từ thời gian mua trái phiếu vẫn còn trên thị trường.

Bằng cách mua vào, giữ một thời gian với ý thức đầu tư, nhưng khi thấy có cơ hội khác có lãi hơn thì bán ra, nhân dân thực sự làm cho hàng hóa lưu chuyển liên tục. Sức tiền, sức của họ được lôi cuốn vào guồng máy kinh tế để cùng tham gia sáng tạo ra các giá trị và sản phẩm mới cho họ và cho xã hội.

- Đứng về phía ngân hàng trung ương và kho bạc, khi thả lỏng giá bán và lãi suất cho thị trường và quy luật cung cầu định đoạt, NHTW có một lợi thế vô cùng quan trọng để tác động và điều tiết thị trường tài chính - tiền tệ, kể cả nhu cầu đầu tư quốc gia. Khi NHTW muốn thắt chặt bớt tổng cầu tiêu dùng, giá tăng đầu tư trung và dài hạn, chống lạm phát, nó và kho bạc tung chứng khoán ra bán, nhất là chứng khoán trung hạn và dài hạn, kể cả chứng khoán mới và cũ thuộc sở hữu của nó trong tài sản có. Điều gì sẽ xảy ra? Đây là những biến động toàn diện trên bề mặt nền kinh tế.

+ Lượng chứng khoán tung ra ào ạt làm thị trường tràn ngập và thừa thãi chứng khoán. Giá chứng khoán hạ nhanh vì cung quá nhiều.

+ Giá chứng khoán hạ làm lãi suất của nó tăng đột ngột và cao hơn lãi suất ngân hàng.

+ Lãi suất cao kích thích nhân dân mua chứng khoán nhiều hơn. Các công ty và chính quyền vay được những nguồn vốn lớn, mở rộng đầu tư trung hạn và dài hạn.

+ Do nhân dân ào ạt mua chứng khoán, họ rút tiền ra khỏi ngân hàng (Disintermediation). Lượng vốn trong ngân hàng giảm quá nhanh. Để bảo vệ chính sự tồn tại của mình, NHTG buộc phải tăng lãi suất theo cho kịp lãi suất chứng khoán để h้าm bớt việc rút tiền.

+ Cả lãi suất chứng khoán và lãi suất ngân hàng cao làm cho nhân dân thấy việc tiết kiệm trở nên rất có lời. Tiêu xài trở nên tốn kém hơn trước. Họ thắt chặt tiêu xài và gia tăng tiết kiệm để cho vay. Tổng cầu tiêu dùng ngắn hạn hạ rất nhanh.

+ Tổng cầu tiêu dùng hạ kéo theo lạm phát giá cả hạ.

+ Đầu tư trung và dài hạn tăng lên, tiềm năng của quốc gia được mở rộng trong tương lai.

Điều ngược lại cũng hoàn toàn đúng, là khi NHTW và kho bạc muốn hạ lãi suất để kích thích tiêu dùng và sản lượng ngắn hạn, tạo thêm công ăn việc làm, sẽ tung tiền mặt ra mua chứng khoán. Giá trái phiếu, cổ phiếu tăng vọt lên. Giá lên làm lãi suất hạ xuống. Khi lãi suất chứng khoán hạ, nhân dân bán vội trái phiếu ra nhanh hơn để rút tiền về gửi ngân hàng. Lượng tiền gửi vào ngân hàng quá nhiều làm giảm lãi suất tiền gửi và kéo theo làm giảm lãi suất cho vay. Chi phí sinh hoạt trở nên rẻ hơn. Người ta sẽ tiêu xài nhiều hơn. Công ty và xí nghiệp bán được hàng. Tuyển thêm nhân công để sản xuất. Và về mặt ngắn hạn, sản lượng tăng, thu nhập nhân dân tăng, thất nghiệp giảm và giá cả tăng theo.

Do đó, cơ chế thả lỏng giá cả chứng khoán cho cung cầu quyết định như các loại hàng hóa vật chất khác, giúp các NHTW có loại công cụ khi được mệnh danh là nghiệp vụ thị trường mở (Open Market Operation) để điều tiết nền kinh tế vĩ mô. Chúng ta sẽ còn quay lại chủ đề này ở phần tiếp.

Lợi tức chứng khoán, và kể cả lãi suất của ngân hàng khi được quyết định bởi thị trường, thực sự phản ánh đúng mối tương tác giữa cung và cầu đầu tư trong nền kinh tế. Đứng về phía các nhà đầu tư cuối cùng, quyết định mua hay bán chứng khoán, hoặc gửi tiền vào ngân hàng, chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi giá cả của chứng khoán vì giá cả và lãi suất gần như một. Khi quyết định giá cả, họ chịu ảnh hưởng gián tiếp của nhu cầu đầu tư (cầu chứng khoán) của chính họ và cung chứng khoán (nhu cầu vay nợ của các doanh nghiệp, chính quyền). Nói cách khác, thái độ của họ phụ thuộc vào nhu cầu đầu tư của họ và nhu cầu vay vốn của thị trường. Bảng 8.11 cho thấy một vài mức lợi tức trên thị trường NYSE trong 3 năm 1993 - 1996. Ngoài lợi tức chứng khoán, một vài thông số khác cũng ảnh hưởng đến quyết định mua hay bán của nhân dân.

**Bảng 8.11: Lợi tức chứng khoán trên thị trường NYSE năm 1993  
cho đến tháng 6 năm 1996**

Loại chứng khoán	(% năm)							
	Năm 1993	1994	1995	Tháng 11-1995	Tháng 12-1995	Tháng 1-1996	Tháng 2-1996	Tháng 6-1996
1) Thương phiếu								
1 tháng	3.17	4.43	5.93	5.80	5.84	5.56	5.28	5.28
3 tháng	3.22	4.66	5.93	5.74	5.64	5.40	5.14	5.14
6 tháng	3.20	4.93	5.93	5.59	5.43	5.23	4.99	4.99
2) Chứng thu tiền gởi (certificates of deposit - CDs)								
1 tháng	3.11	4.38	5.87	5.75	5.75	5.47	5.15	5.22
3 tháng	3.17	4.63	5.92	5.74	5.62	5.39	5.12	5.14
6 tháng	3.28	4.96	5.98	5.64	5.49	5.28	4.82	5.06
3) Trái phiếu kho bạc								
1 năm	3.00	4.25	5.49	5.36	5.14	5.00	4.82	4.82
	3.29	5.02	5.60	5.14	5.03	5.82	5.04	4.78

Nguồn: Federal Reserve Bulletin, July 1996, P.A26

### 8.3.3.2. Chi phí và cơ hội làm phát

Mọi người hầu như không ai tiêu dùng hết số tiền thu nhập do mình làm ra vì những lý do: (1) phải phòng xa cho những rủi ro trong cuộc sống luôn luôn vây bọc xung quanh như thiên tai, bệnh tật, tai nạn, mất việc làm... và tiền để dành sẽ là có ích cho những lúc như vậy, (2) bên cạnh những cái rủi, cuộc sống vẫn thường đem đến những cơ hội tốt bất ngờ để tăng thêm thu nhập như tậu được một món hàng hóa, nhà cửa, xe cộ giá rẻ, hùn hợp được với một thương vụ an toàn và lãi nhiều... Do đó, nếu ta lỡ tiêu dùng hết sạch thu nhập của mình, sẽ không có điều kiện thu lời trước những cơ hội thuận lợi nói trên. Vì cả 2 lý do, thu nhập thường bao gồm 2 bộ phận: tiêu dùng (C) và tiết kiệm (S).

$$Y = C + S \text{ hay } S = Y - C$$

Tiết kiệm là phần còn lại của thu nhập sau khi đã tiêu dùng. Hàng tháng, tiền lương trừ hết cho những khoản chi mua gạo, mắm, muối, đường, sữa, xăng chạy xe máy, quần áo, vải vóc, tiền điện, nước, điện thoại, đóng tiền học cho con và những trang bị hoặc sử dụng cần thiết khác, phần còn lại sẽ là tiền tiết kiệm. Phần này có thể âm, hoặc bằng không hoặc dương. Nó bằng không khi toàn bộ tiền lương được sử dụng vừa đủ cho tiêu dùng. Nó âm khi ta chỉ nhiều hơn mức thu nhập có được, và ngược lại là dương.

Tiền tiết kiệm là một khoản để dành. Ta đã nhặt chi tiêu vào hôm nay, tháng này, năm này để có nó. Nói cách khác, ta đã nhặt chi tiêu bây giờ để chuẩn bị, hoặc để phòng cho những chi tiêu bất chợt vào một lúc nào đó ở tương lai của ta hoặc cho con, cháu ta.

Nhưng ta cũng hiểu rằng giữ tiền cũng có chi phí tốn kém của nó. Người ta gọi đây là chi phí cơ hội. Mặc dù, điều này thoạt nghe có vẻ hơi kỳ quặc, nhưng lại là một chân lý. Nếu trong khi mọi người đã và đang gửi tiền vào ngân hàng hoặc mua trái phiếu để hưởng lợi tức là 1% mỗi tháng cho tiền tiết kiệm của họ, thí dụ ông A gửi vào ngân hàng 5.000.000VND tiền để rồi mỗi tháng ông có thêm được khoản thu nhập ( $5.000.000VND \times 1\% = 50.000VND$ , phí cơ hội của việc giữ 5.000.000VND trong tay cả tháng mà không gửi vào ngân hàng (hoặc mua trái phiếu) của một số người khác trong khi hoàn toàn có thể làm điều đó, sẽ đúng bằng 50.000VND/tháng). Họ không có được số tiền lẻ ra họ có thể có từ việc gửi vào ngân hàng tài sản 5.000.000VND nói trên. Đó là chi phí của việc giữ tiền mặt.

Dĩ nhiên, việc giữ tiền mặt cũng có chút ít thuận lợi của nó cho nên, vẫn có nhiều người thích bọc tiền trong tay hơn. Đó là, có thể vào một giờ bất kỳ nào đó ta vô tình đi ngang

và nhận thấy rằng ở một cửa hàng nọ có bán một giàn máy nghe nhạc Sony cực rẻ. Ta phải vội vàng chạy về ngân hàng, rút tiền mặt, quay lại mua. Trong thời gian làm điều đó có thể cửa hàng nói trên đã bán mất món hàng ấy rồi. Trong trường hợp giữ tiền mặt ta chỉ việc cho tay vào túi, lấy ra 5.000.000VND và thế là ung dung bê giàn máy Sony trên về. Giữ tiền mặt đã giúp ta chộp lấy cơ hội tốt. Đó là lý do người ta gọi chi phí của việc giữ tiền là chi phí để có được cơ hội như thế.

Những người dân bình thường, không tin lầm vào điều may rủi, không nắm chờ sung rụng hoặc chờ cơ hội tốt như thế đến với họ, họ không muốn mất chi phí. Và thế là họ gửi tiền vào ngân hàng hoặc mua trái phiếu. Khi đã quyết định như thế, họ lại vướng một vài điều không mấy vui - và đôi khi chúng làm họ bối rối định đầu tư - đó là vẫn có một vài nhân tố khác làm họ tốn chi phí ngay cả khi họ đã cho vay tiền tiết kiệm. Chúng ta đã biết rằng, lãi suất mà họ thu được từ việc cho vay ( $r_n$ ) trong thời gian n năm là:

$$(1 + r_n)^n = \frac{P_n}{P_1} \quad (8.5)$$

Công thức trên suy ra từ công thức (8.2). Không có gì là rõ ràng, nó tương đương với:

$$1 + r_n = \frac{1 + r_n}{1 + \pi_n} \approx (1 + r_n - \pi_n) \quad (8.6)$$

Trong đó  $r_n$  là lãi suất bình quân năm trong n năm, và  $\pi_n$  là tỷ lệ lạm phát bình quân trong vòng n năm nói trên. Bây giờ nghiên cứu thí dụ này: nếu lãi suất của chứng khoán là 10% một năm hay 0,1, như vậy mỗi đơn vị 1000VND tiền mặt cho vay hôm nay sẽ tăng thành 1.100VND vào một năm sau. Nhưng giả định cùng trong năm đó, lạm phát là 0,07 (hay 7% một năm), lúc đó, tôi và bạn sẽ cần 1.070VND để mua một hàng hóa bất kỳ nào đó vào một năm sau, với giá hiện nay của nó chỉ là 1.000VND. Đó là hệ quả của vấn đề có tên gọi: Lạm phát. Như vậy, 1.000VND tiết kiệm đem mua trái phiếu vào hôm nay, một năm sau chỉ tạo ra thêm 30VND (hay 3%) chứ không phải 100VND (10%) như dự tính. Lạm phát đã làm cho việc tiết kiệm bằng cách cho vay cũng phải tốn chi phí. Chi phí đó đúng bằng tỷ lệ % của lạm phát nhân với lượng tiền tiết kiệm.

Chi phí lạm phát làm cho nhiều nhà đầu tư bớt hào hứng trong việc mua trái phiếu hoặc gửi tiền vào ngân hàng, vì tuy trong tương lai, lượng tiền được nhận lại có nhiều hơn lượng tiền bây giờ thật, nhưng một đơn vị tiền trong tương lai đã kém giá trị hơn so với đơn vị tiền ấy vào lúc này. Thông thường, khi một người dân quyết định gửi tiền tiết kiệm vào ngân hàng 1 năm hoặc mua cổ phiếu với thời hạn như thế, anh ta phải quan tâm đến vấn đề chi phí lạm phát, hay tỷ lệ lạm phát từ nay đến một năm sau. Nhưng vì lúc anh ta quyết định mua trái phiếu, tình hình lạm phát của năm tới chưa diễn ra, thế thì, căn cứ vào đâu để tính chi phí lạm phát mà quyết định mua hay không mua chứng khoán?

Fisher nghiên cứu thái độ trước khi quyết định mua chứng khoán của các nhà đầu tư rất nhiều năm, từ đó ông ta đưa ra khái niệm về dự đoán lạm phát. Theo Fisher, cả người mua chứng khoán hay gửi tiền vào ngân hàng đều tự mình báo trước tình hình lạm phát và khả năng lợi tức thực sự có thể thu được. Theo họ:

$$(1 + r_n) = (1 + r) \times (1 + \pi) \quad (8.7)$$

Với:  $r_n$ : lãi suất danh nghĩa hiện nay (theo giá của trái phiếu)

$r$ : lãi suất thực dự báo.

$\pi$ : tỷ lệ % lạm phát dự báo trong cùng thời gian

Như vậy, theo những dữ kiện của công thức trên, lãi suất thực sẽ là:

$$r = \frac{1 + r_n}{1 + \pi} - 1 \quad (8.8)$$

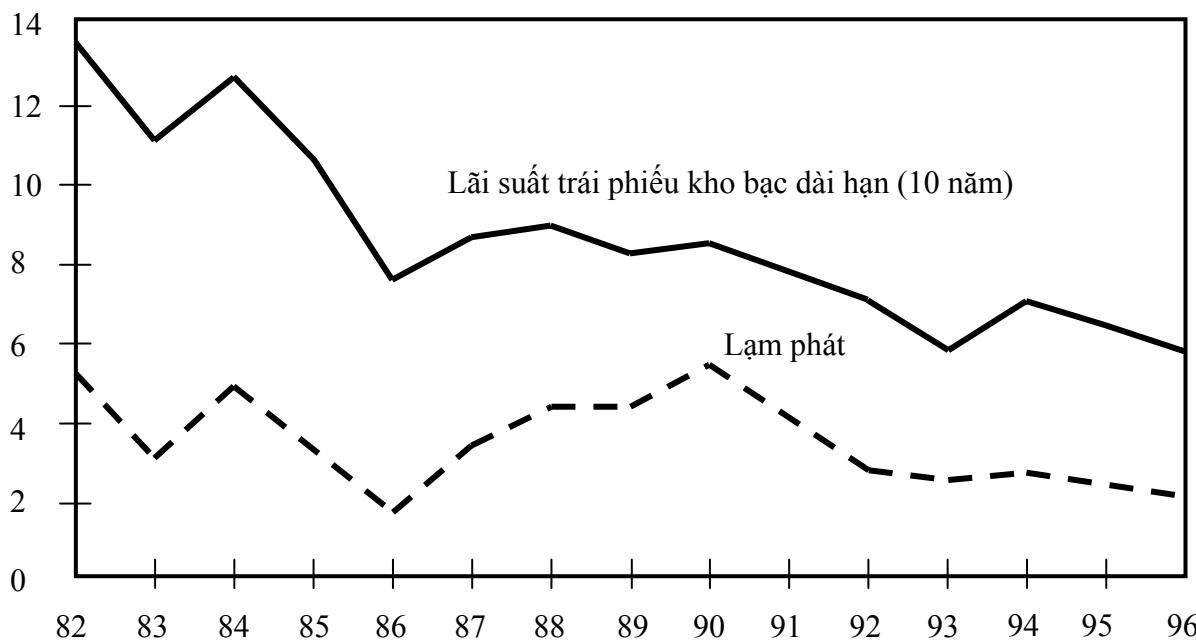
Thí dụ, nếu lãi suất cổ phiếu là 12% năm, lạm phát dự báo là 5% năm thì lãi suất mà họ sẽ được hưởng theo dự báo là:

$$r = \frac{(1 + 0,12)}{(1 + 0,05)} - 1 = 0,066 \text{ hay } 6,6\% \text{ năm}$$

Lợi tức thực sự chỉ còn lại khoảng 6,6 hay 6,7% năm, chứ không phải là 7% như chúng ta tính. Đó là lý do chúng ta ghi dấu gần bằng ( $\approx$ ) trong công thức 8.6. Điều quan trọng ở đây là, với lối dự đoán về lạm phát và chi phí lạm phát như thế, quyết định đầu tư vào chứng khoán của nhân dân phụ thuộc rất nhiều vào kinh nghiệm đã qua, và thông tin về những khả năng sắp đến của lạm phát. Nền kinh tế đã có quá khứ liên tục lạm phát ở mức cao, chủ nghĩa kinh nghiệm sẽ dạy cho người ta rằng lạm phát sẽ còn tiếp tục cao. Hệ quả là họ không thích đầu tư nữa mà chuyển tiền ra để tiêu dùng hay mua sắm hàng hóa ít mất giá. Thị trường tài chính - tiền tệ rất dễ trở nên nguội lạnh. Điều đó đã từng xảy ra ở Nhật Bản, Hoa Kỳ năm 1992 và Đức năm 1993. Mặc dù có thể tình hình diễn ra vào năm sau cho họ thấy là dự đoán đã sai. Điều tương tự là, những năm liên tục có mức giá cả ổn định, lạm phát thấp với những triệu chứng sẽ tiếp tục thấp, dễ làm cho nhân dân tin rằng đầu tư bây giờ là có lợi vì lạm phát được dự báo sẽ không cao.

Đó là ảnh hưởng của thu nhập, chi phí cơ hội và lạm phát đến quyết định của các nhà đầu tư cuối cùng, những người mua hàng trên thị trường tài chính - tiền tệ. Biểu đồ 8.5 cho thấy về mối quan hệ giữa lạm phát và lãi suất danh nghĩa của trái phiếu dài hạn (10 năm) trên thị trường chứng khoán của 5 nước công nghiệp đứng đầu thế giới (Hoa Kỳ, Nhật, Đức, Pháp, Anh) từ năm 1982 đến hết quý I/1996. Dấu hiệu nổi bật mà chúng ta có thể nhận ra ngay qua biểu đồ là lãi suất danh nghĩa của trái phiếu có xu hướng theo rất sát với những dao động của lạm phát. Điều đó có nghĩa là khi lạm phát tăng, nhiều bộ phận nhân dân từ bỏ ý định đầu tư và trái phiếu và phản ứng đó nhanh chóng đến nỗi giá cả trái phiếu hạ làm cho lãi suất danh nghĩa của nó tăng theo ngay lạm phát. Đây cũng là một hình thức của cơ chế bánh cóc hay phản xạ tự động của thị trường chứng khoán. Điều ngược lại là khi lạm phát hạ, sự giảm đi của lạm phát làm tăng lãi suất thực được dự đoán của chứng khoán. Hệ quả là nhân dân có ý muốn đầu tư nhiều hơn vào chứng khoán. Đến lượt điều đó làm cho giá chứng khoán tăng, và cuối cùng là lãi suất danh nghĩa của nó giảm theo cùng chiều với cái giảm của lạm phát.

**Biểu đồ 8.5: Lạm phát và chứng khoán danh nghĩa bình quân của trái phiếu dài hạn (10 năm) trên thị trường tài chính của 5 nước công nghiệp hàng đầu thế giới (%) năm (1982 - quý I/1996)**



Nguồn: Federal Reserve Bulletin from December 1982 to May 1996, P.A24-A26-A48-A50

#### **8.4. HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH**

Vì một số lý do, chúng ta sẽ nghiên cứu tác động của NHTW đối với thị trường tài chính- tiền tệ dưới giác độ chính sách tiền tệ và vai trò điều tiết vĩ mô của nó ở phần 4. Tại đây, hoạt động của NHTW trên thị trường được xem xét thuần túy như một chủ thể kinh doanh mà hình thức mua hoặc bán của nó - với tư cách là đại lý lớn nhất - ảnh hưởng sâu sắc đến cung - cầu và giá cả của thị trường.

Năm 1995, NHTW Đức (Deutsche Bundesbank) mua vào đến 11,5 tỷ DM các loại chứng thư tiền gửi và bán 1,9 trái phiếu kho bạc dài hạn. Chỉ riêng tháng 2 năm 1996, nó bán và mua hơn 0,6 tỷ DM chứng khoán (bảng 8.12). Không một chủ thể riêng rẽ nào khác trong nước Đức, mua hoặc bán nhiều hơn NHTW.

**Bảng 8.12: Mua và bán chứng khoán trên thị trường tài chính - tiền tệ  
của Deutsche Bundesbank, từ năm 1980 đến tháng 2/1996**

Loại chứng khoán	Năm 80	81	82	83	84	85	86	87
1) Trái phiếu kho bạc ngắn hạn	00	00	-	-	-	-0,7	+0,7	-0,4
2) Trái phiếu kho bạc dài hạn	+1,3	00	+1,8	+2,4	-3,5	-0,3	+1,1	-0,7
3) Chứng thư nợ	+3,1	-0,1	-0,3	00	-0,4	+0,4	+0,3	-0,3
4) Trái phiếu tiết kiệm	-0,1	+0,2	+1,3	-1,5	00	+1,2	+0,4	-1,6

Loại chứng khoán	Năm 88	89	90	91	92	93	94	95	Tháng 2/96
1) Trái phiếu kho bạc ngắn hạn	+0,4	00	00	-0,3	-0,2	+0,4	00	-	-
2) Trái phiếu kho bạc dài hạn	+0,5	-0,5	+0,1	+0,6	+1,5	-1,3	-1,4	-1,9	-0,5
3) Chứng thư nợ	00	+0,1	-0,5	+1,0	+1,8	-25,2	+13,3	+11,5	+0,1
4) Trái phiếu tiết kiệm	00	-0,1	+0,8	+0,9	-1,7	+3,2	-3,2	00	00

*Nguồn: Deutsche Bundesbank Monthly Report, March 1996 - P.8 & 13*

Các NHTW thường sử dụng 2 biện pháp hay 2 hình thức mua và bán trên thị trường tài chính - tiền tệ. Đó là:

- Mua, bán đứt (Outright Purchases or Sales).
- Mua, bán với thỏa thuận mua lại (Repurchase Agreements) và thỏa thuận mua bán song phương (hay chuyển dịch tương đương).

##### **8.4.1. Mua bán đứt**

Khi các NHTW mua bán theo cách này, không có một hình thức hoặc điều kiện ràng buộc nào chung quanh việc mua bán. Đơn giản là nó mua bán như một chủ thể kinh doanh bình thường trong hàng trăm chủ thể kinh doanh khác. Người mua chứng khoán của NHTW không nhất thiết phải bán lại cho nó mà bán cho ai hay giữ lại là quyền của họ. Cũng như khi nó mua chứng khoán, NHTW có thể bán lại mà cũng có thể không.

Nghịệp vụ này được áp dụng khi nó cần can thiệp vào cung cầu của thị trường. Năm 1993, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ mua 17,714 tỷ USD chứng khoán trên thị trường. Năm 1994, nó tiếp tục mua 17,484 tỷ. Cả năm 1995, mua 11,832 tỷ USD, trong đó lượng mua lại (Redemptions) là 0,9 tỷ. Mỗi lần NHTW mua, nó làm giá cả chứng khoán lên con sốt và lãi suất hạ rất nhanh. Ngược lại, mỗi lần nó bán ra, giá cả chứng khoán lại tụt dốc, lãi suất vọt lên. Hoạt động của NHTW ảnh hưởng nhiều mặt đến thị trường chứng khoán.

#### **8.4.2. Mua, bán theo thỏa thuận mua lại và chuyển dịch tương đương**

##### **8.4.2.1. Mua bán theo thỏa thuận RPs**

Chuyển dịch nội bộ trái phiếu giữa kho bạc, NHTW, NHTG và các công ty kinh doanh cấp 1 có khối lượng giá trị gấp khoảng 100 đến 120 lần mua bán thẳng. Khi NHTW thỏa thuận mua lại, nó chấp nhận cho công ty bán, mua với nó được quyền mua bán lại vào hôm sau (RPs). Đây là hình thức phổ biến nhất mà các công ty kinh doanh chứng khoán, NHTG và các công ty tài chính khác vẫn làm ăn với NHTW mỗi khi cần tiền mặt. Bảng 8.13 cho thấy, riêng năm 1995, mua bán theo RPs của NHTW Hoa Kỳ gấp hơn 60 lần mua bán đứt (660,2 tỷ USD).

Trong hoạt động, các chủ thể kinh doanh chứng khoán thường cầm tiền mặt đột xuất. Cách giải quyết tiện nhất là bán chứng khoán cho NHTW để lấy tiền mặt với thỏa thuận sau 24 giờ hoặc 2 hay 3 ngày, sẽ mua lại.

**Bảng 8.13: Các hình thức mua bán trên thị trường tài chính - tiền tệ  
của Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ (1988 - tháng 7/1996), triệu USD**

Nghệ vụ \ Năm	1988	1989	1990	1991	1992
1) Mua hoặc bán đứt					
- Tổng lượng mua	8.223	14.284	24.739	20.158	14.714
- Tổng lượng bán	587	12.818	7.291	120	1.628
- Mua lại	2.200	14.730	4.400	1.000	1.600
2) Chuyển dịch tương đương					
- Tổng lượng mua	1.168.142	1.326.542	1.363.434	1.571.534	1.480.140
- Tổng lượng bán	1.168.484	1.323.480	1.369.052	1.570.456	1.482.467
3) Thỏa thuận mua lại					
- Tổng lượng mua	152.613	129.518	219.632	310.084	378.374
- Tổng lượng bán	151.497	132.688	202.551	311.752	386.257
4) Gia tăng ròng	15.872	-10.055	24.886	29.729	20.642

Nghệ vụ \ Năm	1993	1994	1995	Tháng 7/1996 (tháng 7)
1) Mua hoặc bán đứt				
- Tổng lượng mua	17.717	17.484	10.932	0
- Tổng lượng bán	0	0	0	0
- Mua lại	0	0	900	0
2) Chuyển dịch tương đương				
- Tổng lượng mua	1.475.941	1.700.836	2.197.736	260.425.000
- Tổng lượng bán	1.475.085	1.701.309	2.202.030	259.186.000
3) Thỏa thuận mua lại				
- Tổng lượng mua	475.447	309.276	331.694	16.040
- Tổng lượng bán	470.723	311.898	328.497	28.802
4) Gia tăng ròng	41.729	29.882	17.175	-12.751

Điều này chúng ta đã từng bàn ở các phần trước. RPs là những hợp đồng mua bán cực ngắn. Khi NHTW mua chứng khoán dưới hình thức này, nó không lo lượng tiền xuất ra sẽ làm tăng cung tiền tệ trên thị trường, bởi vì chỉ 1 hay 2 ngày sau, người bán đã đến nộp tiền vào để mua lại. Một cách gián tiếp, hoạt động này làm cho chu chuyển hàng hóa trên thị trường tiền tệ - tài chính trở nên linh hoạt và thuận lợi. Các doanh nghiệp, ngân hàng quay vòng vốn và sản phẩm trôi chảy, hiệu quả hoạt động của hệ thống tăng cao. Bên cạnh đó, nó thu được lợi nhuận không nhỏ từ hình thức mua bán này.

Từ năm 1990 đến nay, mỗi ngày Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ đều có mua bán theo hình thức RPs.

### **8.4.2.2. Mua bán theo thỏa thuận chuyển dịch tương đương**

Mua bán dưới hình thức này còn được gọi là chuyển dịch hay mua bán lại dự trữ (Reserve RPs). NHTW bán chứng khoán ra cho các NHTG hoặc công ty kinh doanh cấp 1 trên hệ thống vi tính với thỏa thuận sẽ mua lại với giá vào một ngày xác định nào đấy. Nói cách khác đó là một hợp đồng vay tiền. Các NHTG hoặc công ty kinh doanh chứng khoán cho NHTW vay ngắn hạn chính dự trữ của họ tại tài khoản ở NHTW. Đây là thủ thuật tác động đến dự trữ của NHTG và các tổ chức tài chính, và bằng cách ấy làm tăng hoặc giảm khối lượng tín dụng cấp phát vào nền kinh tế nói chung, vào thị trường chứng khoán nói riêng.

Khi nó bán chứng khoán theo hình thức này, các NHTG và công ty tài chính mua chứng khoán sẽ trả nên hụt về dự trữ pháp định. Họ buộc phải thu hẹp bớt cho vay. Do vậy tín dụng cung ứng cho sản xuất, kinh doanh và mua bán chứng khoán giảm đi. Còn sót của thị trường tài chính sẽ lắng xuống.

Trái lại, khi nó mua lại chứng khoán, thanh toán tiền lại cho các chủ thể nói trên, dự trữ pháp định tăng trở lại. Các NHTG, công ty tài chính tăng cường cho vay. Sản xuất trở nên đủ vốn, các nhà kinh doanh chứng khoán có nhiều tiền để mua bán và đầu cơ. Hoạt động của thị trường nhộn nhịp trở lại.

Reserve RPs kéo dài có khi 7 ngày. Khi NHTW làm, nó đã và đang điều chỉnh nhiệt độ cho thị trường tài chính, giữ cho thị trường không quá nóng để có thể rơi vào khủng hoảng như năm 1987 ở Hoa Kỳ, cũng như không để cho nó quá lạnh, sẽ có hại cho đầu tư và sản xuất như năm 1993 ở Nhật Bản và Đức. Năm 1995, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ mua hơn 2.197,7 tỷ USD chứng khoán theo hình thức này (bảng 8.13).

Có thể tóm tắt: Hoạt động của NHTW trên thị trường tài chính mang chức năng như một máy điều hòa nhiệt độ thị trường, hạn chế rủi ro và khuyết tật của nó hơn là kinh doanh. Điều này đúng cho mọi NHTW, mọi thị trường tiền tệ khắp thế giới.

## **TÓM TẮT**

1. Thị trường tài chính - tiền tệ là nơi mua bán, đầu tư của toàn thể nhân dân vào các loại vốn, tài sản và tiền.

2. Hàng hóa của thị trường là các loại phiếu giao dịch (cổ phiếu) và phiếu nợ (trái phiếu) khác nhau. Hàng hóa chỉ có 2 loại xuất xứ: một là của nhà nước và hai là của các doanh nghiệp.

3. Phổ biến nhất, chiếm số lượng lớn nhất là phiếu nợ (hoặc trái phiếu) gồm có: tiền mặt, séc, tín phiếu, chứng thư tiền gửi (CDs), trái phiếu tiết kiệm, thương phiếu, tiền kho bạc, các loại trái phiếu kho bạc, trái phiếu đô thị, RPs, Eurodollar, các loại thẻ tín dụng, thẻ thanh toán và chứng thư tài sản khác (nhà cửa, xe cộ, hàng hóa...)

4. Có nhiều loại thị trường nhỏ hơn trong thị trường tài chính - tiền tệ. Đó là: thị trường sơ cấp, thị trường thứ cấp, thị trường vốn, thị trường tiền tệ, thị trường CMOs, và các thị trường trái phiếu tương lai.

5. Vì hầu hết tất cả các loại thị trường trên đều mua bán loại hàng hóa được mệnh danh: "phiếu nợ có bảo đảm hoàn trả" ngoại trừ tiền mặt. Cho nên tất cả "thị trường tài chính - tiền tệ" còn có thể gọi bằng một tên khác đó là "thị trường chứng khoán".

6. Thị trường tài chính - tiền tệ được hình thành bởi hoạt động của 6 chủ thể: chủ thể đi vay (tức là phát ra phiếu nợ), chủ thể cho vay hay đầu tư, chủ thể kinh doanh, các công ty môi giới, các ngân hàng bù trừ và bộ phận nhân viên của thị trường.

7. Các công ty kinh doanh (cấp I và cấp II) là trung gian và là xương sống của thị trường. Nó tồn tại bằng nghề mua và bán chứng khoán với các phương thức chính là: đầu cơ, thỏa thuận mua bán lại, bán non, bán ngắn hạn dài, và bán lẻ.

8. Đông đảo nhân dân là những người cho vay vốn vào thị trường. Họ đích thực là những người tiêu thụ hàng hóa của thị trường vì hầu hết là mua chứng khoán để kiếm lời, cải thiện thu nhập cho hiện nay và tương lai thay vì gửi ngân hàng. Họ không sống bằng nghề mua đi bán lại chứng khoán.

9. Lợi tức của chứng khoán trong sự so sánh với lãi suất tiền gửi mà ngân hàng trả và lạm phát là những thông số ảnh hưởng đến quyết định mua hay không mua chứng khoán của họ.

10. Riêng lợi tức chứng khoán thì lại liên quan chặt chẽ với giá cả của nó. Nghĩa là chịu sự tác động của cung và cầu như các loại hàng hóa vật chất bình thường khác.

11. Ngân hàng trung ương cũng tham gia mua bán trên thị trường tài chính - tiền tệ. Nó mua bán dưới 3 hình thức: mua bán đứt, mua bán theo RPs, và mua bán dưới hình thức giao dịch tương đương.

12. Mua bán chứng khoán trên thị trường đối với NHTW là phương tiện để phục vụ cho các mục tiêu điều tiết thị trường và thiết kế chính sách tiền tệ. Mục tiêu lợi nhuận chỉ là yếu tố rất phụ ■

## **PHẦN III - TIỀN TỆ VÀ TÀI CHÍNH QUỐC TẾ**

Thế giới ngày nay càng ngày càng có khuynh hướng tiến tới nhất thể hóa. Dù muốn dù không, sự mở cửa nền kinh tế và những phát minh khoa học, ứng dụng công nghệ gần đây đã làm cho địa cầu thực sự trở thành một cộng đồng với đầy đủ ý nghĩa của từ này hơn bao giờ hết. Trong cộng đồng này, các quốc gia là những thành viên chấp nhận sự lệ thuộc và ảnh hưởng qua lại lẫn nhau vừa công khai vừa vô hình.

Sự ràng buộc lẫn nhau trong cộng đồng bắt đầu từ khía cạnh kinh tế. Hàng hóa của mỗi quốc gia dần dần được buôn bán trên khắp thế giới. Dầu lửa của Trung Đông cung cấp cho cả châu Phi đến châu Âu, châu Á và châu Mỹ. Lúa mì và sắt thép của Anh, Pháp, Đức trở thành hàng tiêu dùng tại Argentina, Brazil, Nam Phi, Việt Nam... Vải vóc, ti vi, máy tính của Nhật Bản có mặt khắp các văn phòng trên thế giới. Máy bay Boeing của Mỹ được sử dụng ở hầu khắp các nước... Mỗi nước đối với cộng đồng thế giới, giống như mỗi thành viên trong một nền kinh tế quốc gia, đều là người bán và cũng là người mua. Do họ vừa là người bán vừa là người mua, sự tồn tại của nước này cần cho sự tồn tại của nước khác và ngược lại. Các nước đều phụ thuộc lẫn nhau, và đều ý thức một cách tự nhiên rằng mỗi nước không thể phát triển một cách mạnh mẽ và bền vững, nếu dựa trên các quan hệ kinh tế bất bình đẳng, phuong hại đến lợi ích của nhau.

Quá trình phụ thuộc ngày càng lớn đến mức nếu một quốc gia thành viên bị cô lập với thế giới bên ngoài, chắc chắn nó sẽ bị tụt hậu và suy thoái. "Thời đại của những xung đột bộ phận đã qua, thế giới cần phải nhanh chóng hội nhập để đổi mới với vũ trụ". Khi hiều được tính liên kết để tồn tại là một tất yếu, chúng ta sẽ thấy rằng hệ thống kinh tế và các thể chế của nó đương nhiên sẽ là những bước dẫn đầu tiên cho sự hợp nhất này.

Thương mại quốc tế là cầu nối xa xưa nhất giữa các vùng và các nước từ thời cổ đại. Nếu thương mại đã từng là người dẫn đường cho chiến tranh, thì cũng chính nó là tác nhân giúp cho thế giới ý thức được tính cần có lẫn nhau vì sự tồn tại chung. Cho đến ngày nay, hầu hết nhân dân của gần như tất cả các nước trên thế giới, do nhu cầu cuộc sống, luôn phải quan tâm đến không chỉ tình hình trong nước mà cả tình hình kinh tế và thương mại của quốc tế. Những biến động như giá dầu lửa tăng vào các năm 1973, 1978, 1988, sụt giá đô la Mỹ (1985 - 1992)... vẫn còn làm cho hàng hóa của tất cả các nước đều lên giá, cuộc sống của mỗi người trên hành tinh đều trở nên khó khăn hơn một phần, thì con người vẫn còn phải quan tâm đến tất cả các thay đổi trong đời sống kinh tế thế giới. Bởi vì, những thay đổi ở ngoài biên giới tưởng chừng không có liên quan, nhưng kỳ thực nó sẽ lan truyền chấn động và ảnh hưởng trực tiếp và sâu sắc đến đời sống của mỗi người.

Hiểu biết càng ngày càng tốt hơn tình hình kinh tế quốc tế sẽ giúp ích cho các cá nhân, cộng đồng và các nền kinh tế dễ dàng điều chỉnh để không những thích ứng với mọi hoàn cảnh mới luôn biến đổi trong nền kinh tế thế giới, mà còn để vận dụng nó một cách có lợi cho sự phát triển của khu vực, hay quốc gia mình. Tất cả các nền kinh tế ngày nay đều có buôn bán với thế giới bên ngoài. Nói chung, xuất khẩu và nhập khẩu tác động đến tiềm năng sản xuất, tổng cầu và thu nhập của mỗi quốc gia. Năm 1991, nước Đức cung cấp cho nước ngoài một số lượng hàng hóa có giá trị bằng 38% tổng sản lượng thu nhập quốc dân. Cùng năm ấy, lượng hàng hóa mà nó mua của thế giới bên ngoài để phục vụ cho sản xuất và sinh hoạt trong nước có giá trị bằng 31,4%. Như vậy gần 70% sản lượng của nền kinh tế Đức đã phụ thuộc vào trao đổi với bên ngoài. Do vậy, bất cứ biến động lớn nào trong tình hình ngoại thương, giá dầu hỏa, giá USD đều làm cho nền kinh tế của cường quốc thứ 3 này đi vào những cơn sốc không phải nhẹ. Đối với những quốc gia có tỷ trọng buôn bán lớn như Bỉ (70,9% cho xuất khẩu và 68,1% nhập khẩu trên GDP năm 1991) tác động của những thay đổi trên bình diện quốc tế đến với nó càng nặng nề hơn.

Do đó xuất phát từ lợi ích kinh tế của chính mình, mỗi nền kinh tế và mỗi cá nhân đều quan tâm nghiên cứu quan hệ kinh tế quốc tế và những tác động định kỳ của các quan hệ này

.Đương nhiên, thương mại quốc tế là bộ phận cầu nối và hạt nhân quan trọng của kinh tế quốc tế. Khi tìm hiểu về thương mại quốc tế, chúng ta buộc phải có những hiểu biết nhất định về các vấn đề tiền tệ - tài chính và thanh toán quốc tế. Lý do đơn giản là, nếu thương mại là cầu nối cho sự liên hệ của cộng đồng thế giới, thì tiền tệ và thanh toán quốc tế là công cụ để nó thực hiện chức năng của cầu nối này.

Điều đầu tiên mà chúng ta cần biết là Hệ thống tiền tệ quốc tế quá khứ và hiện nay. Chính nhu cầu phải có một thước đo chung, một đồng tiền chung cho thanh toán quốc tế đã tạo ra lần lượt các loại tiền tệ quốc tế khác nhau ■

## **Chương 9 - HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ**

### **9.1. LỊCH SỬ CỦA HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ CẬN ĐẠI**

Nhận thức được sự cần thiết của thương mại quốc tế đối với sự phát triển mạnh mẽ của mỗi quốc gia, để hỗ trợ cho quá trình thanh toán quốc tế được thuận tiện nhằm thúc đẩy thương mại, tăng trưởng nhanh, người ta đã có nhiều cố gắng thiết lập một Hệ thống thanh toán và chuyển nhượng quốc gia từ cuối thế kỷ XIX. Trở ngại chính của quá trình thanh toán là mỗi quốc gia buôn bán với nhau đều có một đơn vị tiền riêng. Nếu sự trao đổi hoặc tính toán qua lại giữa các đơn vị tiền này không dựa trên một tiêu chuẩn hoặc một thước đo chung nào hết, thì sẽ rất khó ổn định giá trị của mỗi đồng tiền trong mối tương quan với các đồng tiền khác, và tất nhiên là khó mà có thể ổn định được giá cả hàng hóa trong thương mại. Có nhiều loại tiêu chuẩn và thước đo chung đã được chọn để làm nền tảng cho sự trao đổi giữa các đồng tiền khác nhau. Vàng là thước đo được chọn đầu tiên như là một loại tiền tệ quốc tế.

#### **9.1.1. Chế độ bản vị vàng**

##### **9.1.1.1. Khái quát**

Đầu thế kỷ XIX, buôn bán giữa các nước châu Âu, giữa châu Âu, Bắc Mỹ và thế giới còn lại qua quá trình tự phát đã đi đến thống nhất với nhau thông qua vàng. Thương nhân của nước Anh ngần ngại khi được thanh toán cho hàng hóa của họ bằng đồng tiền của Pháp, của Mỹ hay của Tây Ban Nha. Lý do vì những đồng tiền ấy chỉ có thể dùng để mua lại hàng của chính nước sở tại chứ không thể đem về tiêu dùng ở Anh được. Điều tương tự cũng diễn ra nếu Anh lại thanh toán việc mua hàng của họ cho các nước nói trên bằng đồng Bảng. Tuy nhiên, nếu các nhà nhập khẩu ở Hà Lan, Tây Ban Nha, Pháp hay Mỹ trả cho thương nhân người Anh bằng vàng (Gold) ròng, vấn đề trở thành không khó khăn. Người Anh chấp nhận ngay vàng bởi vì vàng quý, hiếm và giống nhau ở mọi nơi. Vàng ở Nam Mỹ, Bắc Phi, châu Á... đều giống vàng của châu Âu và Bắc Mỹ. Do vậy, nó gần như có thể dùng để trao đổi hàng hóa được ở khắp nơi trên thế giới. Mặc nhiên, vàng được chấp nhận làm phương tiện trong mua bán quốc tế. Các nhà nhập khẩu tính toán giá trị của hàng hóa họ mua và bán với người nước ngoài thông qua vàng từ những năm 1820.

Từ đó đến 1914 là giai đoạn mà hàng hóa trong thương mại và đồng tiền của mỗi nước có tham gia ngoại thương đều tính toán qua lại cho nhau, định lượng đơn vị giá trị... bằng đơn vị vàng. Đó là lý do người ta gọi giai đoạn này là giai đoạn mà tiền nội địa mỗi nước và tiền tệ trong thanh toán quốc tế đều đặt căn bản trên giá trị vàng (Gold standard).

Nửa đầu thế kỷ XIX, Hoa Kỳ xác định giá trị đồng tiền của mình trên cơ sở: 20,67 USD được xem ngang giá với 1 ounce vàng (999,9). Cũng vào thời gian đó, chính quyền Anh mua vàng và bán vàng ra với giá cố định được luật pháp quy định là 4,34 Pound Anh một ounce. đương nhiên, thương mại giữa hai quốc gia được thực hiện trên cơ sở thừa nhận giá trị của 20,67 USD là tương đương với 4,34 bảng Anh. Như vậy, 1 bảng Anh được tính là tương đương với 4,76USD. Tỷ giá trao đổi, mà bấy giờ chúng ta đã sử dụng như là một thuật ngữ rất quen thuộc, ngày ấy, được xác định giữa đồng tiền này với đồng tiền khác thông qua cách đơn giản như sau: Nếu bạn muốn tính đồng tiền của nước A tương đương bao nhiêu đồng tiền của nước B, trước tiên bạn tính giá trị tương đương của đồng tiền B.

Một thương nhân Tây Ban Nha chở hàng qua bán ở Anh. Bán hàng và thu tiền Bảng Anh xong, ông ta vào ngân hàng Anh đổi ra vàng. Mỗi một đồng bảng Anh, ngân hàng đổi cho ông ta  $1/4,34$  ounce vàng (hay 0,23 ounce) theo luật. Mang vàng về nước dùng vàng đổi ra tiền của Tây Ban Nha đồng Peseta, cứ mỗi đơn vị 0,23 ounce vàng ông ta đổi lại được 140 peseta. Bằng cách ấy, không những ông và các bạn thương nhân của ông ở Tây Ban Nha, ở Anh, mà kể cả chính quyền hai nước hiểu rằng 1 bảng Anh là bằng 140 Peseta. Hay nói cách khác, tỷ giá trao đổi giữa peseta và bảng Anh là  $1/140$ .

Các nhà xuất nhập khẩu, các ngân hàng thanh toán liên quốc gia (hay thanh toán quốc tế) lẫn nhau đều chấp nhận tỷ giá trên. Với phương thức này, nếu gọi  $P_1$  là giá hàng hoá ở Anh,  $P_2$  là giá hàng hoá ở Tây Ban Nha, thì một món hàng có giá trị bằng 1 bảng Anh sẽ

$$\text{tương ứng với giá } P_2 \text{ ở Tây Ban Nha là: } P_1 = \frac{1}{140} p_2 \text{ vậy } P_2 = \frac{P_1}{\frac{1}{140}} = 140P_1 = 140 \text{ peseta}$$

Ngược lại một món hàng có giá ở Anh là 2,5 bảng, sẽ có giá ở Tây Ban Nha là:  $P_1 = \frac{1}{140} P_2$

$$\Rightarrow P_2 = P_1 \times 140 = 2,5 \text{ bảng} \times 140 = 350 \text{ peseta}$$

Người ta gọi tỷ giá trao đổi  $\frac{1}{140}$  là e. Lúc đó  $P_1 = e \cdot P_2$  được gọi là công thức tính giá

trị hàng hóa tương đương giữa Anh và Tây Ban Nha với  $P_1$  là giá hàng tại Anh  $P_2$  là giá hàng ở Tây Ban Nha và e là tỷ giá trao đổi giữa một Peseta với một bảng Anh thông qua vàng.

Bây giờ, giả sử rằng vì một số lý do nào đấy, trước đây một kiện vải nhập cảng từ Anh Độ có giá ở Anh là 1 bảng và đương nhiên có giá ở Tây Ban Nha là 140 Peseta, Nay đột nhiên nước Anh có tình trạng lạm phát.  $P_1$  trở nên lớn hơn  $eP_2$  ( $P_1 > P_2$ ). Chuyện này rất hay xảy ra thời bấy giờ, ở khắp các nước, không có ngoại lệ nào. Giá một kiện vải vọt lên 2 bảng Anh. Mặc dù vậy, do quan hệ tỷ giá giữa đồng Peseta của Tây Ban Nha và đồng Rupee của Ấn thông qua vàng vẫn không đổi, nên một kiện vải vẫn chỉ có giá ở Tây Ban Nha là 140 Peseta. Sự lên giá vải ở Anh (và kể cả các loại hàng hóa khác) thúc đẩy các thương nhân Tây Ban Nha đem hàng qua Anh bán. Mỗi mét vải họ bán được 2 bảng, đem vào ngân hàng Anh đổi ra thành ( $0.23 \times 2 =$ ) 0,46 ounce vàng. 0,46 ounce vàng này mang về Tây Ban Nha đổi cho ngân hàng Tây Ban Nha được thành 280 Peseta. Các thương nhân hưởng được món lời giàn gấp đôi, trong khi vàng ở kho của nước Anh xuống tàu xuất cảng sang Tây Ban Nha.

Điều gì sẽ xảy ra? Chúng ta nên nhớ lại rằng vào giai đoạn này (1821-1914) việc phát hành tiền giấy ở các nước (đồng Peseta, Pound Anh, Rupee, hay USD ..) được đảm bảo bằng dự trữ vàng. Vàng nhiều, các chính phủ sẽ in ra nhiều tiền giấy. Vàng ít, các chính phủ phải thu lại bớt tiền. Tiền luôn luôn được ấn định tương đương với dự trữ vàng trong ngân khố. Cứ mỗi 4,34 bảng Anh có thể đổi được 1 ounce vàng và ngược lại. Vàng chảy ra khỏi kho của Anh làm cho tiền bảng bị thu hẹp. Ngược lại, vàng về kho của Tây Ban Nha nhiều làm đồng peseta tăng lên. Sự khan hiếm của đồng bảng sẽ dần dần làm cho tiền bảng trở nên có giá trị hơn, giá  $P_1$  sẽ bắt đầu hạ. Cùng lúc ấy, sự thừa đồng Peseta ở Tây Ban Nha làm cho hàng hoá tăng giá.  $P_2$  lên giá và  $P_1$  xuống giá cho đến khi đẳng thức  $P_1 = eP_2$  được cân bằng trở lại. Lúc bấy giờ, người ta gọi đây là cơ chế điều chỉnh tự động cân cân thanh toán thăng bằng giữa hai nước (Anh - Tây Ban Nha) hay “Automatic Balance of Payment Equilibrium”. Điều tương tự như thế cũng xảy ra ở quá trình thanh toán khắp các nước còn lại trong gần 100 năm

### 9.1.1.2. Sự sụp đổ chế độ bản vị vàng

Có 3 tai họa đã thực sự làm cho chế độ thanh toán lấy vàng như là một loại tiền tệ của quốc tế sụp đổ. Đó là 2 cuộc Chiến tranh thế giới và trận đại suy thoái, 1929 - 1933. Chiến tranh thế giới lần thứ nhất (1914 - 1918) đã làm cho châu Âu mua quá nhiều hàng hóa của Mỹ vì đòi hỏi của cuộc chiến và sau này là nhu cầu tái thiết sau chiến tranh, đến mức họ không còn đủ vàng để trả và phải phát hành tiền giấy quá mức bảo chứng vàng (Xem lại 2.1.2.2, phân đoạn 2.1 Chương 2). Đầu tiên các chính phủ châu Âu tìm cách hạn chế việc này bởi các biện pháp như: Cấm xuất cảng vàng và không bán vàng cho nhân dân. Tuy nhiên, hiệu quả của các chính sách ấy không được như mong muốn vì các chính phủ phải chi tiêu quá nhiều. Lượng tiền mặt in ra bắt đầu gấp đôi rồi gấp 3 lần dự trữ vàng

Chỉ riêng nước Mỹ, do làm giàu được từ chiến tranh với dự trữ vàng bằng 1/2 kho vàng của cả thế giới, tiếp tục giữ được bảo chứng vàng cho tiền giấy. Vào năm 1914, 4,34

bảng Anh  $\equiv$  1 ounce vàng  $\equiv$  20,67 USD hay  $20,67 \text{ USD} \equiv (4,67) \times (4,34) \text{ Pound}$  và tỷ giá e giữa 1 bảng Anh so với 1 USD là 4,67.

Siêu lạm phát từ Đức sang các nước châu Âu khác kể cả Anh, đã làm cho cán cân thặng bằng nói trên bị mất. Đồng bảng Anh tuôn ra thị trường quá nhiều làm cho giá trị của nó so với vàng vượt lên hơn 4,34 Pound/ounce. Kết quả là tỷ giá e giảm xuống dưới 4,67. Chính phủ các nước, để cố gắng bảo vệ bản vị, đã vay vàng của Hoa Kỳ, vừa ép nước Mỹ phải lạm phát theo. Năm 1927, bản vị vàng được thiết lập lại tương đối. Thật không may, chỉ vài năm sau, khủng hoảng kinh tế và sự sụp đổ ngân hàng từ Mỹ lan sang các nước. Trong cơn hoảng loạn, nhân dân ùa đến ngân hàng rút tiền mặt đi mua vàng hoặc đổi vàng. Các NHTW vay mượn nhau những món tiền rất khổng lồ để khống chế bớt sự mất giá của lượng tiền giấy đã in ra quá nhiều. Mùa xuân năm 1933, đồng bảng Anh mất giá 30% so với USD và một vài đồng tiền khác. Nhưng USD cũng lại mất giá trầm trọng so với vàng vì lạm phát. 1 ounce vàng từ giá 20,67USD đã vọt lên mức 35USD vào ngày 31 tháng Giêng năm 1934. Tất cả các nước châu Âu, Bắc Mỹ, đều lâm vào lạm phát, thiếu hụt vàng, và tỷ giá giữa đồng bản địa so với vàng vọt lên như con ngựa bất kham.

Các chính phủ phải lần lượt bãi bỏ quy định bảo chứng vàng cho tiền giấy đã phát hành vì không nước nào còn đủ vàng để đổi lại tiền giấy cho dân kể cả Hoa Kỳ. Luật dự trữ vàng năm 1934 ở Mỹ và những điều tương tự khác ở các nước, khuyến khích nhân dân bán vàng cho chính phủ, cầm chuyên vàng ra ngoài chỉ với hy vọng cung cấp kho dự trữ để giữ giá tiền bản địa trong thanh toán quốc tế. Vì tiền giấy không còn được đảm bảo bằng vàng, mọi người giờ đây chỉ có thể dùng tiền để đổi vàng chứ không thể để đổi vàng, cơ sở để tính giá trị đồng tiền của nước này qua đồng tiền của nước khác qua vàng đã hoàn toàn sụp đổ. Năm 1937, nhiều nước bắt đầu lượng giá giá trị đơn vị tiền tệ của mình so với một đơn vị tiền tệ của nước khác thông qua đồng USD vì đồng USD, được giữ khá cố định với 35USD  $\approx$  1 ounce vàng trong suốt 1934 - 1937. Tình hình này được tiếp tục cho đến khi chiến tranh thế giới II bùng nổ năm 1939.

### **9.1.2. Thỏa thuận Bretton Woods- tỷ giá trao đổi cố định**

Để ổn định cho sự phát triển của thương mại quốc tế sau chiến tranh, các nước phương Tây đã suy nghĩ nhiều, theo cách của họ, về việc thiết lập một hệ thống tiền tệ và thanh toán chung cho quốc tế.

Tháng 7 năm 1944, tại Mount Washington Hotel ở Bretton Woods, New Hampshire, Hoa Kỳ hơn 700 người từ 44 nước khắp nơi trên thế giới đã tụ tập để bàn về thương mại và thanh toán liên quốc gia trong tương lai. Kiến trúc sư của hội nghị là John Maynard Keynes và Harry D. White, Thứ trưởng Bộ ngân khố Hoa Kỳ.

Thỏa thuận mang tên Bretton Woods ra đời với ba nội dung chủ yếu:

- Các nước thành viên cùng ký tên trong thỏa thuận đồng ý và sẽ cố gắng giữ tỷ giá trao đổi (exchange rate) giữa đồng tiền nước mình với đồng tiền các nước ổn định, cũng như sẽ có những can thiệp cần thiết để giữ cho tỷ giá này chỉ dao động  $\pm 1\%$  so với tỷ giá cố định (Fixed Exchange Rate) nói trên.

- Các nước thành viên đồng ý gop vốn thành lập Quỹ tiền tệ quốc tế (International Monetary Fund: IMF) nhằm mục đích cho các nước thành viên vay vốn vào những lúc cần thiết để can thiệp, giữ đồng tiền nước mình không biến động quá với tiêu chuẩn nói trên.

- Tỷ giá trao đổi cố định giữa đồng tiền các nước được tính thông qua bản vị vàng thế giới, với giá vàng được chuẩn hóa và cố định (International Gold Standard). Vàng được bán đi mua lại hoặc vay mượn lẫn nhau giữa NHTW các nước để có thể bán ra hoặc mua vào trong thị trường nội địa kịp thời, nhằm giữ giá đồng tiền không đổi.

Thực chất Bretton Woods là thỏa thuận hướng về việc giữ giá đồng tiền các nước theo giá vàng và chống lạm phát giá cả. Sự lây lan của siêu lạm phát và khủng hoảng (1922-1923, 1929-1933) làm sụp đổ mọi thứ và các nước châu Âu đã vô cùng kinh sợ viễn cảnh này. Bên cạnh đó, ý đồ Keynes là giữ giá vàng ổn định để thương mại và thanh toán quốc tế có cơ sở

thực hiện thuận lợi. Đồng tiền của Mỹ, đồng tiền USD, dựa trên thế mạnh của một nền kinh tế không bị tàn phá vì chiến tranh và dự trữ vàng lớn nhất thế giới (2/3 tổng dự trữ của cả thế giới vào năm 1949 với 25 tỷ USD) đã được cố định ở mức 35 USD = 1 ounce vàng, làm chuẩn cho việc xác định tỷ giá đồng tiền của các nước thành viên còn lại với vàng, USD và những đơn vị tiền tệ khác.

IMF lúc đầu có 6,8 tỷ USD vốn bằng vàng, USD và những đồng tiền mạnh khác. Ngân hàng thế giới (World Bank), gần như được thành lập đồng thời với IMF, cùng với những nguồn tài chính ủng hộ từ các nước. IMF vay nợ từ các nước giàu bằng việc phát hành trái phiếu rồi dùng vốn đó để vay tái thiết, phát triển tại các nước nghèo. Cùng mục đích như Ngân hàng thế giới (WB) có Ngân hàng phục vụ thanh toán quốc tế (Bank for International Settlements) thành lập từ sau chiến tranh thế giới thứ 1 để hỗ trợ nỗ lực tái thiết lặp chau Âu sau chiến tranh.

Bretton Woods thiết lập một trật tự tựa như cái khung về giá trị mà đồng tiền các nước phải dựa vào. Cái khung ấy hoạt động không khác gì một hành lang tiền tệ quốc tế cho sự thanh toán và trao đổi giữa các đồng tiền khác nhau trên thế giới trong quá trình thương mại, đầu tư và viện trợ. giả sử rằng:

$$35\text{USD} = 1 \text{ounce vàng} = 175 \text{FRF}$$

$$1\text{USD} = 5\text{FRF} \text{ hay e giữa FRR và USD là } 1/5$$

Lúc đó, hàng hoá có giá trị là  $P_1$  USD sẽ có giá trị tại Pháp bằng đồng FRF là:

$$P_1 = 5P_2$$

Trong trường hợp đồng USD mất giá,  $P_1 > 5P_2$ . Để hai vé của đẳng thức tiếp tục cân bằng chỉ có một trong 3 trường hợp:

a) Nước Mỹ phải cố gắng chống lạm phát, nâng cao đồng tiền trở lại để kéo  $P_1$  hạ xuống vị trí cũ.

b) Nước Pháp phá giá tiền tệ để lạm phát theo nước Mỹ

c) Tỷ giá e sẽ phải thay đổi, e sẽ giảm để  $P_1 = eP_2$ .

IMF phải tham gia cho nước Mỹ vay vàng để bán ra nhằm nâng giá đồng tiền để e không phải thay đổi, vì các kiến trúc sư của Bretton Woods sợ rằng nếu e thay đổi, điều chắc chắn là thương mại giữa 2 nước sẽ phải thay đổi. Sự lên giá của FRF và sự mất giá của USD khi không có can thiệp của Mỹ, sẽ thúc đẩy xuất khẩu tăng nhanh từ Hoa Kỳ sang Pháp. Nước Pháp sẽ thâm hụt trong khi nước Mỹ đạt thặng dư trong cán cân thương mại. Tình hình đó nhất định sẽ kéo theo sự phá giá đồng loạt của Pháp và của các nước khác để phản ứng lại. Chiến tranh kinh tế sẽ xảy ra. Thiệt hại sẽ đến cho tất cả các bên.

Khi tỷ giá được cố định như thế, mặc nhiên nó được cố định theo giá vàng. Bởi vì trong khi Mỹ cố định 35 USD = 1 ounce vàng, các nước khác lại cố định tỷ giá trao đổi của đơn vị tiền minh theo USD thì cũng có nghĩa là họ đã cố định nó theo giá vàng. Từ năm 1944 đến năm 1971, các nước cố gắng giữ sự dao động tỷ giá chỉ trên hoặc dưới 1% mức cố định. Giai đoạn cuối, 1971 - 1973, khoảng dao động này là  $\pm 2,25$ . Thanh toán quốc tế được tính bằng tỷ giá cố định và sự chuyển nhượng dự trữ giữa các NHTW vẫn được thực hiện qua vàng.

Năm 1949, do thâm hụt thương mại, đồng bảng Anh tụt giá đến 30% so với tỷ giá cố định với USD. Xuyên qua những năm của thập niên 50, đồng FRF, Lira và Krone tiếp tục mất giá theo. IMF, WB và cả Hoa Kỳ cho vay một lượng lớn USD để các nước chau Âu nâng giá đồng tiền của mình trở lại. Chỉ từ năm 1948 đến 1952, nước Mỹ vừa cho vay vừa viện trợ cho chau Âu hơn 13,4 tỷ USD. Bởi vì, dự trữ vàng của nước Mỹ lớn, tỷ giá 35USD = 1 ounce là hầu như có cơ sở được cố định, các nước chau Âu thấy rằng thay vì giữ vàng trong dự trữ để bảo vệ đồng tiền, thì giữ USD cũng không khác gì. USD đã trở thành tài sản dự trữ của các nước bằng con đường áy từ thập niên 50

Tỷ giá cố định của Bretton Woods dựa trên cơ sở vàng bắt đầu kèm theo cơ sở USD cho đến hết thập niên 50. Giữa thập niên 60 có 3 biến cố lớn làm chê độ tỷ giá dần dần bị xé rào:

Thứ nhất, để nhanh chóng ổn định và cải thiện cán cân thương mại, hầu hết các nước chau Âu đều có ý định phá giá đồng tiền so với Mỹ để kích thích xuất khẩu. Sau những giai đoạn ngắn can thiệp để ổn định tỷ giá họ lại tiếp tục thả nổi.

Thứ hai, USD đã biến thành dự trữ quen thuộc, và vì nó hoàn toàn tốt khi dùng để mua hàng hoá, kỹ thuật và công nghệ của Mỹ, không cần thiết phải dùng USD để đổi lại ra vàng. Quan hệ thương mại với Mỹ càng tăng, các nước khác có khuynh hướng bành trướng dự trữ USD của họ. Sức hút USD ra nước ngoài càng lớn hơn trong khoảng năm 1961-1966 khi Kennedy và sau này là Johnson giảm thuế, hạ lãi suất để kích thích kinh tế. Sự bành trướng tiền tệ diễn ra cùng với việc USD bị hút ra nước ngoài để tìm vốn đầu tư khác có lãi suất cao hơn Hoa Kỳ.

Những lý do trên làm USD tuôn ào ạt ra nước ngoài. Năm 1968, giá cả hàng hoá bình quân, ngoại trừ vàng, ở nước Mỹ đã tăng đúng gấp đôi kể từ khi Bretton Woods. USD lạm phát quá nhanh. Tổng khối tiền USD trên toàn thế giới vào cuối năm 1968 đã tăng gần 2 lần so với năm 1944, từ 28,5 tỷ USD lên 43,5 tỷ USD. Hệ thống tiền tệ với tỷ giá cố định đã đặt ra một song đê rất khắc nghiệt vào giai đoạn cuối thập niên 60. Trong lúc nước Mỹ lạm phát và thâm hụt thương mại, nếu theo đúng tinh thần của Bretton Woods, các nước khác thặng dư thương mại như Anh, Pháp, Ý, Tây Đức, Canada, Đan Mạch, Nhật Bản... cần phải phát hành nhiều tiền của nước họ hơn để mua số USD dư thừa, nhằm hỗ trợ cho cố gắng chống lạm phát của Mỹ. Trong lúc Mỹ cố gắng thu hẹp tiền để chống lạm phát, nếu các nước cũng hỗ trợ để thu hẹp USD thì tỷ giá giữa USD với các đồng tiền các nước dần dần sẽ trở lại mức đã cố định. Tuy nhiên, vì lạm phát của Mỹ trong giai đoạn 1960-1970 khá cao, nếu các nước làm theo Bretton Woods, bung thêm tiền mặt của họ ra để mua USD, đất nước họ tất sẽ lạm phát theo Mỹ. Một cách gián tiếp Mỹ đã xuất khẩu lạm phát sang nước họ. Và như thế có nghĩa là một cách gián tiếp, họ để cho Hoa Kỳ quyết định chính sách tiền tệ của nước họ.

Không có nước nào chịu chấp nhận làm như vậy, nên tỷ giá cố định đã lung lay. Tuy nhiên cho đến năm 1969 nước Mỹ vẫn cố gắng bán vàng ra chỉ với giá 35USD/1 ounce.

Biên cố thứ 3 làm tràn cốc nước đã quá đầy. Sự leo thang chiến tranh ở Việt Nam đã làm cán cân chuyển nhượng tư bản của Hoa Kỳ từ mức thâm hụt 5,4 tỷ USD năm 1960 vọt lên 12,4 tỷ USD vào năm 1970 và đến năm 1975 nó lên tới hơn 30 tỷ USD (Bảng 9.1). Thâm hụt và nợ nần đã làm Mỹ phải phát hành tiền kho bạc (hối phiếu) để vay nợ từ trong nước qua đến cả châu Âu và tỷ giá 35 USD = 1 ounce đã chấm dứt vào năm 1971.

Cũng trong năm ấy, trong số những cố gắng cuối cùng, IMF một mặt phát hành loại chứng thư vàng như một loại trái phiếu để vay mượn nhằm làm tăng dự trữ. Chứng thư này cho phép quốc gia sở hữu quyền ưu tiên được trao đổi trong nội bộ IMF để lấy ngoại tệ mạnh. Ngày nay người ta gọi nó là SDRs (Special Drawing Rights). Mặt khác, IMF dùng dự trữ vay được, mua từ Nam Phi một số lượng không lò vàng để hỗ trợ cho đồng USD giữ tỷ giá cố định. Cố gắng áy trở thành uổng phí, và mùa thu năm 1971, 1ounce vàng đã lên đến 38USD trong chuyển nhượng giữa các ngân hàng, trong khi ngoài thị trường là 40 USD.

**Bảng 9.1: Cơ cấu tài khoản thanh toán của Hoa Kỳ (1960 - 1975)**

Cơ cấu	Năm	1960	1965	1970	1975
		1960	1965	1970	1975
Cán cân tài khoản mở	2,8	5,4	2,3	18,1	
Công, tài khoản chuyển nhượng tư bản	-5,4	-6,3	-12,4	-30,2	
Cộng, sai sót và không chính xác	-1,0	-0,5	-0,2	5,9	
Bằng cán cân thanh toán tổng thể	-3,6	-1,4	-10,3	-6,2	
Chuyển nhượng dự trữ	3,6	1,4	9,4	6,2	

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin From 1960 to 1980*

USD tụt giá 12% so với các đồng tiền của 14 quốc gia công nghiệp trên thế giới, trong năm 1971. Kế hoạch của Nixon ngày 15 tháng 8 năm 1971 và thỏa thuận Smithsonian (18 tháng 12, 1971) là những nỗ lực để giữ đồng USD không dao động hơn 5%. Theo thỏa thuận Smithsonian, các NHTW Nhật Bản và châu Âu đã mua vào hơn 10 tỷ USD trong 3 tháng đầu 1972 nhằm hạn chế bớt cung USD để cứu vãn sự tụt giá. Sự tụt giá USD có dừng lại một thời

gian ngắn. Cuối 1972, đầu 1973, chi phí quân sự và các loại khác đã làm cho chính phủ Mỹ tiếp tục thâm hụt 10,4 tỷ USD. Tháng 2 năm 1973, USD tụt giá không gì kìm hãm được. Từ 40 USD = 1 ounce vàng, nó vọt lên 42,22 USD. Đến tháng 3 - 1973, chế độ tỷ giá cố định theo vàng.USD hoàn toàn sụp đổ.

Ngày nay, tất cả các nước trên thế giới hầu như đều để tỷ giá trao đổi cho thị trường tự do quyết định. Không còn sự ràng buộc nào khác, việc trao đổi giữa đồng tiền này qua một đồng tiền kia chỉ dựa vào cung - cầu tiền tệ mà thôi. NHTW và chính quyền chỉ can thiệp khi cần thiết để ổn định giá trị đồng tiền nội địa. Tuy USD tiếp tục vẫn là loại tiền dự trữ hàng đầu của các nước vì nhu cầu thương mại, chỉ có một số ít nước nhỏ tìm cách ổn định giá trị tiền của mình xoay quanh giá trị USD. Các nước còn lại hoàn toàn thả lỏng tỷ giá. Bắt đầu của thời kỳ tỷ giá trao đổi linh hoạt (Flexible Exchange Rate).

## 9.2. HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ HIỆN ĐẠI

### 9.2.1, Tỷ giá trao đổi linh hoạt

Để thâm nhập vào thế giới của tiền tệ và tài chính quốc tế, trước hết chúng ta cần hiểu về một số khái niệm cơ bản xung quanh “tỷ giá trao đổi”

#### 9.2.1.1. Định nghĩa về tỷ giá trao đổi

Tỷ giá trao đổi (exchange rate) là giá cả của một đơn vị tiền nước ngoài tính bằng tiền trong nước. Nói cách khác, tỷ giá trao đổi giữa 1 đơn vị tiền nước A với đồng tiền nước B là số lượng tiền nước A phải bỏ ra để mua hay đổi 1 đồng tiền nước B.

Thí dụ, vào ngày 29 tháng 7 năm 1996, theo báo The Nation của Thái Lan, tỷ giá trao đổi giữa đồng Yên của Nhật và USD của Hoa Kỳ trên thị trường tài chính Luân Đôn là 108,53, của DM và USD là 1,4785. Có nghĩa là, cần phải bỏ ra 108,53 đồng Yên; hoặc 1,4785 đồng DM để mua 1 đồng USD. Bằng cách tương tự ta có thể định nghĩa cho các đồng tiền còn lại. Giả như tỷ giá trao đổi giữa đồng tiền Việt Nam (VND) và USD là 16.12 thì hiển nhiên, cần phải có 16.120 VND để mua 1USD.

#### 9.2.1.2. Các khái niệm khác

Sau khi đã hiểu được ý nghĩa của tỷ giá trao đổi, chúng ta cần lưu ý thêm:

- Vì “tỷ giá trao đổi” là thuật ngữ chỉ tỷ lệ trao đổi giữa đồng tiền nội địa với một đồng tiền nước ngoài (ngoại tệ hay ngoại hối), cho nên người ta cũng thường gọi tỷ giá trao đổi ngoại tệ là tỷ giá ngoại hối hoặc tỷ giá hối đoái hoặc đổi khi gọn hơn: tỷ giá.

- Thị trường ngoại hối (Foreign Exchange Market), hay thị trường ngoại tệ, vì lý do trên là nơi mua và bán ngoại hối. Ngày nay, vì có quá nhiều trái phiếu của nước ngoài có giá trị không khác gì tiền mặt được mua bán trên thị trường này nên thị trường ngoại hối nói đầy đủ là nơi mua và bán ngoại tệ, trái phiếu và các giấy nợ hay chứng thư tái chính khác của nước ngoài.

- Khi chúng ta nói về sự cần phải có nhiều đơn vị tiền tệ nội địa hơn trước để mua một đơn vị tiền tệ nước ngoài, lúc đó đồng tiền trong nước kém giá hơn so với trước. Dĩ nhiên, điều ngược lại là đồng tiền nước ngoài đã lên giá hơn, thí dụ:

Ngày 6 tháng 7 năm 1996: tỷ giá DM/USD là 1,526

Ngày 29 tháng 7 năm 1996 : tỷ giá DM/USD là 1,478

Một công dân Đức sẽ nói rằng vào ngày 29 chỉ cần 1,478 DM là có thể mua được 1 USD trong khi 23 ngày trước, phải cần tới 1,526, nghĩa là nhiều DM hơn, mới mua được 1USD. Như vậy, đồng USD đã rẻ đi. Đồng DM đã lên giá. Vì sao lên giá? Vì 1 DM đã mua được nhiều USD hơn trước:

$$\text{Ngày 6/07: IDM} = \frac{1}{1,526} \text{ USD} = 0,66 \text{ USD}$$

$$\text{Ngày 29/07: IDM} = \frac{1}{1,478} \text{ USD} = 0,68 \text{ USD}$$

Đồng tiền của Đức sẽ được gọi là lên giá (Appreciation) so với đồng USD. Ngược lại, đồng USD sẽ được gọi là xuống giá hay tụt giá (Depreciation) so với đồng USD. Các thuật ngữ lên giá hay xuống giá, đơn thuần dùng để chỉ về hiện tượng, không nhận định.

Nhưng khi chúng ta nói về sự can thiệp có mục đích của các NHTW nhằm tác động đến tỷ giá trao đổi, điều mà chúng ta sẽ bàn sau này, người ta thường dùng động từ tăng hay nâng giá (Evaluate) hoặc phá giá (Devalue) để chỉ những tác động có mục đích của con người.

Tỷ giá hối đoái rất quan trọng vì nó là thước đo để xác định trị giá của hàng hóa nước ngoài bằng đồng tiền trong nước, giá trị của hàng hóa được sản xuất trong nước khi bán ra nước ngoài. Khi tỷ giá được thả linh hoạt, cơ chế dao động của nó ảnh hưởng nhiều mặt đến đời sống. Bởi lẽ khi tỷ giá dao động, nó kéo theo giá cả của mọi loại hàng hóa mua từ nước ngoài, hoặc sản xuất trong nước bằng nguyên liệu mua ở nước ngoài, và hàng hóa bán ra nước ngoài nhất loạt biến động.

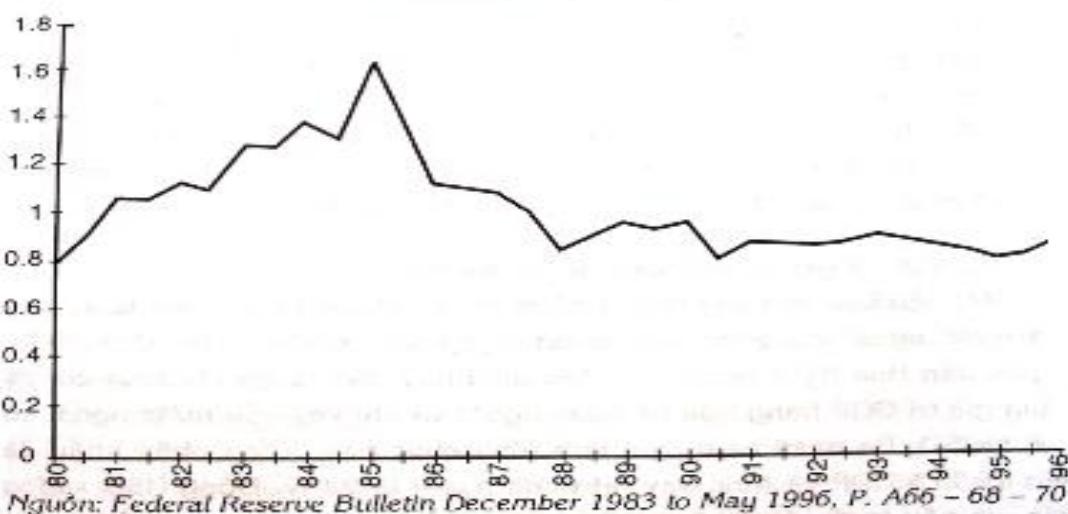
#### **9.2.1.3. Tỷ giá và sức mua tương đương**

Một nền kinh tế càng mở cửa bao nhiêu, thương mại quốc tế và vay nợ nước ngoài càng trở nên quan trọng bấy nhiêu. Vào năm 1960, người dân Hoa Kỳ ít quan tâm đến điều này. Bởi lẽ họ chỉ mua có 5% tổng giá trị GDP hàng hóa từ nước ngoài và chỉ vay của nước ngoài có 1,8 tỷ USD. Ba mươi năm sau, tình hình khác hẳn. Tổng nhập khẩu đã lên tới 11% GDP và tổng vay nợ nước ngoài là 92 tỷ. Đồng USD xuống giá, và nếu trước đây thế giới hầu như chỉ tích lũy vàng và USD trong dự trữ quốc gia của họ do cả thế giới cần hàng hóa của Mỹ sản xuất, thì ngày nay, họ đã dự trữ thêm đồng Yên và FRF.

Tỷ giá hay giá trị của đồng USD thay đổi đã làm người dân Mỹ phải nhìn thế giới còn lại bằng cặp mắt trân trọng hơn. Bên cạnh đó, sự mất giá của USD từ năm 1985 cho đến tháng 5 năm 1996 (biểu đồ 9.1) đã khơi nguồn cho đầu tư nước ngoài tràn vào sở hữu tài sản ở Hoa Kỳ. Người ta đã phải báo động về tình hình mua và làm chủ tài sản ở Mỹ của người nước ngoài. Thu nhập, sản lượng, ý thức dân tộc, đời sống cụ thể của mỗi người dân cùng nhau loạt thay đổi.

Nhân dân Mỹ hiểu rằng đã qua rồi cái thời họ ngồi một chỗ để nhìn thế giới còn lại chạy xung quanh đồng USD và nền kinh tế Hoa Kỳ trước thập niên 90. Những biến chuyển như vậy có nhiều nguyên nhân xa và gần. Một trong số nó là sự mạnh lên thực sự của Nhật Bản và Tây Âu trong tiềm lực sản xuất, ngoại thương kéo theo sự lên giá liên tục của đồng tiền nước họ. Sự lên giá này, hay sự xuống giá của USD nằm trong quy luật gọi là sức mua tương đương (Purchasing Power Parity)

**Biểu đồ 9.1: Giá trị quốc tế của USD trên cơ sở trị giá trao đổi bình quân với tiền tệ của G-10 (theo thỏa ước 1972 – 1976) với giá nền tháng 3/1973 = 1,00**



Giá trị của mỗi đồng tiền nằm ở sức mua (hay trao đổi) hàng hoá của nó. Các đồng tiền cũng là hàng hoá. Một đơn vị tiền càng mua được nhiều hàng hoá càng được con người thích và quý hơn các đơn vị tiền khác. Đây là điều chúng ta đã từng giải thích qua ở Phân đoạn 3.1, Chương 3. Để so sánh sự khác nhau về giá trị của mỗi đồng tiền, từ đó xác định tỷ giá, người ta đặt nó trên cơ sở của sức mua tương đương. Quy luật về sức mua tương đương nói rằng: "Giá cả nội địa của một đơn vị hàng hoá nước ngoài sẽ là tương đương với giá cả nội địa của chính đơn vị hàng hoá hoàn toàn giống như thế được sản xuất trong nước".

Thí dụ sau đây sẽ làm chúng ta dễ hiểu vấn đề ấy hơn:

Năm 1974, một chiếc xe ô tô được sản xuất ở Mỹ với chất lượng hạng A, toàn bộ các chi phí để sản xuất và đưa nó ra thị trường đã tạo cho nó có giá cả = 6.000 USD.

Đây là giá tại Hoa Kỳ. Nay giờ xét đến Nhật Bản. Nếu người Nhật muốn mua xe này, để xác định giá cả nội địa tại Nhật Bản cho chiếc xe muốn mua, họ phải quan tâm đến việc: nếu chiếc xe đó được sản xuất tại Nhật Bản, trong điều kiện kỹ thuật, vốn liếng và công nghệ hiện có, người Nhật phải tốn bao nhiêu tiền Yen tất cả để tạo ra nó với chất lượng hoàn toàn y hệt.

Giả sử câu trả lời là 1.860.000 Yen, thì điều đó có nghĩa không cần biết tại nước Mỹ, xe nói trên có giá bao nhiêu, quy luật sức mua tương đương (P.P.P) nói rằng: xe ô tô đó phải có giá cả là 1.860.000 Yen. Giá ở mức này, người Nhật sẽ nhập khẩu, giá cao hơn mức này, người Nhật sẽ tự đầu tư sản xuất do thu được lợi nhuận cao.

**Bảng 9.2 a**

1974: Hoa Kỳ Ô tô: 6000 USD	6000 USD=1.860.000YEN	Nhật Bản 1.860.000Yen
Tháng 8/1996 Ô tô :10.000		1.070.000Yen

10.000 USD=1.070.000YEN

Như vậy, bảng 9.2a cho thấy rằng chiếc xe đó khi đem về Nhật được bán với giá tương đương là 1.860.000Yen. Như vậy 6000USD=1.860.000Yen. Cho rằng các chi phí vận chuyển, thuế quan đã được tính vào giá thành.

Đến ngày 1 tháng 8 năm 1996, xe ô tô của Mỹ đã lên giá thành 1.000USD/chiếc. tuy nhiên, do khoa học kỹ thuật và tư bản phát triển không ngừng, ngày nay nước Nhật chỉ cần mất có 1.070.000 Yen chi phí để sản xuất ra một đơn vị xe tương đương như thế. Nghĩa là, giá bán của chiếc ô tô nói trên tại Mỹ bao nhiêu mặc, tại Nhật nó không được quá 1.070.000Yen. Bởi vì, nếu quá hơn người Nhật sẽ tự sản xuất ra để dùng chứ không đi mua.

Như vậy vào 1/8/1996: 10.000USD=1 ô tô=1.070.000YEN

**Bảng 9.2b**

Năm 1974	6000USD=1 ô tô=1.860.000Yen 6000 USD=1.860.000Yen 1USD=310 Yen
Tháng 8 năm 1996	10.000USD=1 ô tô=1.070.000 Yen 10.000 USD=1.070.000 Yen 1USD=107Yen

Bảng 9.2b cho thấy rằng hàng hoá, bằng sức mua tương đương, đã chỉ ra vào năm 1974, 6000USD là tương đương sức mua với 1.860.000Yen. Kết luận sẽ là 1 USD có sức mua hàng hoá tương đương bằng 310 Yen. Nhưng vào 1/8/1996, cũng thông qua hàng hoá, người ta biết rằng 10.000USD là có sức mua tương đương với 1.070.000Yen. Bởi vì cả hai số lượng

đều mua được cùng một đơn vị hàng hoá. Như vậy lúc này, 1USD có sức mạnh tương đương bằng 107Yen.

Đương nhiên, sức mua tương đương đã đo lường giá trị của hai đồng tiền vào hai thời điểm khác nhau. Đứng về phía Hoa Kỳ, năm 1974 giá trị của 1 đồng Yen bằng 1/310USD. Hay nói cách khác, để mua được 1 YEN, người Mỹ cần bỏ ra 1/310USD=0,32 cent. Nhưng tháng 8 năm 1996, giá trị của một đồng Yen đã bằng 1/107USD=0,93 cent. Nhân dân Mỹ muốn mua 1 đồng Yen, phải cần bỏ ra gấp 3 lần số tiền họ phải mất vào 22 năm trước. Đó là lý do gọi đồng Yen lên giá

Các tỷ lệ  $\frac{1}{130}$  và  $\frac{1}{107}$  gọi là tỷ giá USD/YEN.

Đứng về phía người Nhật, năm 1974, giá trị của 1USD là bằng 310 Yen. Tháng 8 năm 1996, chỉ cần 107 Yen, chứ không phải 310Yen là đã có thể mua được 1USD. Trong con mắt họ, đồng USD đã xuống giá, các số 310, 107 là tỷ giá Yen/USD

Như vậy, chính sức mua tương đương (PPP) xác định tỷ giá thị trường giữa các đồng tiền. Gọi  $P_1$  là giá hàng hóa nước ngoài tại Nhật Bản,  $P_2$  là giá hàng hóa đó tại nước của nó:

$$P_1 = e \times P_2$$

Với  $e$  là tỷ giá của Yen trên đồng tiền nước ngoài.

Thí dụ: Gọi  $e = 104$  là tỷ giá VND/Yen. Lúc đó, một máy tính bỏ túi tại Nhật, có giá trị: 1000 YEN nếu tạm loại bỏ tiền vận chuyển và thuế, tại Việt Nam nó sẽ có giá tương đương là:

$$P_1 = eP_2 = 1.000 \text{ Yen} \times 104 \text{ VND/Yen} = 104.000 \text{ VND}$$

#### 9.2.1.4. Tỷ giá và lãi xuất đầu tư

Khi tỷ giá (dựa trên cơ sở của PPP) đã xác định giá cả cho mọi loại hàng hóa từ nước này sang nước khác, thì nó đồng thời cũng xác định được giá cả, có nghĩa là chi phí và lợi nhuận thu được, cho mọi hình thức đầu tư và chuyển nhượng tư bản giữa các nước.

Trong công thức 8.5 ở chương 8, chúng ta đã biết rằng  $(1+r_n)^n = \frac{P_n}{P_1}$

Có nghĩa là, lãi suất mà một nhà đầu tư (cho vay, gửi vào ngân hàng, mua trái phiếu, lập nhà máy, xí nghiệp...) thu được dưới bất kỳ hình thức đầu tư nào ( $r_n$ ) trong thời gian n năm bằng tổng giá trị tiền thu về được trong năm n ( $P_n$ ) chia số tiền bỏ ra để đầu tư hôm nay ( $P_1$ ) và trừ cho 1. Suy luận tiếp chúng ta sẽ thấy, lãi suất đầu tư tại Việt Nam hiện nay trong 1 năm sẽ là:

$$1+R_1 = \frac{\text{VND thu được}}{\text{VND bỏ ra}}$$

Và lãi suất đầu tư tại Singapore hiện nay trong 1 năm là:

$$1+R_2 = \frac{\text{Singapore dollar thu được}}{\text{Singapore dollar bỏ ra}}$$

Để tính lợi tức  $R_2$  của việc mang tiền qua Việt Nam đầu tư, các nhà đầu tư Singapore phải quan tâm đến tỷ giá đồng tiền. Gọi  $e$  là tỷ giá VND/SD vào thời điểm thu vốn và lãi. Lợi tức thu được của nhà đầu tư Singapore tại Việt Nam là:

$$\frac{\text{VND thu được}}{\text{VND bỏ ra}} = \frac{\text{S.dollar thu được}}{\text{S.dollar bỏ ra}} \times \frac{e+\Delta e}{e} = 1+ R_2(1+\frac{\Delta e}{e})$$

$$\text{Hay } 1+R_2 = 1+ R_2(1+\frac{\Delta e}{e}) \quad (9.2)$$

$$\text{Và } R_1 = R_2 + \frac{\Delta e}{e} \quad (9.3)$$

$$R_2 = R_1 - \frac{\Delta e}{e}$$

Công thức 9.4 cho biết lợi tức thực sự mà một nhà đầu tư Singapore thu được trên đất Việt Nam sẽ càng lớn khi  $R_1$  (tức lợi tức đầu tư tại Việt Nam) lớn và  $\frac{\Delta e}{e}$  càng nhỏ đi. Nghĩa là độ biến động ( $\Delta e$ ) của tỷ giá VND/SD phải càng thấp càng tốt. Nếu  $\Delta e = 0$  trong suốt thời gian Singapore đầu tư, hay nói cách khác tỷ giá VND/SD không đổi thời gian nói trên, lợi tức thu được của chủ thể đầu tư đúng bằng lợi tức tại Việt Nam.

Do vậy, nếu trái phiếu, tiền gửi ngân hàng, hay vốn đầu tư vào xí nghiệp, nhà hàng, khách sạn, két cáu hạ tầng... đem lại mức lãi là 24% một năm (hay 2 % tháng) tại Việt Nam, thì mức lãi suất ấy chỉ thực sự hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài, chỉ khi cả 2 điều kiện này cùng xảy ra:

1. Lãi suất đầu tư ở nước họ thấp hơn 24% năm. Càng thấp càng tốt, và:

2: Độ biến động của tỷ giá VND/tiền nước ngoài ( $\Delta e$ ) rất nhỏ, hoặc tiến dần đến bằng không.

Nếu độ biến động  $\Delta e$  thực sự tồn tại và khá lớn thì phải đảm bảo rằng  $R_1$  đủ lớn để  $R_1 - \frac{\Delta e}{e}$  luôn luôn phải lớn hơn lãi suất mà các nhà đầu tư nước ngoài có thể thu được ở nước của họ. Lúc đó chiến lược lãi suất tại Việt Nam mới thực sự đủ sức hấp dẫn các nhà đầu tư nước ngoài. Điều này giải thích vì sao Thái Lan luôn luôn giữ tỷ giá khá cố định ở mức 25 bath một USD trong suốt 25 năm (1971-1996) để thu hút đầu tư nước ngoài.

### 9.2.2. Thị trường ngoại tệ và sự xác định tỷ giá

Để hiểu về hệ thống tiền tệ và những thanh toán, chuyển nhượng có liên quan, chúng ta trước hết phải có được những nhận thức nhất định về tỷ giá. Phần trên thuộc về khái niệm. Phần này xem khi thả nổi. Tỷ giá trao đổi được thị trường xác định bằng cách nào và những nhân tố nào tác động đến nó. Nhằm đi vào chủ đề nói trên, điều trước tiên là cần phải biết thị trường ngoại tệ.

#### 9.2.2.1. Thị trường ngoại tệ

Giống như thị trường tài chính - tiền tệ, thị trường ngoại tệ hay ngoại hối (Foreign Exchange Market) là nơi đồng tiền và phiếu nợ các loại của nước ngoài được mua bán. Hồi khác với thị trường tiền tệ và tài chính nội địa một chút, là thị trường ngoại tệ mua bán tiền và các loại trái phiếu tài chính nước ngoài bằng việc trao đổi bởi tiền hoặc các loại trái phiếu trong nước. Nếu tất cả các nước trên thế giới đều cùng sử dụng một đơn vị tiền tệ chung như những người dân của một nước bất kỳ trong khuôn khổ lãnh thổ của nước đó, thì không ai cần đến thị trường ngoại tệ. Bởi thế giới có quá nhiều đơn vị tiền tệ cho nên, mỗi nền kinh tế đều phải có một thị trường để trao đổi giữa đồng tiền này với đồng tiền khác cho các hoạt động mua và bán với nước ngoài.

Một nhà xuất khẩu của Việt Nam bán hàng sang Nhật, nếu ông ta chấp nhận cho người mua ở Nhật thanh toán tiền hàng bằng đồng Yen hoặc đồng tiền nào khác như USD chẳng hạn, khi mang về nước, để có tiền thanh toán chi phí, trả lương và mua hàng hóa để kinh doanh tiếp, ông ta phải bán Yen và USD ra thị trường ngoại tệ để đổi lấy VND, bởi các đối tác của ông ở Việt Nam sử dụng VND. Trong trường hợp ông yêu cầu đối tác mua hàng của mình bên Nhật phải thanh toán tiền hàng xuất nhập khẩu bằng VND, khách hàng của ông ta buộc phải dùng Yen để mua VND trên thị trường ngoại tệ Nhật Bản hoặc ở Việt Nam để thanh toán. Dù bằng cách nào, khi giữa Nhật và Việt Nam còn sử dụng đến 2 đơn vị tiền, thì thị trường ngoại tệ vẫn còn cần thiết cho cả 2 nước để chuyển đổi tiền tệ nhằm phục vụ cho ngoại thương được dễ dàng.

Các nhà nhập khẩu người Nhật mua VND ở đâu? Có rất nhiều nguồn, sẵn sàng thỏa mãn nhu cầu của ông ta, đó là NHTW Nhật, ngân hàng ngoại thương Nhật. Hai chủ thể này có thể mua trực tiếp VND từ NHTW hoặc Ngân hàng ngoại thương Việt Nam, những đối tác của họ. Nhưng phổ biến nhất là mua từ các nhà xuất khẩu của Nhật đã bán hàng sang Việt Nam.

Điều tương tự, là nếu nhà xuất khẩu của Việt Nam chấp nhận cho phía Nhật thanh toán bằng đồng Yên, khi ông ta bán lại Yên trên thị trường ngoại tệ Việt Nam để đổi lấy VND, NHTW, ngân hàng ngoại thương và các nhà nhập khẩu Việt Nam muốn mua hàng của Nhật là những chủ thể cản đồng Yên này.

Ngoại thương giữa 2 nước bất kỳ cũng có thể được thực hiện thông qua đồng tiền của một nước thứ 3 nếu cả 2 nước tham gia thương mại đều chấp nhận dùng đồng tiền đó để thanh toán. Rất nhiều nước hiện nay buôn bán với Nhật, không phải là Mỹ nhưng vẫn thỏa thuận với Nhật dùng đồng USD của Mỹ để thanh toán. Trong trường hợp này cả 2 nước phải lần lượt mua hoặc bán đồng USD trên thị trường ngoại tệ để thực hiện thương mại. Nếu các doanh nghiệp Việt Nam buôn bán với một nước không phải là Mỹ, nhưng cả 2 lại đồng ý dùng đồng USD để thanh toán cho nhau, thì phía Việt Nam phải mua USD trên thị trường ngoại tệ nội địa hoặc nước ngoài để trả nợ mỗi khi muốn nhập khẩu, và sẽ bán USD ra để đổi lấy VND mỗi khi xuất khẩu thu được USD về, để thanh toán chi phí và trả lương trong nước. Phía nước ngoài cũng vậy

#### *9.2.2.1.1 Đối tác của thị trường ngoại tệ*

Đối tác trên thị trường ngoại tệ là những người cần mua hoặc cần bán ngoại tệ bất kể với mục đích gì. Các chủ thể sau đây là những người cần mua và cần bán khác thường xuyên trong hoạt động của họ.

##### a. Các doanh nghiệp

Vì nhu cầu mua bán đầu tư với thương nhân nước ngoài, các doanh nghiệp vừa cần ngoại tệ, vừa có ngoại tệ. Những doanh nghiệp thường xuyên xuất khẩu có ngoại tệ rất nhiều. Ngược lại, những doanh nghiệp nào cần mua hàng của nước ngoài thì phải cần đến đồng tiền của nước đó, hoặc đồng tiền của một nước thứ 3 nào đó được nước bán hàng chấp nhận. Năm 1995, các doanh nghiệp của Nhật đã phải mua 2.862 tỷ USD để nhập khẩu. Nhưng ngược lại những bộ phận xuất khẩu cũng đã thu về được 2.964 tỷ USD

Các doanh nghiệp hình thành nên khối lượng mua và bán lớn nhất trên thị trường ngoại tệ.

##### b. Ngân hàng trung gian

Ngân hàng trung gian và các công ty tài chính cũng sở hữu ngoại tệ để cung ứng một cách đầy đủ các dịch vụ cho khách hàng của nó như mở tín dụng thư (L/C), chuyển tiền ra nước ngoài, thanh toán với nước ngoài, nhận tiền gửi hoặc thanh toán bằng ngoại tệ... Các tổ chức này cũng phải có tài khoản ngoại tệ, có ngoại tệ dự trữ và mua, bán ngoại tệ khá thường xuyên. Khi khách hàng của nó xuất khẩu và thu được ngoại tệ về, có thẻ NHTG là đơn vị sẽ nhận ký gửi và chuyển đổi thành tiền nội địa cho thân chủ. Khi các công ty có tài khoản ở NHTG cần mua ngoại tệ để nhập khẩu, NHTG và các tổ chức tài chính có thể thực hiện điều đó cho doanh nghiệp, đương nhiên, hoạt động của các NHTG và tổ chức tài chính có liên quan đến ngoại tệ và thị trường ngoại tệ.

##### c. Ngân hàng trung ương

Lượng ngoại tệ nhiều hay ít trên thị trường có ảnh hưởng đến giá trị đồng tiền nội địa. Vì lý do đó, NHTW phải tham gia vào việc mua bán trên thị trường.

Chủ đề này sẽ được nhắc đến rõ ràng hơn ở các phần sau. Chúng ta có thể chấp nhận được một điều là NHTW quản lý dự trữ quốc gia (xem lại phân đoạn 4.4 Chương 4) cho nên có rất nhiều ngoại tệ và quý kim. Khi cần cung ứng thêm tiền nội địa cho nền kinh tế, NHTW tung tiền mặt ra mua ngoại tệ. Tiền mặt tham gia lưu thông và ngoại tệ về kho dự trữ. Ngược lại, khi cần thu hẹp bớt tiền mặt nội địa trong lưu thông, NHTW có thể đem ngoại tệ ra bán. Ngoại tệ được tung ra thị trường và tiền mặt được thu về NHTW. Đây là một hình thức phát hành hoặc thu hẹp tiền thông qua thị trường ngoại tệ (xem mục 6.12, Chương 6)

Vì lượng bán và mua của NHTW trong mỗi lần như thế rất lớn, nó ảnh hưởng một cách sâu rộng đến thị trường ngoại tệ về mặt giá cả (tức tỷ giá) và số lượng ngoại tệ có trong nền kinh tế.

##### d. Nhân dân

Những người dân bình thường (không phải tất cả) cũng có thể sở hữu, mua hoặc bán ngoại tệ trên thị trường. Họ có ngoại tệ bằng cách nào? Có thể tự mua, do thân nhân ở nước ngoài gửi cho, được các cơ quan nước ngoài trả lương bằng ngoại tệ, hoặc đầu cơ ngoại tệ để cát giữ như tài sản vì sợ đồng tiền trong nước mất giá nhanh, như trường hợp ở Đức năm 1922-1923, Việt Nam 1986-1990 và một số nước mà tỷ lệ lạm phát giá cả bình quân hàng năm ở mức cao.

Khi họ cần ngoại tệ để cát giữ, để chi tiêu khi đi du lịch, đi học, nghiên cứu, hội nghị ở nước ngoài, họ đem đồng tiền nội địa ra mua ngoại tệ trên thị trường. Khi họ không còn cần nữa, họ có thể đem ngoại tệ ra bán để đổi lại tiền nội địa. Hoạt động này diễn ra khá bình thường ở nhiều bộ phận nhân dân có những hoạt động hoặc công việc liên quan với nước ngoài.

#### 9.2.2.1.2. Mua bán trên thị trường ngoại tệ

Giống như thị trường tài chính - tiền tệ, thị trường ngoại tệ ngoài hai đối tác chính là người cần mua và người cần bán bởi những mục đích riêng của họ, còn những chủ thể chuyên làm công việc mua bán. Người ta gọi đây là các nhà kinh doanh ngoại tệ (Foreign Exchange Traders).

Nhà kinh doanh ngoại tệ lấy hoạt động mua và bán làm nghề nghiệp. Họ không mua ngoại tệ để thực hiện các mục tiêu như nhập khẩu hàng hóa, dự trữ, đi du lịch v.v..., mà là mua ngoại tệ để bán. Phần chênh lệch giữa giá mua và bán là lợi nhuận của thương vụ.

Giống một nhà kinh doanh chứng khoán, nhà kinh doanh ngoại tệ có thể là các công ty, các NHTG, các tổ chức tài chính, các cá nhân... Hoạt động của họ rất quan trọng bởi người cần bán thường bán cho họ và người cần mua cũng mua cho họ. Trong khi những chủ thể khác chỉ bán hoặc mua vào lúc cần, các nhà kinh doanh bán và mua vào bất cứ giờ phút nào vì đó là nghề của họ. Nói cách khác, chính các nhà kinh doanh ngoại tệ làm nên sự sôi động của thị trường.

Cũng giống như kinh doanh chứng khoán, nhà kinh doanh ngoại tệ cũng có 2 giá cho hoạt động là giá mua (Bid), và giá bán (offer hay Ask). Từ hai loại giá này, phát sinh ra các phương thức mua bán như sau:

##### a. Giá nghịch đảo

Vào ngày 2 tháng 8 năm 1996, báo Bangkok Post cho biết những thông tin sau:

- Tại thị trường ngoại tệ London các nhà kinh doanh Đức:

+ Mua USD với giá: 1,4741 DM

+ Bán USD với giá: 1,4800 DM

Nghĩa là các thương nhân Đức lãi 0,0059 DM trên mỗi đồng USD mua vào và bán ra.

- Cũng thời gian đó, tại thị trường New York, các nhà kinh doanh ngoại tệ Hoa Kỳ và các nước khác:

+ Mua DM với giá 0,6756 USD

+ Bán DM với giá 0,6783 USD

Các thương nhân lãi 0,0027 USD cho mỗi đồng mua vào và bán ra.

Có thể tóm lại 2 mối quan hệ trên như sau:

Thị trường	Chuyển đổi từ ... qua	Mua	Bán
London:	DM/USD	1,4741	1,4800
New York	USD/Dm	0,6756	0,6783

Nếu chúng ta lưu ý, có thể thấy được một số mối quan hệ giữa hai thị trường nói trên. Trong lúc ở London, người ta mua USD với giá 1,4741 DM, thì ở New York, người ta bán DM với giá 0,6783 USD. Người mua USD thì đẩy DM ra thị trường qua thanh toán. Người bán DM cũng đẩy DM ra thị trường qua việc chấp nhận thanh toán. Cả 2 trường hợp đều thu USD về, nhưng một bên thu bằng cách mua USD và một bên thu bằng cách bán DM. Đó là mối liên quan thứ nhất.

Thứ hai, khi mua USD, nhà kinh doanh ở London trả 1,4741 DM cho 1 USD. Nói cách khác, tỷ giá giữa DM và USD là  $e_1 = 1,4741/1$ , hay 1,4741. Khi bán DM ở New York,

người ta thu về từ mỗi đồng DM bán ra được 0,6783 USD/1. Như vậy tỷ giá giữa USD và DM là  $e_2 = 0,6783/1$ . Chúng ta có thể viết lại:

$$\text{London: } \text{DM/USD} = e_1 = 1,4741$$

$$\text{New York: } \text{USD/DM} = e_2 = 0,6783$$

$e_2$  là tỷ giá USD/DM tại New York. Người ta cũng có thể nói rằng  $e_2$  chỉ số USD thu được khi bán 1 DM. Như vậy khi hỏi một cách đơn giản rằng sẽ phải bán bao nhiêu DM, câu trả lời là:

$$\text{Giá trị 1 USD} = \frac{1}{e_2} = \frac{1}{0,6783} = 1,4741 \text{ DM}$$

$$\text{Như vậy kết luận là gì? } \frac{1}{e_2} = e_i \quad (9.5)$$

Nói khác đi, giá mua USD và trả bằng DM ở thị trường này là tương đương với 1 chia cho giá bán DM và thu bằng USD ở thị trường kia. Hoặc, tỷ giá DM/USD là bằng 1 chia cho tỷ giá USD/DM giữa 2 thị trường cùng mua bán qua lại 2 loại hàng hóa giống nhau là USD và DM.

Chúng ta cũng có những nhận xét trong trường hợp còn lại. Đó là ý nghĩa của giá trị nghịch đảo giữa bên mua USD và bên bán DM trong quan hệ trao đổi giữa 2 ngoại tệ nói trên ở 2 thị trường. Trong các thị trường ngoại tệ lớn trên thế giới như Tokyo, New York, Frank Furt, London, Paris, tình hình mua bán theo giá nghịch đảo diễn ra khá chính xác như vậy. Các thị trường ngoại tệ nói trên luôn luôn tồn tại sự liên lạc mật thiết giữa các thương nhân thông qua điện thoại, telex và máy tính nối mạng. Giá bán của thị trường này ảnh hưởng khá nhiều đến quyết định về giá mua ở thị trường kia, và sự chênh lệch trong giá nghịch đảo, nếu có, sẽ được cả 2 bên nhanh chóng điều chỉnh mỗi bên một ít, để cuối cùng kéo nó về tương đương. Cơ chế này là đặc trưng vận động thứ nhất của hoạt động mua bán trên các thị trường ngoại tệ lớn.

#### b. Giá ngang hay đối chiếu

Giá nghịch đảo (Reciprocal Prices) dùng cho việc nghiên cứu để quyết định giá mua bán trên thị trường cho 2 loại ngoại tệ. Khi phải quyết định giá bán hoặc mua với một ngoại tệ thứ 3, người ta buộc phải chọn giữa một trong 3 ngoại tệ làm chuẩn để bắc cầu cho sự tính toán giá cả của 2 ngoại tệ còn lại. Ta nhắc lại một chút về thí dụ nói trên:

Thị trường	Chuyển đổi từ ... qua	Mua	Bán
London:	DM/USD	1,4741	1,4800
New York	USD/DM	0,6756	0,6783

Cũng vào buổi sáng của ngày 2 tháng 8 năm 1996 nói trên tại thị trường ngoại tệ Tokyo, các nhà kinh doanh ngoại tệ:

- Mua USD với giá 107,28 Yen
- Bán USD với giá 107,44 Yen

Bây giờ giả sử, các thương nhân có thương vụ cần mua bán trực tiếp DM và Yen. Để tính ra giá trao đổi giữa 2 đồng tiền này, các nhà kinh doanh buộc phải dựa vào một đồng tiền thứ 3. Đồng tiền đó có thể là Pound Anh, Lira của Italy, không nhất thiết phải là một đồng tiền cố định nào. Tuy nhiên, vì có mối quan hệ mua bán với Mỹ nhiều, cả Mỹ và Nhật Bản đều tích trữ nhiều USD hơn các đồng tiền khác. Vì lý do đó, họ quan tâm đến tỷ giá đồng tiền của nước họ với USD mỗi ngày. Cho nên sử dụng đồng tiền USD làm trung gian tính toán trở thành tiện nhất. Lúc đó họ nhận thấy

London: Mua 1 USD bằng 1,4741 DM

Tokyo: Mua 1 USD bằng 107,28 Yen Nhật

Như vậy: Giá mua làm cho

$$1,4741 \text{ DM} = 1 \text{ USD} = 107,28 \text{ Yen}$$

$$1 \text{ DM} = 72,7766 \text{ Yen}$$

Bên cạnh đó:

London : Bán 1 USD thu về 1,4800 DM

Tokyo Bán 1 USD thu về 107,44 Yen

Giá bán sẽ làm cho:

$1,4800 \text{ DM} = 1 \text{ USD} = 107,44 \text{ Yen}$

Hay  $1 \text{ DM} = 72,5945 \text{ Yen}$

Tùy theo mức độ cần của các thương nhân về loại tiền nào giữa 2 loại DM và Yen, giá bán và giá mua trên 2 thị trường sẽ nằm trong khoảng 72,5945 Yen/1DM cho đến 72,7766 Yen/1DM. Vì ngày nay, chi phí chuyển tiền số lượng lớn là cực kỳ thấp, nên giao dịch phí là không đáng kể, và do đó, cách tính trên là phương tiện để các đồng tiền khác nhau trên thế giới xác định tỷ giá so sánh lẫn nhau. Người ta gọi đây là cách tính giá ngang hay giá đối chiều (Cross Prices). Hai đồng tiền DM và Yen nhật được tính giá với nhau thông qua giá USD. Hầu hết các NHTW trên thế giới cũng dùng cách này để phác thảo giá giao dịch giữa đồng tiền của họ với các đồng tiền còn lại.

#### 9.2.2.1.3. Các loại thị trường ngoại tệ

Tùy theo tính chất của giao dịch, thị trường ngoại tệ có 3 loại:

a. Thị trường ngoại tệ đặt mua trước

Loại hình phổ biến nhất là thị trường ngoại tệ đặt mua trước (Forward Exchange Markets). Đây là thị trường mua bán ngoại tệ, trong đó "ngoại tệ phải thanh toán" được giải quyết vào thời điểm sau. Để hiểu nó vận động như thế nào, chúng ta giả định rằng có một nhà nhập khẩu Việt Nam muốn nhập khẩu máy tính từ Nhật Bản. Công ty nhập khẩu này đã có hợp đồng bán lại máy tính này cho một công ty kinh doanh nội địa trong nước. Theo điều kiện hợp đồng, nó phải giao hàng sau 1 tháng, và do vậy, nó cần phải nhập máy tính chỉ trong 4 tuần lễ.

Nếu hợp đồng cho phép công ty nhập khẩu thanh toán tiền hàng khi tàu cập cảng Việt Nam, nó sẽ có một trong 2 cách chuẩn bị để thanh toán tiền hàng. (1) Dùng VND mua Yen ngay từ bây giờ và ký gửi nó vào một tài khoản ngoại tệ ở Vietcombank. Chờ đến 4 tuần sau, khi tàu cập cảng, thì ký chứng từ chuyển tiền thanh toán cho phía Nhật hoặc (2) chờ cho đến khi tàu cập bến, sẽ mua Yen ngay lúc đó để trả nợ cho chủ hàng.

Cách thứ hai có thuận lợi là nó cho phép nhà nhập khẩu có đến 4 tuần thư thả chuẩn bị tiền VND để mua Yen vào cuối tháng. Nhưng nó cũng có sự bất tiện là nếu đồng Yen lên giá trong vòng 4 tuần lễ nói trên, công ty nhập khẩu sẽ thiệt hại không nhỏ. Để giải quyết tình hình này, hợp đồng mua ngoại tệ đặt trước cho phép nhà nhập khẩu được phép thanh toán đồng Yen 4 tuần sau bằng tỷ giá bây giờ.

Trong trường hợp cả hai bên đều thống nhất rằng tỷ giá vào 4 tuần sau có nhiều khả năng biến động, đồng Yen sẽ lên giá, họ có thể dự tính ngay từ bây giờ và áp định tỷ giá thanh toán vào hợp đồng.

b. Thị trường trao đổi trực tiếp

Thị trường này mua bán ngoại tệ thông qua hình thức giao dịch trao đổi (Swap Transactions), trong đó, ngoại tệ được mua và bán cùng lúc, nhưng ngày giao nhận tiền của bên mua và bên bán khác nhau. Trong thí dụ vừa đề cập ở trên, nhà nhập khẩu của Việt Nam có thể áp dụng loại mua bán này để phục vụ cho thương vụ của ông ta. Nếu nhận định rằng đồng Yen với tỷ giá hôm nay là thấp, ông ta có thể tung tiền VND ra mua ở thị trường trao đổi này, nhưng giao ước với người bán là sẽ nhận đồng Yen vào 4 tuần sau. Tiền VND được trả vào bây giờ, và Yen được giao sau 4 tuần.

Hoặc, nếu nhà nhập khẩu có sẵn Yen và vì còn 4 tuần nữa mới đến thời hạn thanh toán, trong khi ông ta cần tiền Việt Nam để sử dụng trong thời gian nói trên, ông ta có thể bán Yen ra vào ngày hôm nay thu lấy tiền mặt ở một tỷ giá ưu đãi nào đó với chủ thể mua (ngân hàng chênh lệch). Với thỏa thuận rằng sẽ được quyền mua lại Yen vào 4 tuần sau với tỷ giá thống nhất vào hôm nay cho dù tỷ giá thực tế có lên xuống như thế nào. Buôn bán trên thị trường trao đổi giúp các nhà nhập khẩu chủ động được công việc và chi phí phải bỏ ra, không bị ảnh hưởng bởi sự lên xuống của tỷ giá.

c. Thị trường ngoại tệ tương lai

Thị trường này có đặc điểm khá giống với thị trường ngoại tệ đặt mua trước. Nếu nhà nhập khẩu đã từng làm ăn và có uy tín trong quan hệ mua bán với các chủ thể kinh doanh ngoại tệ, ông ta hoàn toàn có thể mua Yen trên thị trường ngoại tệ tương lai (Foreign Exchange Future Market).

Cách làm khá đơn giản. Ông tìm một nhà kinh doanh ngoại tệ, thương lượng về việc mua Yen sau đúng một tháng kể từ hôm nay. Trong cuộc thương lượng, hai bên dự đoán và đi đến thống nhất về tỷ giá, số ngoại tệ sẽ giao dịch, số tiền VND phải trả cho một tháng sau. Sau đó, hai bên ký hợp đồng và người mua ngoại tệ đặt cọc. tiền đặt cọc từ mức 3% đến 25% tuỳ theo lượng ngoại tệ cần mua bán nhiều hay ít.

Hợp đồng này có ít nhiều tính chất đánh cá lẫn nhau. Nếu đồng Yên lên giá, bên mua tức là nhà nhập khẩu sẽ được lợi, bởi vì tỷ giá đã chốt rồi và bên bán (nhà kinh doanh ngoại tệ) buộc phải bán Yen đúng với tỷ giá quy định trong hợp đồng. Tuy nhiên, nhà kinh doanh ngoại tệ dù sao vẫn có thể anủi minh rằng, ông ta đã sử dụng số tiền đặt cọc để kinh doanh và nó thực sự đã tạo ra một ít lợi nhuận trong tháng nói trên. Ngược lại, nếu đồng Yên sụt giá, bên bán được cả chì lẫn chài. Bởi vì ông ta vẫn sẽ bán ngoại tệ ra với giá đã cố định trong hợp đồng. Đó là một cái lợi. Cái lợi nữa là phần thu được từ việc sử dụng tiền đặt cọc để kinh doanh. Trong khi bên mua, nhà nhập khẩu, rơi vào tình trạng xúi quẩy. Vừa đã tốn tiền đặt cọc, vừa phải mua Yen với tỷ giá cao hơn thị trường.

d. Thị trường mua bán đứt (giao ngay)

Thị trường này (spot Market) mua bán và thanh toán sòng phẳng ngay tại chỗ khi chúng ta đi mua một món hàng bất kỳ. Bên giao đồng tiền này, bên giao đồng tiền kia theo giá thỏa thuận vào thời điểm ấy.

Thị trường Spot có cả mua bán nhỏ và mua bán lớn. Các nhà sản xuất nhập khẩu cần mua hoặc cần bán ngoại tệ ngay, không thể chờ đợi lôi thôi, vẫn mua bán ở thị trường này. Họ là những nhà mua bán lớn, những thành phần nhân dân khác mua hoặc bán nhỏ hơn từ vài chục đến vài trăm hay hàng ngàn đơn vị tiền nước ngoài.

Spot là thị trường đa dạng, vừa bán lẻ, vừa bán sỉ ngoại tệ không như 3 loại thị trường trên. Nó có thành phần tham gia cực kỳ phong phú, từ các NHTG, tổ chức tài chính đến các doanh nghiệp, siêu thị, cửa hàng, tiệm vàng và cá nhân... Vì mua bán ngoại tệ trên thị trường này đều diễn ra sự đối trác trực tiếp tiền mặt hoặc séc với séc hay séc với tiền mặt, nó còn được gọi là thị trường ngoại tệ tiền mặt.

Cả 3 hình thức thị trường đã bàn ở trên, đến khi đáo hạn hợp đồng, đều phải kéo nhau ra thanh toán ở thị trường cuối cùng này.

*9.2.2.1.4. Các loại rủi ro trên thị trường ngoại tệ*

Buôn bán hoặc đầu tư ngoại tệ không khác gì buôn bán hoặc đầu tư các loại chứng khoán nội địa, vì ngoại tệ cũng là trái phiếu của nước ngoài. Có rất nhiều rủi ro có thể dẫn đến sự phá sản của chủ thể tham gia. Rủi ro phổ biến nhất là:

a. Tỷ giá dao động

Tỷ giá một khi dao động nó làm cho tài sản chuyển dịch nhiều nhất. Chuyển dịch từ người bán ngoại tệ sang người mua hoặc ngược lại. Thí dụ, một nhà xuất nhập khẩu Việt Nam có tình hình tài chính vào 2/8/1996 như sau:

Có	Nợ
Tài khoản Việt Nam đồng	28 tỷ
Tài khoản ngoại tệ (USD)	1 triệu

Vì giá trị dòng (Net Worth) là bằng tổng tài sản có trừ cho các khoản nợ nêu, nếu vào ngày ấy, tỷ giá VND/USD là 11.200 thì giá trị ròng mà công ty này có được là:

$$NT = 28 \text{ tỷ VND} + (1 \text{ triệu USD} \times 11.200) - (3 \text{ triệu USD} \times 11.200) = 5,6 \text{ tỷ VND}$$

Bây giờ, giả sử 1 tháng sau đồng USD lên giá. Tỷ giá VND/USD vọt lên 11.400, và tiếp sau đó 3 tháng nữa, tỷ giá vọt lên 12.000. Chúng ta thử xét xem với 2 tình huống này, tài sản của công ty xuất nhập khẩu này bị biến động ra sao:

Trường hợp 1

Có		Nợ
Việt Nam Đồng	28 tỷ	Nợ nước ngoài 3 triệu = 34.2 tỷ
Ngoại tệ (1 triệu USD)	11,4 tỷ	NT = 5.2 tỷ
$\Sigma:$	39,4 tỷ	$\Sigma:$ 39,4 tỷ

Như vậy, khi tỷ giá vọt lên 11.200 lên 11.400, tài sản ròng của công ty này chỉ còn 5,2 tỷ VND. Nó bay hơi mất 400 triệu VND đâu? Mất về phía công ty chủ nợ USD, tức là các chủ hàng mà nó chưa thanh toán 3 triệu USD tiền hàng.

Trường hợp 2

Có		Nợ
Việt Nam Đồng	28 tỷ	Nợ nước ngoài 3 triệu = 36 tỷ
Ngoại tệ (1 triệu USD)	12 tỷ	NT = 4 tỷ
$\Sigma:$	40 tỷ	$\Sigma:$ 40 tỷ

Với trường hợp 2, tài sản ròng của công ty chỉ còn 4 tỷ, thiệt mất 1,6 tỷ do tỷ giá biến động.

Tuy nhiên, cần nói rằng tỷ giá tăng làm công ty bị thiệt bởi vì phải mất nhiều VND hơn để mua USD trả cho 3 triệu USD nợ nước ngoài, thì đồng thời, 1 triệu USD mà nó có trong tài khoản ngoại tệ ở ngân hàng ngoại thương lại được tăng thêm giá trị từ (1 x 11.200) 11.2 tỷ VND lên 11,4 tỷ VND (trường hợp 1) và 12 tỷ VND (trường hợp 2). Chỉ có điều, lượng giá trị VND tăng thêm không bù nổi với lượng VND phải bỏ thêm ra để mua 3 triệu USD trả nợ, cho nên tài sản ròng của nó bị thiệt. Do vậy, nếu công ty có lượng USD bên tài sản có vừa đúng bằng lượng USD bên tài sản nợ, thì nó sẽ không bị ảnh hưởng gì từ việc thay đổi tỷ giá nói trên. Đường nhiên, nếu bên tài sản có công ty có nhiều USD hơn bên tài sản nợ, nó sẽ gia tăng được tài sản ròng từ việc tăng lên của tỷ giá.

Câu hỏi đặt ra tiếp theo là, nếu tỷ giá hạ thì sao? Thì công ty nào có nhiều USD tài sản nợ hơn bên tài sản sẽ được lợi. Công ty nào có nhiều USD bên tài sản có hơn tài sản nợ sẽ chịu thiệt hại. Trong tình hình khó mà dự đoán chính xác tỷ giá vào ngày mai, tuần sau sẽ là lên hay xuống do có quá nhiều nhân tố trong nước và đặc biệt là ngoài nước tác động đến, rủi ro bị mất tài sản ròng luôn luôn rình rập chung quanh các công ty xuất nhập khẩu. Mỗi lần tỷ giá biến động, có thể có nhiều công ty vui sướng vì được gia tăng tài sản ròng. Nhưng bên cạnh là các công ty khác đang méo mặt vì tài sản ròng của họ bị giảm sút nhanh chóng

Do vậy, tỷ giá biến động là niềm vui cũng có thể là rủi ro của những người kinh doanh ngoại tệ.

b. Chi phí cất giữ

Dù là nhà kinh doanh ngoại tệ hay các chủ thẻ tín dụng mới mua hoặc bán như các công ty xuất nhập khẩu, nhân dân..., cũng đều phải cất giữ không nhiều thì ít một số lượng ngoại tệ nhất định vào những khoảng thời gian nào đó. Một nhà kinh doanh hoặc các chủ thẻ nói trên vừa mua ngoại tệ (thí dụ như Yen Nhật) vào với giá 104,4 VND/1 Yen để chuẩn bị cho công việc ngày mai của họ. Đến sáng mai, mới qua 1 đêm, giá đồng Yen chỉ còn 103 VND/Yen. Đó là rủi ro.

Xuất khẩu hàng xong trong thời gian vài ngày, vài tuần, đôi khi cả tháng chờ thu tiền từ nước ngoài về, tỷ giá VND trên ngoại tệ của nước mua hàng sụt xuống cũng sẽ làm cho nhà xuất khẩu Việt Nam thiệt hại. Chi phí cất giữ không ngoại trừ ai có ngoại tệ. Tuy nó liên quan đến việc tỷ giá dao động, nhưng vì nó phụ thuộc vào thời gian cất giữ hoặc sở hữu tiền là chính, nó thuộc nhóm rủi ro vì cất giữ ngoại tệ.

c. Chính sách thay đổi

Chính sách của NHTW tác động nhiều mặt đến thị trường ngoại tệ. Chỉ cần đưa ra một số hạn chế đại loại như về số lượng tối đa của mua bán hoặc sở hữu, cất giữ... có thể làm cho giá ngoại tệ vọt lên ngay.

NHTW của nước có ngoại tệ đang được mua bán trong nội địa cũng vậy. Nếu giữa lúc ở Việt Nam đang lén cơn sốt viền USD để nhập khẩu hàng hóa thiết bị, NHTW Hoa Kỳ (Fed) thắt chặt cung ứng USD. Vì chính sách điều tiết kinh tế hoặc tăng lãi suất tiền gửi và trái phiếu... là đủ làm cho giá USD tại Việt Nam vọt lên ngay.

Chính sách về ngoại thương cũng ảnh hưởng gián tiếp đến thị trường ngoại tệ và mang đến cho nó cả rủi ro lẫn may mắn. Phần dưới đây sẽ giải thích thêm về loại rủi ro này.

### **9.2.2.2. Sự xác định tỷ giá trên thị trường**

Vì ngoại tệ cũng là một loại hàng hóa và thị trường ngoại tệ không khác gì thị trường tiền tệ trong 5 loại thị trường của thị trường tài chính - tiền tệ, mọi quy luật đúng với các thị trường kia đều đúng với thị trường ngoại tệ. Tỷ giá của ngoại tệ, hay giá cả của nó theo đơn vị tiền trong nước được xác định bởi cung và cầu. Cung và cầu ngoại tệ trên thị trường lại chịu tác động chủ yếu bởi ngoại thương. Cho nên, trước hết cần tìm hiểu về vai trò của ngoại thương đối với thị trường ngoại tệ.

#### **9.2.2.2.1. Ngoại thương và thị trường ngoại tệ**

Ngoại thương có hai khía cạnh liên quan: một là ngoại tệ và hai là thanh toán quốc tế. Chương X tiếp theo, sẽ bàn về ngoại thương và thanh toán quốc tế. Phần nay, xem xét vấn đề thứ nhất.

Buôn bán với nước ngoài là bộ phận lớn tuyệt đối trong việc cung và cầu ngoại tệ. Khi bán hàng ra nước ngoài, các nhà xuất khẩu thu về ngoại tệ. Đây là nguồn cung chủ yếu cho thị trường, ngược lại khi cần nhập khẩu hàng hóa và thiết bị, các công ty nhập khẩu lại phải mua ngoại tệ để thanh toán tiền hàng.

Bảng 9.3 cho thấy tình hình ngoại thương của nước Mỹ 16 năm từ 1980 đến 1995. Vì xuất khẩu của nước này là nhập khẩu của nước khác và ngược lại, cho nên, giữa hai nước tham gia nhất định phải có ít nhất một nước cần ngoại tệ. Nếu buôn bán giữa Hoa Kỳ và Nhật Bản chỉ đơn thuần thanh toán bằng đồng USD, thì Hoa Kỳ không cần ngoại tệ. Nhưng Nhật Bản phải cần. Ngược lại, nếu buôn bán phải thanh toán bằng Yên Nhật thì Mỹ phải cần đến đồng Yên để trả cho hàng xuất nhập khẩu từ Nhật sang Mỹ.

Ít có nước nào trên thế giới - nếu không nói là hoàn toàn không - có thể buộc các nước khác buôn bán với mình chỉ tiêu đồng tiền của nước mình. Do vậy, ngoại thương đòi hỏi các nước đều phải cần đến tiền của nước ngoài. Đó là lý do để thị trường ngoại tệ tồn tại.

**Bảng 9.3: Ngoại thương của Hoa Kỳ (1980-1995)  
về hàng hóa ngoại trừ dịch vụ**

(Tỷ USD)

Năm Ngoại thương	1980	81	82	83	84	85	86	87
Xuất khẩu	220.6	233.7	212.2	200.5	217.9	231.1	217.2	254,1
Nhập khẩu	244.8	261.3	243.9	258.0	325.7	345.1	365.4	406.2
Thâm hụt thương mại	-24.2	-27.6	-31.7	-57.5	-107.8	-132.1	-138.2	-152,1

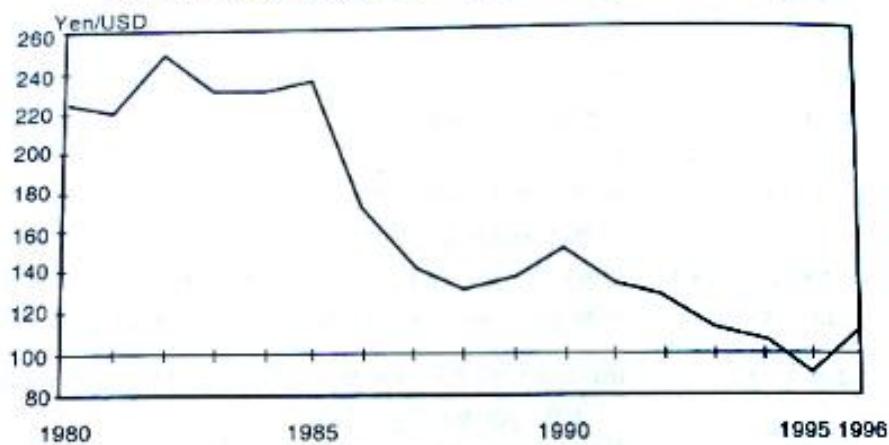
Năm Ngoại thương	88	89	90	91	92	93	94	95
Xuất khẩu	322.4	363.8	393.6	200.5	448.2	456.8	502.5	574.9
Nhập khẩu	440.9	473.2	495.3	258.0	532.7	589.4	668.6	794.3
Thâm hụt thương mại	-118.5	-109.4	-101.7	-57.5	-84.5	-132.6	-166.1	-174.4

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin From December 1981 to May 1996, P.A53 - A53 - A56*

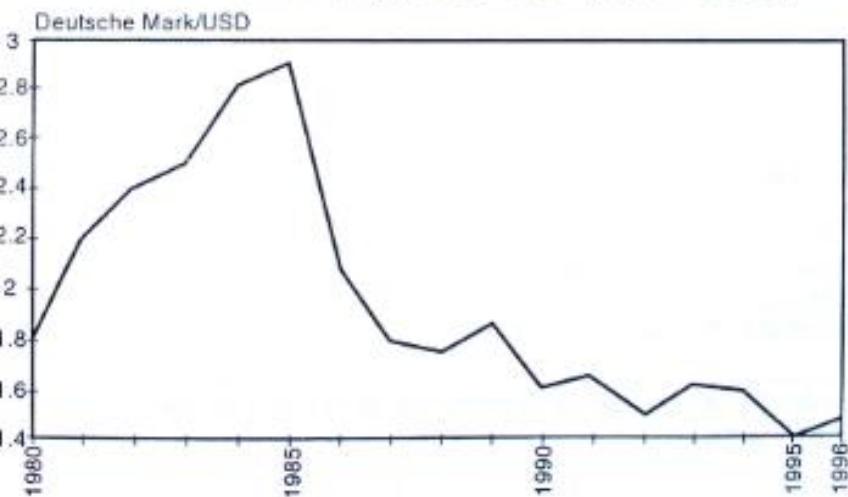
Ngoài ra, đầu tư của nước ngoài vào trong nước hoặc đầu tư trong nước ra nước ngoài cũng là những loại hình của ngoại thương và chuyển dịch vốn làm phát sinh nhu cầu hoặc gia tăng ngoại tệ. Năm 1995 xuất khẩu đã làm cho lượng ngoại tệ gia tăng ở Đức lên 98 tỷ DM. Ngoại thương ảnh hưởng tới thị trường ngoại tệ, bởi vì xuất khẩu tạo ra cung ngoại tệ và nhập khẩu là nhân tố chủ yếu tạo thành cầu ngoại tệ của thị trường.

#### 9.2.2.2. Cung - cầu ngoại tệ và sự xác định tỷ giá hối đoái

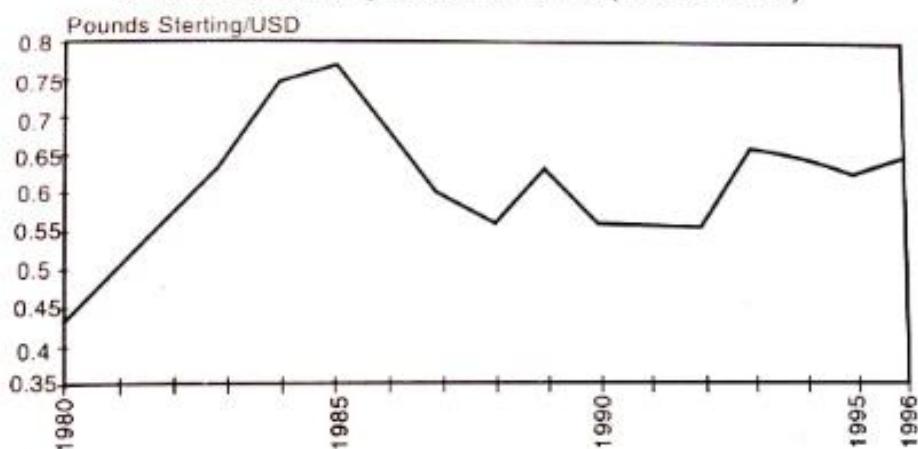
Biểu đồ 9.2a: Tỷ giá Yen Nhật / USD (1980 – 1996)



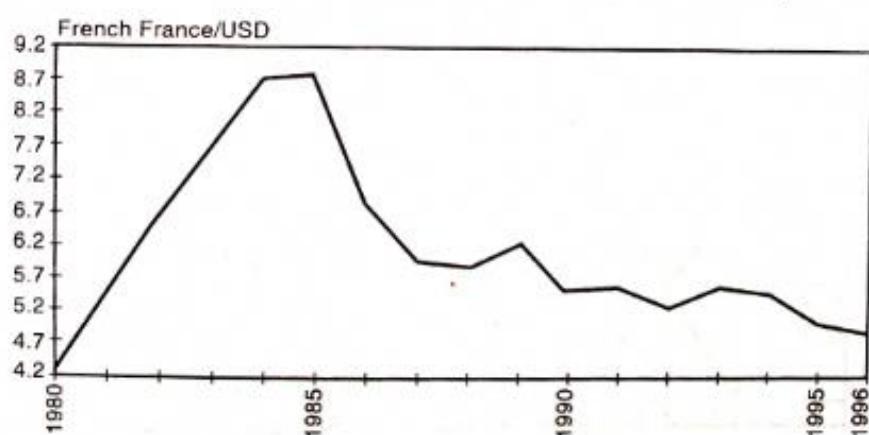
Biểu đồ 9.2b: Tỷ giá DM / USD (1980 – 1996)



**Biểu đồ 9.2c: Tỷ giá Pound / USD (1980 – 1996)**



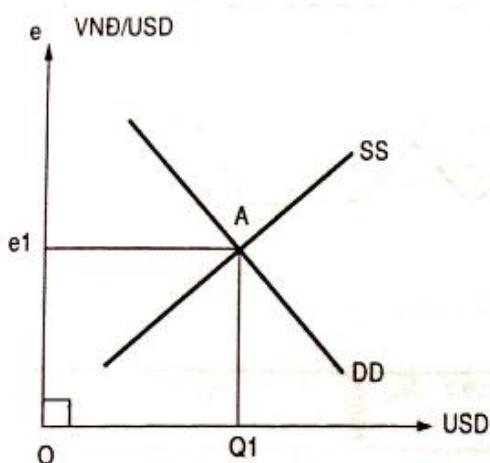
**Biểu đồ 9.2d: Tỷ giá FRF / USD (1980 – 1996)**



Nguồn: Federal reserve bulletin From December 1983 to May 1996,  
P. A66 - A68 - A70

Biểu đồ 9.2 trình bày tình hình tỷ giá của USD so với tiền tệ của 4 nước công nghiệp hàng đầu thế giới từ năm 1980 cho đến giữa năm 1996. Tất cả các tỷ giá đều biến động rất dữ dội. Sự biến động này đến từ nhiều nguyên nhân. Nhưng chủ yếu nhất vẫn là cung cầu và sự can thiệp của NHTW. Khi chúng ta tạm không kể đến vai trò của NHTW, thì cung cầu là nhân tố quyết định giá cả ngoại tệ như các loại hàng thông thường.

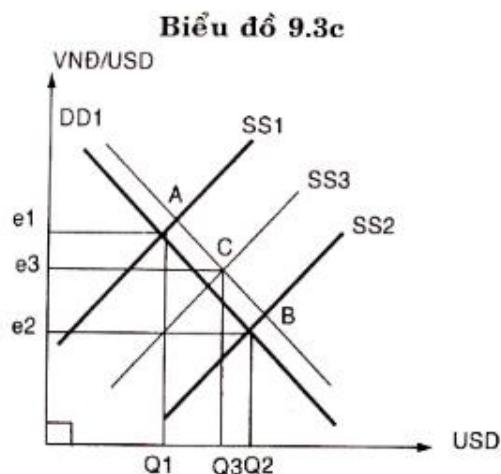
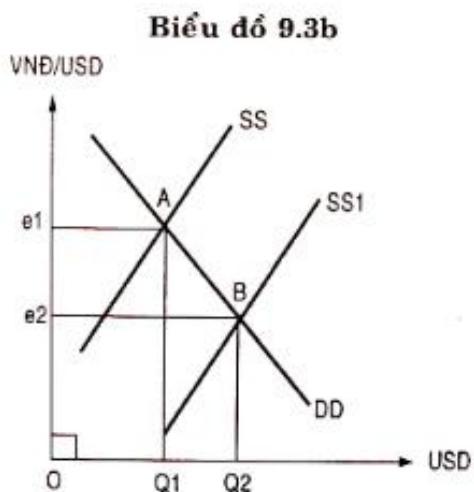
**Biểu đồ 9.3a**



a) Tỷ giá do cung cầu ngoại tệ quyết định

Chúng ta giả định rằng chưa có sự can thiệp của NHTW. Thị trường ngoại tệ trên biểu đồ 9.3 cân bằng tại A. Ở mức này, cung ngoại tệ là đường SS đúng bằng cầu ngoại tệ là đường DD. Cung và cầu gặp nhau cho biết tỷ giá (thí dụ giữa VND/USD) là  $e_1$ .  $e_1$  có thể bằng 11.150.

Tình huống thứ nhất: cho rằng cung ngoại tệ đột ngột tăng. Có nhiều lý do có thể đưa đến việc này. Do xuất khẩu tăng, do đầu tư nước ngoài vào nhiều hơn, do nhiều người, nhiều doanh nghiệp, trước đây cất giữ USD làm tài sản bây giờ mang ra bán. Cung tăng hơn mức bình thường đẩy đường SS lên  $SS_1$  (biểu đồ 9.3b).



#### Tình huống thứ hai

Cho rằng giữa lúc thị trường đang cân bằng tạm thời tại C thì nhu cầu về USD tiếp tục gia tăng. Sự gia tăng này có thể do nhu cầu về nhập khẩu tăng nhanh. Có thể có nhiều lý do để nhập khẩu tăng. (1) Nhân dân thích tiêu dùng xe ô tô của Nhật, đồ trang trí nội thất của Mỹ, hàng xa xỉ phẩm của Pháp nhiều hơn trước. (2) Các công ty nhập khẩu đã nhập hàng từ trước và nợ tiền nước ngoài theo hợp đồng trao đổi hoặc Forward. Nay đến lúc họ mua USD để trả nợ hợp đồng, hoặc (3) Lạm phát bỗng nhiên có triệu chứng tăng cao và nhân dân lo sợ. Họ cho rằng giữ của cái bằng cách mua vàng hoặc USD là tốt nhất và thế là đỗ xô đi mua USD, v.v...

Đường cầu về USD vọt lên  $DD_3$  trong lúc đường cung gần như không đổi là  $SS_3$ . Sự tăng nhu cầu mua giữa lúc cung không tăng bao nhiêu vì xuất khẩu không tăng, sẽ làm USD lập tức khan hiếm. Sự khan hiếm càng làm cho người ta giành giật nhau mua và thế là giá cả USD bị đội lên liên tục. Điểm cân bằng vọt từ C lên D. Và tỷ giá bây giờ đã là  $e_4$ , cao hơn  $e_3$  rất nhiều (biểu đồ 9.3d).

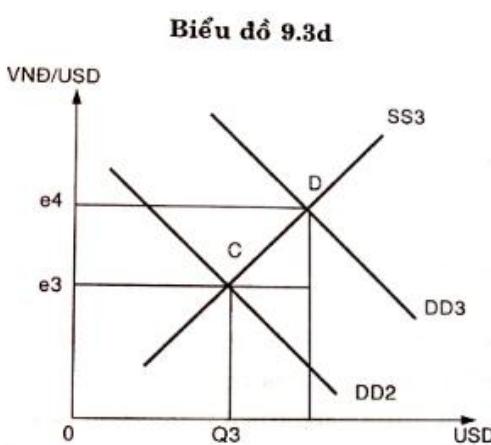
Diễn biến ấy cũng sẽ kéo dài không lâu.

Bởi lẽ sự khan hiếm và lên giá của USD làm cho các nhà xuất khẩu cảm thấy đây là cơ hội ngàn vàng. Khi trước xuất hàng hóa đi rất cực nhọc, đem USD về, mỗi đồng chỉ đổi được  $e_3$  VND (giả sử là 11.100). Nay, nếu đem về được 1 USD từ xuất khẩu, có thể bán lại và thu  $e_4$  VND (11.800) chẳng hạn. Mức lợi nhuận chắc chắn ấy làm cho các nhà xuất khẩu đua nhau

Trong khi nhu cầu USD giàn như vẫn không đổi chung quanh  $Q_1$ , lượng tăng lên của USD làm thị trường ngoại tệ bỗng trở nên thừa hàng hóa (USD). Sự thừa USD làm cho các nhà có nhu cầu mua thấy có nhiều cơ hội và nhiều nơi để mua hơn. Tất nhiên chọn nơi rẻ nhất. Để bán được hàng, các chủ thể có USD phải hạ giá nhằm cạnh tranh. Do vậy điểm quân bình của thị trường trượt từ A xuống B vì tỷ giá đã giảm từ  $e_1$  xuống  $e_2$ .

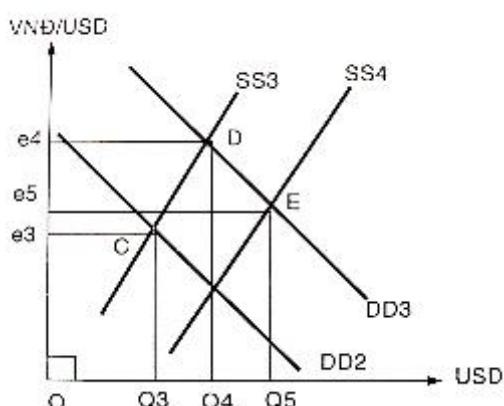
Quá trình ấy diễn ra không lâu. Sự giảm giá của USD làm cho xuất khẩu trở nên không lãi hoặc lãi ít hơn bởi vì một đồng USD đem về đổi ra VND đã hụt đi nhiều về lượng. Điều này làm cho họ không còn hứng thú xuất khẩu nữa mà chỉ làm cầm chừng. Kết quả, sau một thời gian cung USD lại giảm. Đồng thời với sự kiện ấy, mặt khác tỷ giá hạ ( $e_1$  xuống  $e_2$ ) lại làm cho việc sở hữu USD trở nên ít tốn chi phí hơn trước. Các nhà nhập khẩu được cơ hội ấy, ra sức nhập hàng. Cầu về USD lại tăng lên. Cung giảm từ  $SS_1$  xuống  $SS_2$ , trong khi cầu tăng từ  $DD$  lên  $DD_1$  làm cho điểm cân bằng trở lại thành C với tỷ giá là  $e_3$  cao hơn tỷ giá  $e_2$  trước đây (biểu đồ 9.3c).

Đây là cơ chế co dãn của tỷ giá khi cung biến động và sự tự điều chỉnh về cân bằng của thị trường.



bán hàng ra nước ngoài và thu lấy USD về. Cung ngoại tệ lập tức tăng lên, giữa lúc cầu ngoại tệ có xu hướng giảm vì giá cao của USD sẽ làm cho điểm cân bằng nhanh chóng trở về E với giá cả USD đã tụt một ít từ e4 xuống e5 (biểu đồ 9.3e).

Biểu đồ 9.3e



qua bởi ý muốn chủ quan của các chủ thể tham gia thị trường như người bán, người mua - nhà kinh doanh và kẻ đầu cơ. Hệ quả tất nhiên là giá cả bị lái sang hướng khác với quy luật bản chất của nó. Điển hình của việc tác động đến cung và cầu ngoại tệ nhằm quyết định, hoặc can thiệp vào tỷ giá là các nghiệp vụ của NHTW, chủ thể đại diện cho nhà nước.

#### b. Ngân hàng trung ương và sự điều chỉnh tỷ giá

Trong thực tế, từ sau năm 1973, với chế độ tỷ giá linh hoạt, các NHTW của tất cả các nước đều gián tiếp quản lý tỷ giá ngoại tệ trên thị trường của đất nước mình. Điểm lý thú là trước năm 1973, tỷ giá của các nước được cố định theo USD, USD lại được cố định theo vàng (với mức 35 USD = 1 ounce vàng), sau 1973, với tỷ giá thả nổi (floating exchange rate), các nước điều tiết tỷ giá theo mục tiêu kinh tế của quốc gia. Thực chất cũng là cố định tỷ giá theo mục tiêu di động.

Tỷ giá có liên quan chặt chẽ đến ngoại thương, tiêu dùng và sản lượng quốc gia. Vì tầm quan trọng cũng như sự liên quan chặt chẽ giữa nó với các biến động kinh tế vĩ mô, NHTW nào cũng phải can thiệp vào tỷ giá khi cần thiết.

Chúng ta khảo nghiệm sự dao động của tỷ giá khi có ảnh hưởng của NHTW bằng cách trở lại tình huống của biểu đồ 9.3a cho rằng vào thời điểm đang xét, USD là ngoại tệ có thể đại diện cho tất cả các ngoại tệ khác. Tỷ giá giữa VND và USD được xem là tỷ giá chung của thị trường ngoại tệ. Thị trường đang đạt bình quân tại A với đường cung ngoại tệ S gấp đường cầu D. Cho biết lượng USD tổng cộng đang lưu hành trong thị trường ngoại tệ Việt Nam là 0.5 tỷ USD. Nhu cầu mua và sức cung gấp nhau với mức giá của 1 USD là tương đương 11.120 VND.

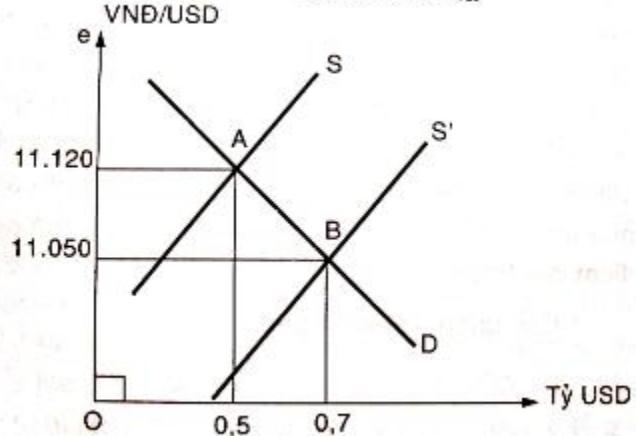
Sự biến động của tình hình ngoại thương vì các tác nhân bên ngoài - đôi khi cả bên trong - là chuyện không có gì lạ. Giá sỉ xuất khẩu bỗng nhiên tăng lên do nhiều lý do: Đến mùa thu hoạch các loại nông sản: gạo, cà phê, cao su thô, hạt điều, đậu phộng nhân, chè...trở nên nhiều và giá hạ. Các nhà xuất khẩu thấy có thể làm ăn được, thế là họ mua và chế biến để bán ra nước ngoài. Cũng có thể là xuất khẩu tăng vì chính sách của chính phủ thay đổi theo hướng kích thích sản xuất hướng ngoại. Quota được nới lỏng, thuế xuất khẩu được giảm hay

Quy luật chung của cung cầu là khi nào cung lớn hơn cầu, tình trạng dư thừa ngoại tệ sẽ làm cho giá cả nó (tỷ giá) giảm đi. Ngược lại, khi nào cầu lớn hơn cung, có quá nhiều chủ thể muốn mua ngoại tệ, trong khi chỉ có một lượng rất ít ngoại tệ được cung cấp. Khan hiếm sẽ làm cho giá cả ngoại tệ tăng lên.

Đó là với trường hợp thị trường ngoại tệ được thả nổi hoàn toàn cho cung cầu quyết định. Thế nhưng, chúng ta thừa hiểu rằng không có sự tồn tại của quy luật cung cầu tự nhiên thuận túy. Quy luật cung cầu khách quan ngoại tệ giống như các loại hàng hóa thông thường đều hoạt động thông

qua bởi ý muốn chủ quan của các chủ thể tham gia thị trường như người bán, người mua - nhà kinh doanh và kẻ đầu cơ. Hệ quả tất nhiên là giá cả bị lái sang hướng khác với quy luật bản chất của nó. Điển hình của việc tác động đến cung và cầu ngoại tệ nhằm quyết định, hoặc can thiệp vào tỷ giá là các nghiệp vụ của NHTW, chủ thể đại diện cho nhà nước.

Biểu đồ 9.4a



miễn hẳn... Xuất khẩu cũng có thể tăng vì nhu cầu nhập khẩu của nước ngoài vọt lên. Nhưng vụ mất mùa cà phê ở Brazil, Ấn Độ hay sản lượng cao su của Malaysia sụt giảm, đều là cơ hội để thế giới chú ý mua hàng của Việt Nam nhiều hơn.

Hệ quả của xuất khẩu tăng, trong khi nhập khẩu không hoặc chưa tăng, làm ngoại thương trở nên thặng dư. Xuất khẩu nhiều hơn nhập khẩu, USD thu về nhất thời thừa hơn nhu cầu cần cho nhập hàng từ nước ngoài. Biểu đồ 9.4a cho thấy do sự thừa này, lượng ngoại tệ ngoài thị trường vọt lên 0,7 tỷ USD. Đường cung S tăng lên đến vị trí S' trong lúc cầu gần như không đổi đẩy điểm cân bằng tụt từ A xuống B.

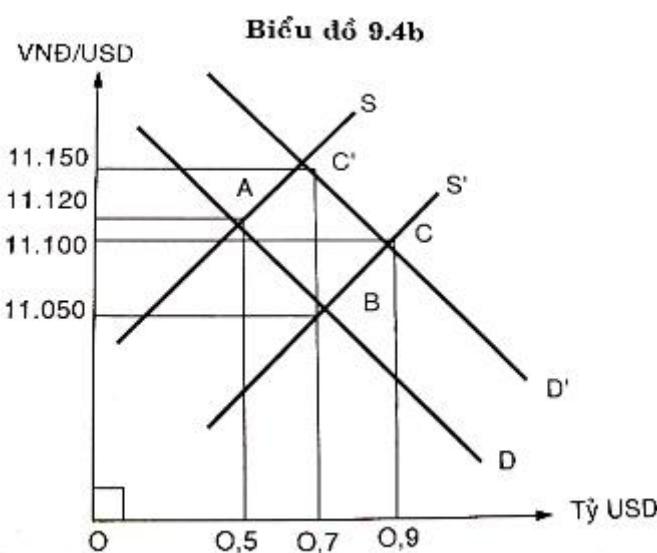
Chúng ta cũng hiểu rằng việc thừa USD sẽ làm cho giá cả của nó giảm đi. Vì sao giảm? Quy luật cung cầu giải thích rằng sự dư thừa bất kỳ loại hàng hóa nào, bao giờ cũng tạo ra 2 thái độ. (1) Về phía người mua, dư thừa hàng hóa cho họ thấy rằng có quá nhiều chỗ và quá nhiều hàng hóa để mua hơn mức bình thường. Vì vậy, chỉ nên chọn nơi nào rẻ nhất để mua. Khi mọi người đó xô đến nơi rẻ để mua, các nơi bán khác muốn bán được hàng buộc phải hạ giá theo nơi rẻ, thế là cạnh tranh hạ giá bắt đầu và giá hàng hóa sẽ liên tục giảm cho đến khi không còn tình trạng dư thừa. Hơn nữa, (2) về phía người bán, dư thừa USD sẽ làm cho tốc độ bán của họ bị chậm lại, trong lúc cung USD tiếp tục tăng, để bán cho được hàng, từ tâm lý họ cũng có ý thức phải giảm giá.

Biểu đồ 9.4a cho thấy khi cung tăng lên 0,7, điểm quân bình sẽ trượt xuống B và giá USD chỉ còn 11.050VND cho 1USD.

Nếu NHTW thấy rằng tình hình đó là nằm trong ý định và sẽ không can thiệp, và tỷ giá sẽ lại được điều chỉnh tự động theo cơ chế của cung cầu như chúng ta vừa nghiên cứu ở phần trên. Nhưng các NHTW đều biết, nếu nó không can thiệp vào thị trường, thặng dư thương mại và USD sẽ làm cho xuất khẩu giảm dần và nhập khẩu tăng lên vì tỷ giá hạ. Điều đó, có thể có hại cho các nỗ lực kích thích xuất khẩu, chính phủ phải lên tiếng, NHTW đã điều tiết thị trường ngoại tệ. Có hai thời điểm can thiệp:

\* Can thiệp sau diễn biến: có thể vì những lý do mà chỉ có NHTW mới giải thích được, hoặc có thể vì những mục tiêu của chính sách tiền tệ mà nó đang theo đuổi như chống lạm phát chẳng hạn, NHTW chấp nhận để tỷ giá sụt cho đến mức 11.050 VND/USD, hoặc cho đến khi mọi người nhận thấy vì sự lên giá VND đã bóp chết xuất khẩu trong khi đường phố thì tràn ngập hàng hóa nhập từ nước ngoài. NHTW can thiệp bằng cách nào. Tỷ giá hạ và VND lên giá là do USD trở nên thừa. Vậy muốn tăng tỷ giá trở lại (nghĩa là phá giá VND) điều cần thiết là phải chấm dứt tình trạng thừa này. Nó chấm dứt bằng cách tung tiền VND từ kho ra mua USD trên thị trường trao đổi.

Đồ thị 9.4b cho thấy rằng ngay khi nó tung tiền ra mua USD, đường cầu USD lập tức vọt từ D lên D'. Đầu tiên, đường cầu vọt từ D lên D' giữa lúc lượng cung nhất thời không đổi ở mức 0,7 tỷ USD, điểm cân bằng sẽ từ B vọt lên C' (giao điểm giữa mức cung 0,7 tỷ USD và đường cầu mới D'). do hành động can thiệp bất ngờ của NHTW, C' cho biết tỷ giá vọt lên 11.150 VND/USD từ mức chỉ 11.050 VND. Tỷ giá tăng trở lại bất ngờ đã làm cho các nhà nhập khẩu chùn bước. Trong khi đó thì ngoại tệ tiếp tục được cung ứng thêm một phần vì các hợp đồng xuất đã giao hàng rồi và nay chỉ thu tiền về. Mặt khác, USD lên giá đột



ngột làm cho những người cát giữ USD lâu nay, thấy có lợi và đem nó ra bán. Cuối cùng, sự lên giá USD làm các nhà xuất khẩu phản chấn trở lại, họ tăng xuất và thu được thêm ngoại tệ từ những hợp đồng đã có sẵn.

Cả 3 nguyên nhân trên sẽ làm cho cung USD trên thị trường từ từ tăng lên 0,9 tỷ USD. Sự tăng thêm cung làm điểm cân bằng từ C' lùi xuống C, thị trường hài hòa ở tỷ giá 11.100 cho 1 USD. Mức này thấp hơn tỷ giá đột ngột khi NHTW can thiệp (người ta còn gọi là tỷ giá phản ứng), nhưng cao hơn mức tỷ giá bị mọi người phản đối là 11.050 VND/USD.

\* Can thiệp tức khắc:

Lối can thiệp thứ hai là lối can thiệp ngay khi tình hình thặng dư ngoại thương xảy ra, không đợi cho đến khi USD đã giảm giá quá nhiều. Cách làm này đòi hỏi các NHTW phải phản ứng nhanh theo tình hình ngoại thương, chứ không chạy theo chuyện đã rồi.

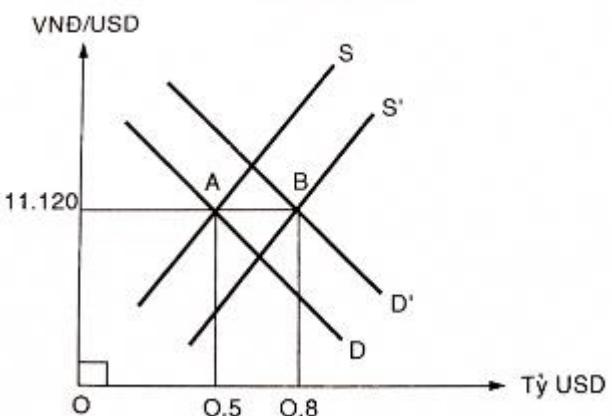
Người ta cũng gọi đây là biện pháp can thiệp để ổn định (Intervention For Stability). Nó được tiến hành nhằm giữ cho tỷ giá không biến động hoặc chỉ biến động nhẹ khi ngoại thương chuyển từ cân bằng sang thặng dư hoặc ngược lại. Biểu đồ 9.4c, cho thấy rằng khi xuất khẩu có triệu chứng tăng mạnh, ngoại thương bắt đầu thặng dư. Để giữ cho tỷ giá khỏi tụt nhầm mục đích cuối cùng là bảo vệ xuất khẩu, khi đường cung USD bắt đầu tăng từ S lên S', lượng cung tăng đến đâu, NHTW phải tung tiền đồng Việt Nam và mua hết USD thừa đến đây, nghĩa là liên tục đẩy đường cầu D' chạy theo cung S', với việc di chuyển cầu theo cung bằng cách can thiệp thường xuyên để chống dư thừa USD, NHTW sẽ có thể giữ điểm quân bình A di chuyển trên một đường thẳng (hoặc gần thẳng) song song với trực hoành ở mức tỷ giá không đổi là 11.120 VND/USD.

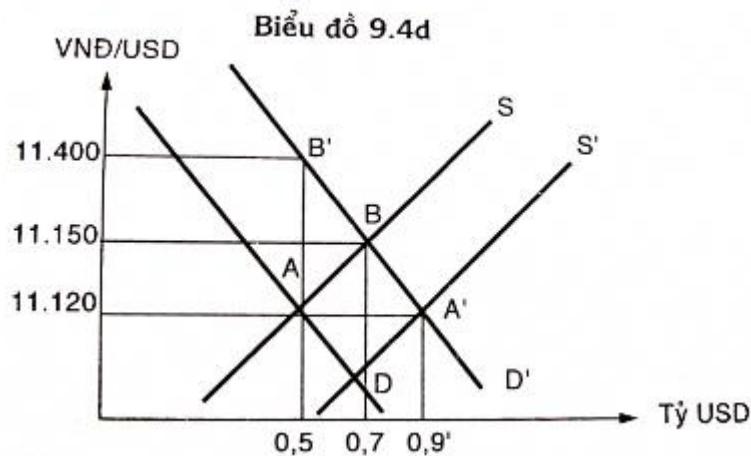
Đó là hai biện pháp chống sự sụt tỷ giá, hay đơn giản hơn, chống sự lên giá đồng tiền nội địa (nghĩa là sự giảm giá ngoại tệ -USD) để bảo vệ và khuyến khích xuất khẩu. NHTW cũng thường phải can thiệp theo chiều ngược lại để chống sự tăng tỷ giá quá nhanh. Bởi vì sự tăng tỷ giá quá nhanh, đồng nghĩa với sự mất giá nhanh của đồng tiền nội địa. Khi đồng tiền nội địa mất giá nhanh, có 2 hậu quả xảy ra trước kéo theo nhiều hậu quả khác, đó là: (1) Lạm phát giá cả hàng hóa nhập khẩu. Và khi giá cả hàng hóa nhập khẩu leo thang nó kéo theo sự lên giá tất cả những hàng hóa nội địa được sản xuất ra từ những nguyên liệu nhập ngoại, hoặc hàng hóa có liên quan đến hàng nhập. Thí dụ như xăng dầu lên giá ở các nước vào năm 1989-1990, vì khủng hoảng vùng Vịnh đã làm cho hầu như tất cả hàng hóa khác đều lên giá vì giá vận chuyển lên. (2) Các nhà đầu cơ sẽ có khuynh hướng giữ ngoại tệ lại như tài sản sinh lời, vì mỗi ngày cát giữ ngoại tệ là mỗi ngày được lãi do tỷ giá tăng nhanh.

Tỷ giá tăng nhanh khi nào? Khi ngoại tệ khan hiếm do cầu ngoại tệ tăng bất thường cao hơn sức cung ngoại tệ. Cầu ngoại tệ tăng khi ngoại thương thâm hụt vì đòi hỏi nhập khẩu vẫn tiếp tục ở mức cao. Đòi hỏi nhập khẩu có nghĩa là đòi hỏi về ngoại tệ. Cầu ngoại tệ cũng tăng khi xuất khẩu giảm đột ngột, hoặc tình trạng đầu cơ ngoại tệ diễn ra ở mức quy mô. Ngoài ra, ngoại tệ cũng có thể khan hiếm do chính sách thắt chặt cung ứng tiền của NHTW các nước ngoài.

NHTW giải quyết bằng cách tung ngoại tệ ra thị trường Spot hoặc Swap để bán. Biểu đồ 9.4d giải thích rằng khi cung ngoại tệ nhất thời ở mức 0,5 tỷ USD, cung và cầu gặp nhau ở A cho biết tỷ giá giữa VND và 1 USD là 11.120. Sự tăng cầu đột ngột từ D lên D' trong lúc mức cung vẫn ở 0,5 tỷ của thị trường sẽ làm cho tỷ giá vọt lên 11.400 VND/1USD đẩy điểm cân bằng lên B'.

**Biểu đồ 9.4c**





\* Nếu NHTW tung ngoại tệ ra bán ở mức vừa phải, cung ngoại tệ tăng từ 0,5 lên 0,7 tỷ USD sẽ làm cho điểm cân bằng giữa S và D' trượt từ B' xuống B. Tỷ giá đã hạ chút ít: từ 11.400 xuống 11.150 vì khan hiếm đã giảm đi.

\* Trong trường hợp NHTW can thiệp tức khắc, ngay khi tỷ giá vừa lên, cầu càng tăng nó càng tung nhiều ngoại tệ ra bán ở thị trường giữa. Hậu quả song trùng (vì ngoại tệ được tung ra làm tăng cung ngoại tệ, và đổi lại VND bị rút về do NHTW thu được từ việc bán nó trên) sẽ làm cho tiền VND khan hiếm hơn, ngoại tệ càng thừa. Đường cung sẽ tăng đáng kể từ S lên S' và với mức cung bằng mức cầu ở 0,9 tỷ USD, điểm cân bằng sẽ là A' với tỷ giá gần như không đổi ở mức 11.120 VND/USD

Từ năm 1985 đến năm 1991, các NHTW ở các nước công nghiệp như Ngân hàng Nhật Bản, Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ Deutsche Bundesbank đã liên tục can thiệp để cứu sụt giá của USD. Theo thỏa ước Plaza, từ ngày 1 tháng 1 năm 1985 đến ngày 2 tháng 2 năm 1987, hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ (Fed) đã cố gắng thu hẹp USD bằng cách bán ra Yen và DM, cùng với Ngân hàng Nhật và Deutsche Bundesbank mua USD để làm giảm lượng dư thừa. Từ ngày 22 tháng 2 năm 1987 cho đến 31 tháng 12 năm 1989, theo thỏa thuận Louvre, Ngân hàng Nhật và Deutsche Bundesbank tiếp tục cùng với Fed mua USD vào và tung DM, Yen Nhật ra thị trường nhiều hơn để ổn định thương mại trong nội bộ G7.

Sau thỏa thuận Louvre, từ ngày 1 tháng 1 năm 1990 cho đến 31 tháng 12-1991, quá trình can thiệp vẫn tiếp diễn. Nhờ thế, các năm 1989-1990 và 1992-1993, đồng USD đã ít nhiều lên giá trở lại, sau khi tụt giá liên tục và thâm hại từ cuối năm 1985 đến năm 1989 (biểu đồ 9.1).

**Bảng 9.4: Can thiệp tiếp để điều tiết tỷ giá của NHTW Đức  
(Deutsche Bundesbank) từ năm 1974 đến tháng 4/1996**  
(Tỷ DM)

Năm Chỉ số	1974	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
Mua ngoại tệ			8,3	8,4	20,3				1,7			
Bán ngoại tệ	2,8	2,1				5,2	24,6	3,1		2,0		0,7
Năm Chỉ số	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	Tháng 5/1996	Tháng 6/1996
Mua ngoại tệ	8,7	38,7			9,9	1,1	63,6		6,3	9,0		
Bán ngoại tệ			30,6	2,0				16,6			-1,0	-0,7

Nguồn: Deutsche Bundesbank Monthly Report March 1996 - p.12

Bảng 9.4 cho chúng ta thấy tình hình can thiệp vào tỷ giá ngoại tệ của Deutsche Bundesbank từ năm 1974 cho đến quý 1 năm 1996. Mua và bán trên thị trường ngoại tệ là cách thức quản lý gián tiếp tỷ giá của NHTW. Từ khi Bretton Woods sụp đổ vào tháng 3 năm 1973, phương thức quản lý tỷ giá trực tiếp theo kiểu cố định (Fixed exchange rate) gần như đã đi vào dĩ vãng. Ngay cả với các NHTW nhạy cảm và lo lắng nhất đến vấn đề lạm phát như Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ và Ngân hàng Pháp, cũng từ bỏ tỷ giá cố định bởi vì nó cung nhắc, máy móc và hạn chế tình hình hoạt động điều chỉnh của ngoại thương và cân bằng thanh toán. Tỷ giá thả nổi có quản lý gián tiếp bằng phương pháp can thiệp (intervention) mua và bán ngoại tệ như trên, đã trở thành phổ biến cho hầu hết các NHTW.

#### *9.2.2.2.3. Những hạn chế của tỷ giá thả nổi*

Dưới ảnh hưởng và sự vận hành của chế độ tỷ giá cố định, tất cả những thay đổi không cân bằng về dự trữ vàng của thế giới, hoặc dự trữ vàng ở các nước tham gia ngoại thương sẽ được các nước chủ động điều chỉnh đưa bất ổn trở lại cân bằng. Vàng sẽ chảy từ nước bị thâm hụt thương mại sang các quốc gia đối tác thặng dư về thương mại. Trong hệ thống Bretton Woods, những nước bị thâm hụt thương mại (xuất khẩu nhỏ hơn nhập khẩu, cầu ngoại tệ lớn hơn cung, tiền nước ngoài lên giá, tiền nội địa mất giá) buộc phải thắt chặt cung ứng tiền nội địa với sự hỗ trợ của IMF để chống sự mất giá đồng tiền. Song song với điều này, các quốc gia thặng dư thương mại phải tăng cung ứng tiền của họ, ngăn chặn sự lên giá. Một bên nỗ lực chống sự mất giá một bên nỗ lực kim tự tháp lên giá. Quá trình đó sẽ dẫn đến việc tỷ giá nhanh chóng được thiết lập trở lại vị trí cân bằng.

Tuy nhiên, điều đáng nói ở đây là, quốc gia thặng dư về thương mại gia tăng cung ứng tiền, buộc phải chấp nhận lạm phát. Trong khi quốc gia đối tác bị thâm hụt phải thắt chặt cung ứng tiền, nghĩa là đưa đất nước vào trì trệ và suy thoái để bảo vệ sự ổn định của tỷ giá, một bên lạm phát, một bên thì trì trệ. Đó là những cái giá phải trả hay là luật chơi của chế độ tỷ giá cố định.

Cân bằng thanh toán quốc tế cân bằng là điều kiện của chế độ nói trên. Do yêu cầu này, việc bành trướng tiền tệ của quốc gia thặng dư thương mại, thứ nhất, đã gây ra lạm phát. Thứ 2, khi cung ứng tiền tăng lên làm hạ lãi suất và kích thích vốn tràn ra nước ngoài đầu tư để tìm những cơ hội có lợi tức cao hơn. Điều này lại thúc đẩy những quốc gia được đầu tư phải tăng cung ứng tiền theo. Lạm phát bắt đầu diễn ra ở các nước này. Như vậy, quốc gia thặng dư thương mại - để bảo vệ tỷ giá - đã xuất khẩu lạm phát.

Nếu quốc gia thâm hụt thương mại - ngược lại - là một quốc gia có tiềm lực kinh tế đáng kể, hệ thống Bretton Woods yêu cầu nó phải thắt chặt cung ứng tiền, chấp nhận tình trạng suy thoái để bảo vệ tỷ giá. Sự thắt chặt cung ứng tiền của nó sẽ làm lãi suất tài sản và đầu tư tăng cao. Lãi suất tăng lên sẽ thu hút các nguồn vốn từ nước ngoài chảy vào đầu tư. Kết quả là để tự bảo vệ. Các quốc gia buộc phải tăng lãi suất theo và nền kinh tế của họ lần lượt rơi vào tình trạng trì trệ. Suy thoái đã được xuất khẩu từ nước lớn có thâm hụt thương mại sang các nước nhỏ hơn. Đó là tình hình của Hoa Kỳ và thế giới từ năm 1969 đến 1973.

Có thể nói rằng, khi chọn sự ổn định tỷ giá làm ưu tiên số 1, như các nước trên thế giới dưới thỏa thuận Bretton Woods đã làm từ năm 1944 đến tháng 3 năm 1973. Hoặc như một vài nước trên thế giới chú trọng quá mức đến vấn đề ổn định lạm phát hiện nay. có nghĩa là buộc phải hy sinh tăng trưởng nhanh, chấp nhận trì trệ, thắt nghiệp và suy thoái trong một thời gian dài. Đó là những hạn chế của chế độ tỷ giá cố định (Fixed exchange rate).

Bên cạnh đó, tỷ giá thả nổi (Floating exchange rate) cũng có những luật chơi nhất định. Cơ chế này cho phép cân bằng dao động trở lại cân bằng một cách tự nhiên theo quy luật cung cầu. Thâm hụt ngoại thương sẽ làm cho đồng tiền của một nước trở nên mất giá hơn, ngược lại đất nước thặng dư thương mại sẽ thừa ngoại tệ và đồng tiền nội địa sẽ lên giá một cách tự nhiên. Có hai trường hợp xảy ra: thứ nhất khi tỷ giá không được gián tiếp điều tiết phù hợp với các chương trình kinh tế trong nước, những quốc gia thâm hụt thương mại sẽ có một đồng tiền mất giá, lạm phát cao hơn và đời sống của nhân dân trở nên đắt đỏ và khó khăn. Quốc gia thặng dư với đồng tiền lên giá hoặc giữ cố định tỷ giá sẽ có mức lạm phát

thấp. Tuy nhiên, xuất khẩu trì trệ và nền kinh tế không có sức bật tăng trưởng, vì ngoại thương không có khả năng cạnh tranh với hàng hoá nước ngoài.

Trong cả hai trường hợp, sẽ có nhiều sức ép đối với các nhà làm chính sách, và do đó sự can thiệp của NHTW vào thị trường ngoại tệ sẽ trở thành vấn đề tất nhiên. Tỷ giá thả nổi có quản lý là yêu cầu của hầu như tất cả các nền kinh tế trên thế giới từ sau những năm 1973. Thế nhưng sự can thiệp có những mặt trái nhất định của nó. Một NHTW thiên về hướng chú trọng kích thích kinh tế tăng trưởng nhanh sẽ không cho phép đồng tiền nội địa lên giá, mà phá giá nó từ một cách có kế hoạch, để tăng cường năng lực cạnh tranh của hàng hoá xuất nhập khẩu trong nước đối với bên ngoài, thúc đẩy hoạt động xuất bành trướng nhanh hơn. Bảng 9.5 cho thấy hầu hết các nước Châu Á đang công nghiệp hoá trong danh sách dưới đây đều có quá trình phá giá tiền tệ rất nhiều lần. Đặc biệt, Trung Quốc và Ấn Độ gần như phá giá liên tục suốt 14 năm qua để hỗ trợ cho sản xuất hướng về xuất khẩu. Điều quan trọng là khi NHTW phá giá tiền nội địa từ từ, cái được của nó là nền kinh tế có sức bật tốt, tăng trưởng nhanh, công ăn việc làm liên tục được mở rộng, tỷ lệ thất nghiệp thấp. Cái mất của nó là trong nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh, lạm phát sẽ dao động ở mức cao nhất là từ 5 đến 12% mỗi năm như Hàn Quốc.

Những NHTW quá nhạy cảm với vấn đề lạm phát và xem việc ổn định giá cả là mục tiêu số 1, sẽ tìm mọi cách gián tiếp và đôi khi trực tiếp, để giữ chặt tỷ giá, không cho nó dao động. Hệ quả tất yếu là tuy lạm phát ở mức thấp, dưới 5%, và thậm chí có thể rơi vào giảm phát, nền kinh tế bị thắt chặt cung ứng tiền. Lãi suất cao sẽ giết khả năng cho vay của ngân hàng, khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp, bởi chi phí phải trả cho vốn trở thành gánh nặng đối với giá thành. Sản xuất rơi vào trì trệ. Thất nghiệp gia tăng tạo thêm nhiều hậu quả xã hội một cách lâu dài, đặc biệt là nền kinh tế rơi dần vào suy thoái và lãng phí tiềm năng.

**Bảng 9.5: Tỷ giá hối đoái của một số nước đang công nghiệp hóa ở Châu Á  
(1983- tháng 6 - 1996)**

Năm Quốc gia	1983	84	85	86	87	88	89
Hàn Quốc won/USD	776,0	807,9	861.9	884.6	825.9	734.5	674,3
Malaysia Ringgit/USD	2.32	2.34	2.48	2.58	2.51	2.61	2.71
Đài Loan Twdollar/USD	39.4	39.6	39.8	37.8	31.7	28.6	26.407sing
Singapore Dollar/USD	2.11	2.13	2.20	2.17	2.10	2.01	1.9511
Hồng Kông Dollar/USD	7.25	7.81	7.79	7.80	7.79	7.80	7.8008
Ấn Độ Rupee/USD	10.0	11.3	12.3	12.5	12.9	13.9	16.213
Trung Quốc Yuan/USD	1.98	2.33	2.94	3.46	3.73	3.73	3.76763

Năm Quốc gia	90	91	92	93	94	95	Tháng 6- 1996
Hàn Quốc won/USD	710.6	736.7	784.5	805.7	807.0	772.8	781.3
Malaysia Ringgit/USD	2.70	2.75	2.54	2.57	2.62	2.50	2.542

Đài Loan Twdollar/USD	26.9	26.7	25.1	26.4	26.5	26.5	27.4
Singapore Dollar/USD	1.81	1.72	1.62	1.61	1.52	1.41	1.4095
Ấn Độ rupee/USD	17.5	22.7	28.1	31.3	31.4	32.4	34.485
Hồng kông Dollar/USD	7.79	7.77	7.74	7.73	7.73	7.73	7.7325
Trung Quốc Yuan/USD	4.79	5.33	5.52	5.77	8.64	8.37	8.3495

*Nguồn: Federal reserve Bulletin from December 1984 to July 1996-P.A66-A68-A70*

Những cái giá phải trả trong cả hai trường hợp trên là mặt hạn chế của chính sách tỷ giá thả nổi với sự can thiệp của NHTW. Tất nhiên, kinh tế học đã chứng minh rằng mọi sự thành công đều có giá của nó.

Vào giai đoạn một, thế giới nhìn về khuynh hướng này một cách khá dễ dãi, người ta tỏ ra nghi ngờ liệu các nước có thể xóa đi những khác biệt về quyền lợi kinh tế, sức mạnh của sản xuất và đồng tiền, để tiến tới những sự thống nhất về thương mại và tiền tệ hay không. Đó là chưa nói đến những khác biệt lớn hơn về văn hóa, biên giới quốc gia, và bản sắc dân tộc. Nhưng sự tiến triển thận trọng và chắc chắn của quá trình nhất thể hóa EC đã dần dần củng cố thêm niềm tin cho thế giới, và việc xóa bỏ mâu thuẫn để tiến tới hình thành các cộng đồng khu vực. kể cả những hy vọng về việc nhất thể hóa với quy mô toàn cầu vì lợi ích chung. liên kết khu vực về kinh tế đã trở thành xu thế từ thập niên 70, 80. Từ giác độ chính trị và nhà nước, liên kết kinh tế không phủ định nhà nước, mà trái lại nó cũng có vai trò chính trị của nhà nước bằng việc hội nhập kinh tế giữa các thể chế chính trị khác nhau, và giải quyết những mâu thuẫn giữa các láng giềng. về phương diện kinh tế, liên kết khu vực hình thành những thị trường liên quốc gia mà ở đó có những đồng tiền được thừa nhận trong thanh toán như đối với các địa phương của một nước. Khái niệm tỷ giá trở thành lu mờ dần trong tiến trình thống nhất thị trường, tiến tới thống nhất tiền tệ này, nhưng chỗ cho một thuật ngữ tiền tệ quốc tế.

Để hiểu những đồng tiền có khả năng thanh toán cho nhiều quốc gia của một khu vực hoặc nhiều khu vực trên thế giới, thâm nhập vào thế giới như thế nào, chúng ta sẽ bắt đầu tìm hiểu những khái niệm cơ bản về tiền tệ quốc tế. Tiết 2 sẽ đi vào đầu mối của việc hình thành đồng tiền chung là các liên kết quốc tế, tiết 3 sẽ cung cấp thông tin về các đơn vị tiền tệ quốc tế hiện nay, và tiết 4 chúng ta nghiên cứu về các thiết chế tài chính quốc tế hiện đang phục vụ và điều hành các đồng tiền chung này.

#### 9.2.2.3.1. Khái niệm về tiền tệ quốc tế

##### a. Khái niệm

Khi biên giới giữa các quốc gia còn tồn tại, đồng tiền của một nước bất kỳ nào có khả năng thanh toán, trao đổi hoặc được chấp nhận ngoài lãnh thổ nước đó đều được xem là tiền tệ có khả năng thanh toán quốc tế hay tiền tệ quốc tế.

##### b. Lịch sử một số đồng tiền quốc tế

Với cách xác định như thế trong lịch sử phát triển của nền kinh tế thế giới đã từng có nhiều loại tiền tệ quốc tế.

Từ thời trung cổ cho đến thế kỉ XVI, tiền vàng La mã, Pháp và Anh đã được lưu hành ở nhiều lãnh địa khác nhau (ngoài 3 nước trên) ở ven Địa Trung Hải và Tây Âu. Đây là hình thức khởi đầu của tiền tệ quốc tế.

Từ thế kỉ thứ XVII đến thế kỉ thứ XIX các nước châu Âu phát triển như Anh quốc, Pháp, Hà Lan, Tây Ban Nha, Ý, Bồ Đào Nha, thi nhau xâm chiếm các vùng phát triển kém hơn ở phần còn lại của thế giới làm thuộc địa. Ở các xứ thuộc địa, hầu như tất cả các nước thực dân đều áp đặt sự lưu hành đồng tiền của nước họ. Indonesia vào thời thuộc Hà Lan phải

sử dụng đồng tiền của Hà Lan trong thanh toán và trao đổi, Đông Dương thời thuộc Pháp phải sử dụng tiền của Pháp. Đặc biệt vào thời kỳ vàng son của thực dân Anh, thời kỳ nước Anh có thuộc địa khắp nơi trên thế giới, đồng bảng Anh (Pounds sterling) là đồng tiền mạnh nhất trên thế giới, bởi vì 1/3 thế giới phải sử dụng đồng tiền này trong thanh toán. Đó là thí dụ điển hình xa xưa, với ý nghĩa đầy đủ về khái niệm tiền tệ quốc tế.

Đầu thế kỷ XX cho đến năm 1944, đồng tiền của các nước thực dân tiếp tục là tiền tệ của các nước thuộc địa. Sau chiến tranh thế giới thứ II, với sự quật khởi của phong trào giải phóng dân tộc và chiến tranh giành độc lập của các nước Châu Á, Châu Phi và Châu Mỹ La tinh, đồng tiền của các nước Pháp, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha, Ý, Hà Lan... dần dần không còn khả năng lưu hành ở các nước một cách chính thức. Thời kì áp đặt lưu hành đồng tiền của một nước lên một nước khác thực sự chấm dứt. Kế tiếp với sự ra đời của thoả thuận Bretton Woods, đồng USD của Hoa Kỳ với lợi thế là một nền kinh tế mạnh nhất thế giới sau chiến tranh, có khối lượng thương mại quốc tế, đầu tư, viện trợ ra nước ngoài lớn nhất đã trở thành đồng tiền được nhiều nước cất giữ làm dự trữ và có khả năng thanh toán ngoại thương rất cao. USD trở thành đồng tiền quốc tế cho đến nay.

Với sự trỗi lên của Nhật Bản, Tây Đức về nền kinh tế, tuy không còn mạnh như trước, nhưng Anh, Pháp, Ý vẫn là các cường quốc kinh tế hàng đầu thế giới. Những nước này với khối lượng sản xuất và buôn bán lớn tiếp tục giữ cho đồng tiền của họ (Deutsche Mark - Yen - Pounds sterling - French Franc - Lira...) có những khả năng trao đổi một cách hạn chế ngoài lãnh thổ của họ.

Cuối cùng xu hướng nhất thể hoá Châu Âu và một số các khu vực khác cũng manh nha cho ra đời đồng tiền chung. Phần dưới đây sẽ phân tích sâu hơn về xu thế này.

#### c. Điều kiện trở thành tiền tệ quốc tế

Một nước không thể bằng ý kiến chủ quan đồng tiền của mình trở thành tiền tệ quốc tế là có thể làm cho tiền trong nước được người ngoài nước chấp nhận. Để đồng bản tệ có sức thanh toán ngoài nước, nghĩa là được nhân dân nước ngoài, các nền kinh tế nước ngoài thừa nhận, cất giữ, lưu hành và trao đổi hàng hoá, đồng tiền quốc gia ấy phải được hỗ trợ 1 trong 2 điều kiện:

##### C1. Cưỡng chế nhân dân nước ngoài chấp nhận.

Đó là thời kì tồn tại chế độ thực dân trước năm 1945. Chính quyền của các nước thực dân Anh, Pháp, Đức, Ý, Nhật, Hà Lan, Tây Ban Nha... dùng vũ lực cưỡng bức các dân tộc thuộc địa Châu Á, Châu Phi, Châu Mỹ La tinh phải mua bán trao đổi bằng đồng tiền của "chính quốc" tức là đồng tiền của nước họ. Bằng biện pháp cưỡng chế đồng Pounds sterling của Anh, đồng French Franc của Pháp, Lira của Italy, Peseta của Tây Ban Nha, Guilder của Hà Lan, đã được lưu hành chính thức như tiền tệ của nhiều nước khác nhau, ngoài các nước kể trên. Đó là điều kiện thứ nhất.

##### C2. Được nhân dân nước ngoài tự nguyện chấp nhận

Từ năm 1945 đến nay không còn tồn tại điều kiện nói trên nữa. Tiền tệ chỉ được nhân dân các nước khác thừa nhận hoặc không thừa nhận trên cơ sở của tự nguyện mà thôi.

Đứng trên giác độ nhà nước, mỗi quốc gia sau năm 1945 chỉ có 1 đồng tiền duy nhất được chính thức lưu hành theo luật định mà thôi. Do vậy, những đồng tiền nước ngoài chỉ lưu hành một cách không chính thức. Không có quốc gia nào trên thế giới nhìn nhận 2 đồng tiền cùng lưu hành chính thức trên cùng 1 lãnh thổ.

Nhưng ngay cả để được chấp nhận không chính thức như thế cũng là cả một vấn đề khó khăn. Thông thường chính quyền và nhân dân các nước chỉ chấp nhận 1 đồng tiền nước ngoài làm phương tiện dự trữ mua bán, hoặc lưu hành khi và chỉ khi nó thực hiện được những chức năng như tiền bản địa. Nghĩa là, tối thiểu nó phải:

- Chuyển đổi qua lại với đồng tiền bản địa dễ dàng và phí chuyển đổi thật thấp.
- Có thể mua hàng trực tiếp khi cần thiết.
- Có thể giữ làm tài sản mà không sợ bị mất giá trị.

Tính chất thứ nhất làm cho đồng tiền nước ngoài không khác gì tiền bản xứ. Nhưng để đồng tiền nước ngoài có thể chuyển đổi dễ dàng qua tiền trong nước, hoặc tiền trong nước có

thể chuyển dễ dàng sang tiền nước ngoài mua một loại hàng hóa, thì tiền nước ngoài, thứ nhất phải có ích lợi và giá trị cụ thể cho nhân dân. Thứ hai, nó phải được hầu như tất cả mọi người sẵn sàng chấp nhận trong lưu thông. Yếu tố thứ nhất đòi hỏi tiền nước ngoài phải được xác định bằng giá trị các đơn vị tiền trong nước. Yếu tố thứ hai gắn liền với tính chất tiền nước ngoài phải mua được hàng hay hàm chứa những giá trị của bản thân hàng hóa.

Nhiều nước ngày càng chấp nhận USD, DM và Yen Nhật làm dự trữ quốc gia hoặc cá nhân không phải vì người ta yêu thương, quan tâm hay sùng bái các nước lớn như Mỹ, Đức, Nhật, cũng không hoàn toàn vì nước Mỹ hay Đức, Nhật mạnh nhất thế giới, mà vẫn đề quan trọng đó là vì quốc gia họ vẫn còn cần buôn bán, cần mua hàng hóa, nguyên liệu, thiết bị sản xuất, công nghệ của Hoa Kỳ, Nhật, Đức. Và chừng nào họ còn buôn bán với các nước nói trên, thì vẫn còn phải dự trữ các đồng tiền của các nước đó trong thanh toán ngoại thương.

Thương mại đã làm cho các nước phụ thuộc lẫn nhau, thì cũng chính thương mại làm cho nước này cần đồng tiền của nước kia. Vì ngoại tệ có thể được sử dụng để mua hàng hóa, công nghệ và chất xám từ nước khác. Năm 1950, một nước Nhật đổ nát vì chiến tranh và với truyền thống cỗ lõi dưới con mắt của người phương Tây, chẳng được ai chú ý. Lúc bấy giờ, đồng Yen Nhật không có nước nào cần ngoài nhân dân Nhật. Người Nhật mua hàng hóa của thế giới để tái thiết đất nước là chính, bán hàng ra bên ngoài không đáng kể. Và dù mua hay bán, nước Nhật cũng phải thanh toán bằng (hoặc thu về) bằng USD hay vàng. Bởi lẽ không ai chấp nhận Yen trong thanh toán.

Từ thập niên 70 trở đi, tình hình đã khác hẳn. Sự tăng trưởng vùn vụt của xuất khẩu đã làm cho nhiều nước trở nên cần mua hàng hóa đẹp, bền và rẻ, công nghệ, máy móc, thiết bị và tay nghề của Nhật hơn trước. Chính nhu cầu cần mua hàng của Nhật ngày càng tăng, đã làm cho nhiều nước phải tự giác quan tâm đến đồng Yen. Bởi vì Yen lúc này có thể mua được hàng của Nhật. Hơn nữa, người Nhật đã bắt đầu đòi thanh toán bằng đồng Yen trong nhiều thương vụ.

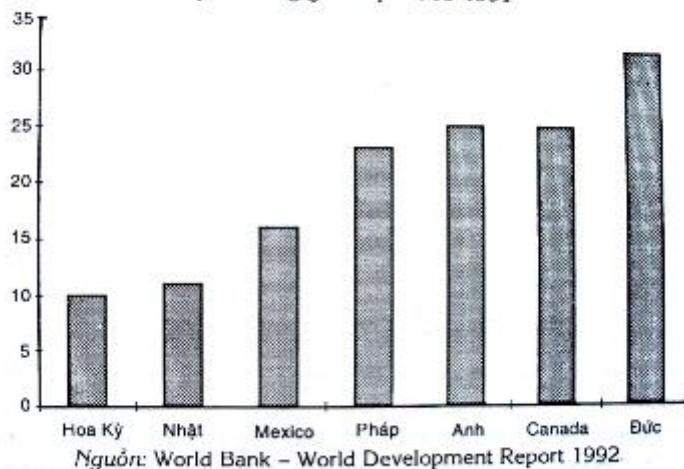
Từ đó Yen trở thành tiền dự trữ ở một số quốc gia. Thập niên 80 Nhật tiếp tục bành trướng về kinh tế và ngoại thương. Chính vị trí buôn bán và đầu tư số 1 số 2 thế giới đã giúp Nhật làm cho đồng tiền của mình trở thành quan trọng. Nếu so sánh mức lưu hành đồng Yen ngày nay và đồng Yen của 46 năm về trước, ta thấy có sự khác nhau một trời một vực. Vì năm 1950 chỉ có một vài nước trên thế giới mua hàng của Nhật với thái độ không vô vội lăm. Bởi những hàng hóa như thủ công, mỹ nghệ, hàng công nghiệp nhẹ và tiêu dùng thì họ mua đâu cũng được. Cho nên họ không cần đến tiền Yen của Nhật, chỉ cần USD, vàng hoặc bảng Anh. Ngược lại, nước Nhật phải cần đến tiền của nước ngoài như USD, bảng Anh, FRF... vì nó mua hàng của nước ngoài nhiều hơn bán và toàn là những hàng hóa chiến lược cho nhu cầu phát triển đất nước. Nhật lệ thuộc vào các nước khác hơn là các nước khác lẻ thuộc vào Nhật.

Nhưng năm 1996, mọi việc đã thay đổi, Nhật Bản bán hàng cho hơn 150 nước trên thế giới. Đầu tư và cung cấp công nghệ, kỹ thuật, thiết bị cho khoảng 80 quốc gia. Do vậy, đồng Yen của Nhật được mọi người quan tâm và được chấp nhận ở ít nhất 150 nước nói trên. Thương mại và tiềm lực kinh tế chứ không phải cái gì khác, đã làm cho đồng Yen biến đổi từ tiền tệ của riêng nước Nhật vào năm 1950, trở thành tiền tệ quốc tế hiện nay.

Nước Đức và đồng DM đã vươn lên vị trí thứ 3 trên toàn thế giới cũng bằng con đường như thế. Khi khởi đầu cho hiệp ước Roma năm 1957, vị thế của Đức (lúc đó là Tây Đức) không có gì nổi bật trong bàn tròn ở Châu Âu. Hai mươi năm sau, nền kinh tế Đức phát triển nhanh không ngờ. Xuất khẩu đã vươn lên như một chàng khổng lồ. Từ năm 1985 cho đến gần đây, xuất khẩu của Đức theo tỷ lệ của GDP đứng đầu G10. Biểu đồ 9.5 cho biết một phần về sự vươn lên đáng kinh ngạc này. Nền kinh tế của Đức tăng trưởng rất bài bản, và xuất khẩu nhanh chóng lan ra khắp thế giới. Trong nhiều lĩnh vực, tiềm lực kinh tế thực sự của Đức còn mạnh hơn cả Nhật Bản và Hoa Kỳ. Chàng khổng lồ thứ 3 đã mang đồng DM từ vị trí thứ yếu ở Châu Âu vào thập niên 50 trở thành đồng tiền mạnh, lưu hành rộng rãi nhất Châu Âu và là dự trữ thứ ba trên toàn thế giới.

Biểu đồ 9.5: Tỷ lệ xuất khẩu (%) trên GDP của một số nước tính bình quân trong giai

Biểu đồ 9.5: Tỷ lệ xuất khẩu (%) trên GDP của một số nước tính bình  
quân trong giai đoạn 1985-1991



đoạn 1985 - 1991

Nguồn: World Bank - World Development Report 1992.

Bảng 9.6 cho chúng ta cái nhìn khái quát về sự tăng không ngừng của DM và Yen Nhật trong dự trữ quốc gia của cả thế giới. Xin lưu ý rằng năm 1975, DM chỉ chiếm 8,81%, Yen Nhật 1,85% trong tổng dự trữ của các NHTW toàn thế giới. USD của Hoa Kỳ năm đó chiếm 78,25% tổng dự trữ. Mười năm sau, năm 1991, lượng DM trong dự trữ thế giới đã tăng lên đến 18,48%, Yen Nhật là 10,57%. Tốc độ quốc tế hóa của hai đồng tiền tăng hơn 2 lần đối với Dm và hơn 5 lần đối với Yen Nhật. Trong khi lượng USD trong tổng dự trữ thế giới chỉ còn 55,76%.

**Bảng 9.6: Sự phát triển thành tiền tệ và dự trữ quốc tế của DM và Yen Nhật  
trong tổng dự trữ thế giới**

Tỷ USD

Các loại tiền Năm	Tổng dự trữ thế giới		US dollar		Deutsche Mark	
	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%
1975	162,3	100	127,0	78,25	14,3	8,81
1980	310,7	100	212,2	68,30	47,6	15,32
1985	339,5	100	222,2	65,45	49,7	14,64
1990	780,8	100	429,9	55,06	153,3	19,63
1991	816,4	100	455,2	55,76	150,9	18,48

Các loại tiền Năm	Yen Nhật		Pounds Sterling		French Franc		Swiss Franc	
	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%	Số lượng	%
1975	3,0	1,85	4,6	2,83	2,9	1,79	3,6	2,22
1980	13,8	4,44	9,3	2,99	5,5	1,77	10,3	3,32
1985	25,9	7,63	10,3	3,03	4,1	1,21	7,6	2,24
1990	73,2	9,38	25,5	3,23	17,1	2,19	13,8	1,77
1991	86,3	10,57	29,6	3,63	27,3	3,34	14,7	1,80

Nguồn: Deutsche Bundesbank Annual report - 1991

Trong rất nhiều năm từ sau chiến tranh thế giới II đến nay, nước Mỹ với nền kinh tế mạnh nhất thế giới đã cung cấp kỹ thuật, tư bản, công nghệ, thiết bị máy móc và hàng hóa khác cho toàn thế giới. Gần như khắp các phi trường lớn trên thế giới đều có máy bay Boeing

của Hoa Kỳ sản xuất. Tất cả các khu vực, các quốc gia, kể cả nhiều nơi hang cùng ngõ hẻm, đều có máy phát điện, hàng điện tử, vải vóc do Mỹ chế tạo. Pepsi và Coca Cola cung ứng  $\frac{1}{2}$  lượng nước ngọt trên toàn thế giới. Hầu hết kỹ thuật cơ bản, kỹ thuật chính xác của các nước đều mua từ Mỹ trong vòng 3 thập niên gần đây. Chính vì gần như tất cả các quốc gia trên thế giới gián tiếp và trực tiếp đều mua hàng hóa của Mỹ, cho nên, các nước đều cần có USD. Và đó là lý do vì sao USD trở thành dự trữ số một trên toàn cầu. Người có USD có thể tiêu xài được trên khắp thế giới. Thương mại và tiềm lực kinh tế đã làm cho USD được chấp nhận không chính thức trong lưu thông như là tiền tệ quốc tế.

Nhưng chỉ nói về thương mại không thì chưa đầy đủ. Nhân dân các nước cũng sẽ không dám cất giữ USD, Yen, DM nếu nó có thể mua hàng được hôm nay nhưng ngày mai thì lại không mua được. Lạm phát cao có thể tạo ra điều đó. Vì thế, lạm phát thấp để giữ giá trị đồng tiền ổn định, không mất giá, là điều kiện cần cho tính chất bảo tồn giá trị của tiền tệ quốc tế. Vào những năm nước Mỹ và Đức lạm phát cao, đồng USD và DM lập tức mất giá hơn trước. Những người cất giữ USD thì lo sợ và những người chưa cất giữ USD hoặc DM thì ngàn ngại hơn trong việc chấp nhận đồng tiền này. Năm 1985, khi Fed chuyển đột ngột từ chính sách tiền tệ thắt chặt sang nổi lỏng, USD sụt giá xấp xỉ 47% từ cuối 1985 cho đến giữa 1987. Các nước trong khối G7 phải vội vã họp với Hoa Kỳ để bàn về biện pháp cứu đồng USD khỏi tụt giá hơn nữa. Hiệp ước Plaza, rồi sau này là Louvre ra đời mở đầu cho thời kỳ các NHTW càng tích cực mua USD để giảm bớt lượng thừa, giúp nó lên giá trở lại.

Vì sao G7 phải hành động như vậy? Tất nhiên ở đây có sự giúp đỡ lẫn nhau vì quan hệ thương mại giữa 6 nước của G7 với Hoa Kỳ. Thế nhưng nguyên nhân chính là 6 nước kia cứu chính mình là chủ yếu. Đến năm 1987, dự trữ chính thức và không chính thức bằng USD ở các nước công nghiệp nói trên đã lên đến hơn 300 tỷ USD. Và nếu kể cả các loại trái phiếu khác của Hoa Kỳ mà họ sở hữu thì số tiền thực tế đã lên hơn 1000 tỷ USD. Chúng ta đều hiểu rằng, nước Mỹ không biếu không USD và trái phiếu cho các nước. Lượng ngoại tệ và trái phiếu mà mỗi quốc gia có được là xuất phát từ việc họ và nhân dân họ bán hàng, cung cấp dịch vụ, chuyển vốn đầu tư vào thị trường nước Mỹ. Nó là của cải và tài sản mà Hoa Kỳ nợ các nước (vì tiền USD và trái phiếu là các loại chứng thư nợ). Giả sử vào giữa năm 1985, tổng các khoản nợ này là 1000 tỷ USD nằm rải rác trong dự trữ của các quốc gia thuộc G7. Giả sử vào thời điểm đó 1000 tỷ USD tương đương với 1000 tỷ đơn vị hàng hóa thì chỉ 2 năm sau - giữa 1987 - USD mất giá 47% đã làm cho 1000 tỷ dự trữ chỉ còn giá trị thực chất là 680 tỷ. Hay nói cách khác, 1000 tỷ bằng tiền giấy và trái phiếu chỉ còn mua được 680 tỷ đơn vị hàng hóa. Một sự mất giá khủng khiếp.

Các nước cứu đồng USD vào các đợt nói trên, là cứu chính tài sản dự trữ của họ. Đồng USD chỉ cần mất giá vài lần như thế, là nhân dân các nước khác đủ sợ. Đó là lý do khuynh hướng dự trữ bằng Yen và DM hiện nay đang tăng nhanh, bởi vì 2 đồng tiền sau này có sự mất giá rất nhỏ, do lạm phát bình quân năm ở Nhật và Đức thấp hơn Hoa Kỳ. Chính sự ổn định giá trị từ lạm phát thấp đã tạo cho tỷ giá của DM và Yen ít biến động hơn USD. Đây cũng là nhân tố giúp cho đồng tiền được chấp nhận nhanh hơn trong thanh toán quốc tế.

Ngoài yếu tố thương mại - tiềm lực kinh tế và lạm phát là điều kiện đủ để cho một đồng tiền dễ dàng hơn nữa trong lưu thông ở nước ngoài. Đó là nước bản địa phải có một hệ thống tài chính vững mạnh rải khắp các nước có quan hệ mua bán với mình. Chính các thiết chế của hệ thống tài chính như chi nhánh NHTW, NHTG, tổ chức tài chính ở các nước khác càng nhiều, càng hỗ trợ tốt cho việc chuyển đổi tiền của mình sang tiền bản xứ và ngược lại với chi phí thấp nhất và thuận tiện nhất. Chỉ với những điều kiện như thế, nhân dân trên thế giới mới dám cất giữ, sở hữu hoặc chấp nhận đồng tiền khác trong lưu thông như phương tiện thanh toán, như tài sản mà không ngàn ngại.

d. Khái niệm về tiền mạnh và các đồng tiền quốc tế hiện nay

Danh từ ngoại tệ mạnh hay tiền mạnh (Hard Currency) có từ khi có sự ra đời của loại chứng thư "quyền rút tiền ưu tiên" - SDRs của IMF năm 1970. Vào thời gian ấy, SDRs cho phép quốc gia sở hữu nó được dùng nó để mua ngoại tệ mạnh là những đơn vị tiền tệ của 16 nước có quan hệ với USD của Mỹ. Ngoại tệ mạnh là hình dung từ chỉ khả năng trao đổi hàng

hóa trên thị trường quốc tế mạnh và tiện lợi của những đồng tiền này, khi so sánh với những đơn vị tiền còn lại khác.

Vì cách xác định như thế, ngoại tệ mạnh được xếp thứ tự theo 3 tiêu chuẩn: (1) Khả năng chấp nhận nhanh, chậm của quốc tế đối với tiền. (2) Nhu cầu thương mại đối với nước phát ra tiền và (3) Tiềm năng cung ứng hàng hóa cho thế giới của quốc gia ấy.

Nói chung, 2 yếu tố sau quyết định yếu tố đầu. Cho nên, có thể nói rằng ngoại tệ mạnh hay tiền mạnh được xếp theo thứ tự về tiềm lực kinh tế của các nước trên thế giới.

Các đồng tiền của G10 là tiền mạnh hiện nay. Nếu hệ thống thứ hạng từ trên xuống dựa theo các tiêu chuẩn trên thì mạnh nhất là tiền của nhóm G7: USD, Yen, Deutsche Mark, French Franc, Pounds Sterling, Lira và Canada dollar. Đó là các đồng tiền quốc tế. Khả năng thanh toán của chúng lan ra nhiều nước trên thế giới.

Mở rộng ra hơn chúng ta có thể có các đồng tiền khác như Belgium Franc của Bỉ, Guilder của Hà Lan, Krona của Thụy Điển và Franc Thụy Sĩ. Riêng đối với hệ thống dự trữ Liên bang Hoa Kỳ, cho đến năm 1996, trên cơ sở về sức thanh toán quốc tế của tiền, nó hệ thống tất cả 30 loại tiền mạnh hiện nay. Cộng thêm với đồng USD của nó, cả thế giới, theo cách nhìn của Mỹ, có 31 đồng tiền được gọi là mạnh, là tiền tệ quốc tế (Xem bảng 9.7).

**Bảng 9.7: Những đồng tiền quốc tế mạnh nhất hiện nay theo cách xác định của Hoa Kỳ tháng 6 năm 1996 (xếp theo thứ tự Alphabet tên nước bằng tiếng Anh)**

TT	Tên tiền tệ	Tỷ giá so với USD	TT	Tên tiền tệ	Tỷ giá so với USD
01	Dollar - Úc	75,557	6	Krone - Đan Mạch	5,6749
02	Schilling - Áo	10,321	7	Markka - Phần Lan	4,5532
03	Franc - Bỉ	30,115	8	Franc - Pháp	5,0440
04	Dollar - Canada	1,3752	9	DM - Đức	1,4669
05	Yuan - Trung Quốc	8,3495	10	Drachma - Hy Lạp	242,21

TT	Tên tiền tệ	Tỷ giá so với USD	TT	Tên tiền tệ	Tỷ giá so với USD
11	Dolla - Hong Kong	7,7325	16	Ringgit - Malaysia	2,542
12	Rupee - Ấn Độ	34,485	17	Guilder - Hà Lan	1,6424
13	Pound - Ái Nhĩ Lan	158,10	18	Dolla - Tân Tây Lan	67,495
14	Lira - Ý	1570,0	19	Krone - Na Uy	6,4103
15	Yen - Nhật	105,79	20	Escudo - Bồ Đào Nha	152,49

TT	Tên tiền tệ	Tỷ giá so với USD	TT	Tên tiền tệ	Tỷ giá so với USD
21	Dolla - Singapore	1,4095	26	Krona - Thụy Điển	6,8775
22	Rand - Nam Phi	3,7420	27	Franc - Thụy Sĩ	1,1967
23	Won - Hàn Quốc	781,3	28	Dollar - Đài Loan	27,4
24	Peseta - Tây Ban Nha	123,65	29	Baht - Thái Lan	25,54
25	Rupee - Srilanka	53,716	30	Pound - Anh Quốc	0,6510

*Nguồn: Federal Reserve Bulletin - July 1996 P.A66*

Ngoài những đồng tiền có được "sức thanh toán quốc tế" và tên gọi "tiền tệ quốc tế" dựa vào tiềm lực ngoại thương, trên thế giới hiện nay đã xuất hiện những đơn vị tiền chung cho nhiều nước, dựa vào xu hướng xóa bỏ biên giới về thương mại theo sau việc hình thành các liên kết khu vực. Để hiểu thêm về tình hình ra đời của những đồng tiền quốc tế mới này, chúng ta phải bắt đầu từ các liên kết nói trên.

#### **9.2.2.3.2. Liên kết khu vực và các đồng tiền chung hiện nay**

Chúng ta sẽ khảo sát khái quát về những liên kết đã hình thành. Chủ đề này cũng giới thiệu về một số liên kết đang trong quá trình xúc tiến. Tuy nhiên, đứng trên giác độ nghiên cứu về tiền tệ và tài chính quốc tế - chủ đề chính của chúng ta - phần này chỉ quan tâm nhiều đến những liên kết đã tạo ra những đồng tiền chung cho cả một khu vực. Cho đến nay đã có những liên kết và đồng tiền chung sau:

##### **a. Cộng đồng châu Âu và EMS**

Vào buổi đầu, EEC mà sau này là EC và là EU (European Union) có 6 thành viên: Đức, Pháp, Ý, Bỉ, Hà Lan và Luxembourg. Trong quá trình phát triển của nó, lần lượt có thêm 6 thành viên khác tham dự là Đan Mạch, Hy Lạp, Ái Nhĩ Lan, Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha và Anh quốc. Ngày 1 tháng 1 năm 1994, EC được đổi tên thành EU và đầu năm 1995 nó được mở rộng thêm với 3 thành viên mới là Áo, Phần Lan và Thụy Điển.

Trên hành lang đi tới sự ra đời của EC phải kể đến việc thành lập Liên hiệp thanh toán Châu Âu - EPU (European Payments Union) năm 1950. Từ ngày 1 tháng 1 năm 1958 cho đến sự sụp đổ của Bretton Woods tháng 3/1973, Pháp và Tây Đức đã không ngừng thúc đẩy cho quá trình liên minh xảy ra nhanh hơn. Ý thức một cách khá rõ về sự lệ thuộc của từng quốc gia riêng lẻ vào Hoa Kỳ và đồng USD, 6 thành viên đầu tiên của EEC cố gắng thuyết phục nhân dân nước họ về sự cần thiết của hợp nhất Châu Âu để tạo đối trọng với Bắc Mỹ.

Năm 1979, EC đã hình thành hệ thống tiền tệ Âu Châu - EMS (European Monetary System) đảm nhiệm công việc vào những năm đầu là phối hợp thanh toán và chuyển nhượng giữa các đồng tiền trong cộng đồng hướng tới thành lập một NHTW cho cả Châu Âu (European Central Bank). EC bắt đầu phát hành trái phiếu dưới dạng một loại tiền tệ của Âu Châu (European Currency) với tên gọi ECU (European Currency Unit) vào những năm 1986, 1987.

Ngày 11 tháng 12 năm 1991, chính quyền các nước trong EC chính thức ký hiệp ước Maastricht đặt nền tảng vững chắc hơn nữa về sự thống nhất kinh tế và tiền tệ cho cộng đồng. Thỏa thuận Maastricht còn tiếp tục đưa ra các hoạt động nhằm tiến tới thống nhất về chính sách chính trị, đối ngoại, kinh tế, tiền tệ, kể cả thống nhất về hoạt động tư pháp, tòa án, vấn đề an ninh và chính sách xã hội. Hiệp ước đặt chương trình là trước năm 2000, phải phát hành cho được 1 đơn vị tiền thống nhất cho cả cộng đồng. Bởi vì hơn bao giờ hết, sự thống nhất sử dụng một đồng tiền là biểu hiện đầy đủ nhất của tính nhất thể Châu Âu.

Giữa năm 1992, các nước thành viên EC lần lượt bãi bỏ những hạn chế thương mại lẫn nhau trong nội bộ cộng đồng. Năm 1993, Hiệp ước về việc thành lập một thị trường duy nhất cho châu Âu (Single European Market) được ký kết. Thượng nghị sĩ Cock Field, cựu ủy viên Hội đồng EC đặc trách về chương trình năm 1992 đã từng nói rằng “sau thị trường thống nhất sẽ là đồng tiền thống nhất và sau đồng tiền thống nhất sẽ là kinh tế thống nhất” cho cả châu Âu. Chương trình năm 1992 ghi nhận sự cam kết của tất cả các nước thành viên EC và việc bãi bỏ mọi hình thức kiểm soát lưu chuyển tư bản trong cộng đồng kể cả đối với những nước mới gia nhập như: Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha và Hy Lạp. Những bước tiến triển đáng kể như thế đã làm cho ECU trở thành đồng tiền giao dịch giữa các chính phủ và NHTW các nước thành viên. Đồng tiền trên cơ sở hợp nhất này - tiền chung của cộng đồng - có những đặc trưng từ khi thành lập như sau:

- ECU là một trái phiếu của Cộng đồng Châu Âu. Mỗi chính phủ thành viên phải gửi 20% dự trữ ngoại hối của họ vào quỹ hợp tác tiền tệ Châu Âu và nhận về một lượng ECU tương đương. Các quỹ này dành cho NHTW Châu Âu dùng để can thiệp vào thị trường ngoại hối EC, nhằm cố định tỷ giá giữa các đồng tiền quốc gia trong khi chờ đến giai đoạn hoạt động của một đồng tiền duy nhất.

- ECU được cấu thành, từ đặc trưng trên, bởi nhiều thành phần là các đơn vị tiền của các nước thành viên với tỷ trọng khác nhau. Thành phần của ECU tùy thuộc vào số lượng ECU sở hữu do việc đóng 20% dự trữ ngoại hối vào quỹ hợp tác tiền tệ của một thành viên. Bảng 9.8 cho thấy thành phần của ECU hiện nay.

Đặc trưng thứ 3 cũng là đặc trưng quan trọng nhất, đó là tỷ giá hối đoái - ERM (Exchange rate mechanism) trong nội bộ EMS. Với ERM, mỗi nước thành viên cố định tỷ giá

với đồng tiền của các nước thành viên khác và với ECU, chỉ cho phép ở mức dao động  $\pm 2,5\%$ . Khi có một đồng tiền bất kỳ nào đạt tới chế độ dao động tối da và có khả năng vượt qua mức trên, các NHTW thành viên sẽ cùng can thiệp để bảo vệ tính ổn định của ERM. Chính đặc trưng này đã làm cho lúc đầu các đồng tiền trong EMS có những tỷ lệ lạm phát bình quân năm rất khác xa nhau, nhưng dần dần chúng đã xích lại gần nhau. ERM đã làm giảm khả năng biến động của tỷ giá nội bộ ngắn hạn. Không có quốc gia thành viên nào trong EMS phải chịu những thiệt hại hoặc sốc lớn như đồng USD và Yen Nhật phải chịu trong suốt thời kỳ 1985 - 1996. Và đây là một thành công không thể phủ nhận được của liên minh tiền tệ châu Âu.

Với ECU và ERM, mọi sự kiểm soát ngoại hối trước đây của các nước thành viên đã bị xóa bỏ. Và thực chất từ sau 31 tháng 12 năm 1992, EC đã thành một thị trường duy nhất về hàng hóa, dịch vụ tài sản và lao động. Tuy nhiên, cho đến năm 1995, biên giới đồng tiền của mỗi nước thành viên vẫn còn tồn tại. Trong hầu khắp các báo cáo về kinh tế hàng năm của các nước thành viên, đồng tiền chung này đã xuất hiện như một thước đo về các chỉ số kinh tế xã hội cho cả cộng đồng và các thành viên.

**Bảng 9.8: Thành phần của đồng ECU hiện nay tính theo tỷ lệ %  
của một đồng tiền tham gia**

Các đồng tiền bô phận	Của quốc gia	Tỷ lệ % trong ECU	Các đồng tiền bô phận	Của quốc gia	Tỷ lệ % trong ECU
Deutsche Mark	Đức	29.10	Krone	Đan Mạch	2.32
French Franc	Pháp	18.37	Krona	Thụy Điển	1.61
Pounds sterling	Anh	12.57	Pound	Ái Nhĩ Lan	1.06
Lira	Ý	9.86	Markka	Phần Lan	0.92
Guilder	Hà Lan	9.09	Schilling	Áo	0.8
Belgium Franc	Bỉ	7.35	Drachma	Hy Lạp	0.77
Peseta	Tây Ban Nha	5.12	Escudo	Bồ Đào Nha	0.77
			Franc	luxembourg	0.29

EU hiện nay là liên kết khu vực chặt chẽ nhất, bài bản nhất, tiến triển nhanh chóng và thành công nhất tới mục tiêu nhất thể hóa về kinh tế, chính trị, xã hội so với cả thế giới. Sự ra đời của EU đã đẻ ra EMS, ECU, ERM... và sau này là EMU (liên minh tiền tệ châu Âu - European Monetary Union). Nhưng khi EMS và ECU được tạo thành, nó tác động trở lại và thúc đẩy rất nhanh chóng quá trình thống nhất về kinh tế và xã hội cho cả khu vực. Đồng tiền chung này là một trong các biểu tượng mạnh mẽ nhất về xu hướng, và khả năng có thực về sự hợp nhất toàn diện trong tương lai của cả Châu Âu và các khu vực còn lại của thế giới.

**Bảng 9.9 là một trong những điển hình thuộc báo cáo hàng năm của Deutsche**

Chi số Thành viên	1994				1995			
	Thay đổi giá cả % năm	Cán cân tài chính của K.V công (% GNP)	Lãi suất dài hạn % năm	Nợ nhà nước % GNP	Thay đổi giá cả % năm	Cán cân tài chính của K.V công (% GNP)	Lãi suất dài hạn % năm	Nợ nhà nước % GNP
Đức	2.7	-2.6	6.9	50.4	1.8	-3.5	6.9	58.1
Pháp	1.7	-6.0	7.2	48.4	1.7	-5.0	7.5	51.5
Anh	2.4	-6.8	8.2	50.1	3.5	-5.1	8.3	52.5
Ý	4.0	-9.0	10.5	125.4	5.2	-7.4	12.2	124.9
Hà Lan	2.7	-3.2	6.9	78.0	2.0	-3.1	6.9	78.4
Bỉ	2.4	-5.3	7.8	135.0	1.5	-4.5	7.5	134.4
Tây Ban Nha	4.8	-6.6	10.0	63.0	4.6	-5.9	11.3	64.8
Đan Mạch	2.0	-3.8	7.8	75.6	2.1	-2.0	8.3	73.6
Thụy Điển	2.3	-10.4	9.7	79.7	2.9	-7.0	10.2	81.4
Ái Nhĩ Lan	2.4	-2.1	7.9	91.1	2.5	-2.7	8.3	85.9
Phần Lan	1.1	-5.8	9.1	59.8	1.0	-5.4	8.8	63.2
Áo	3.0	-4.4	7.0	65.2	2.2	-5.5	7.1	68.0
Hy Lạp	10.9	-11.4	20.8	113.0	9.3	-9.3	17.3	114.4
Bồ Đào Nha	5.3	-5.8	10.4	69.4	4.1	-5.4	11.4	70.5
Lúc Xăm Bua	2.2	2.2	7.7	5.9	2.0	0.4	7.6	6.3

*Nguồn: Deutsche Bundesbank Annual report 1995-P.99*

### b. Khu vực mậu dịch tự do Bắc Mỹ

NAFTA (North American Free Trading Area) đi vào hoạt động từ 1 tháng 1 năm 1994 là chủ ý của Hoa Kỳ và Canada, khởi đầu cho việc hướng tới Khu vực mậu dịch tự do toàn châu Mỹ (FTAA) vào năm 2005, để đổi trọng lại với EC. Vì EC với hơn 7000 tỷ USD, 378 triệu dân vào giữa năm 1996 là nền kinh tế mạnh nhất thế giới hơn bất kỳ nước nào trong số Hoa Kỳ và Nhật Bản.

NAFTA có lợi thế sẵn từ nhiều thập niên: (1) Canada và Mêhicô là 2 bạn hàng lớn nhất về ngoại thương của Hoa Kỳ. Đối với hai nước này, Mỹ cũng là bạn hàng lớn nhất của họ. (2) Việc qua lại giữa biên giới 3 nước gần như không trở ngại. Khoảng cách về địa lý, chính trị và an ninh rất ngắn. (3) Đồng tiền của Canada cũng là dollar trong nhiều thập niên trước đây đến giờ, USD của Mỹ lưu hành và thanh toán ở Canada và Mêhicô không khác gì tiền bản địa. Thực sự nó gần như tiền chung của cả 3 nước.

NAFTA là một thị trường chung từ năm 1994. Thuế quan và hạn ngạch trong nội bộ đều được bãi bỏ. Lưu chuyển hàng hóa và tư bản hoàn toàn tự do, và Fed của Hoa Kỳ chỉ điều tiết gián tiếp bằng chính sách tiền tệ. Năm 1995, buôn bán trong nội bộ NAFTA chiếm hơn 50% ngoại thương của nước Mỹ. Thị trường này với đồng tiền chung USD là một dạng của liên kết khu vực có sự thống nhất tiền tệ đã được thực hiện.

### c. Những liên kết đang hình thành

\* APEC

Sau 3 cuộc họp và những thỏa thuận ở Seattle - Hoa Kỳ (1993), Bogor - Indonesia tháng 11 năm 1994, và Osaka - Nhật Bản tháng 11/1995, khu vực mậu dịch tự do Châu Á - Thái Bình Dương (Asia and Pacific Economic Cooperation) được dự kiến là sẽ ra đời chậm nhất là vào năm 2020. Tổ chức liên kết này gồm 18 thành viên (trong tương lai sẽ có thêm nhiều nước khác ở Châu Á - Châu Mỹ cùng tham gia) và hiện nay có hơn 2 tỷ người, 25% tổng diện tích và 40% dân số thế giới.

\* FTAA

Khu vực mậu dịch tự do toàn châu Mỹ với hạt nhân là NAFTA có thể sẽ được thành lập trong vòng từ nay đến năm 2005. Với GNP hơn 13.000 tỷ USD vào giữa năm 1996, với

quốc gia có nền kinh tế mạnh nhất thế giới hiện nay là Hoa Kỳ. liên kết khu vực này có khả năng phát triển nhanh như một mô hình thứ 2 của EC. Mặc dù chưa hề có một thỏa thuận chính thức nào về việc cung cấp một đồng tiền thanh toán chung cho cả Hoa Kỳ và 32 nước còn lại, trải dài từ Alaska tới cực Nam của Argentine, ngoại thương nội bộ khu vực phát triển khá nhanh sau thỏa thuận cuối 1993.

\* AFTA

Ý tưởng thành lập một tổ chức buôn bán phi thuế quan cho nội bộ ASEAN được thủ tướng Thái Lan: Anand Panyara Chun đề xuất 1991. Hội nghị cấp cao ASEAN lần 4 (27 và 28 tháng 1/1992) tiếp tục bàn về việc thành lập khu vực mậu dịch tự do ASEAN (Asean Free Trade Area) - AFTA trong vòng 15 năm. Khởi đầu là thỏa thuận ưu đãi thuế quan có hiệu lực chung (Common effective Preferential Tariff - CEPT) bắt đầu từ 1 tháng 1 năm 1993. Hội nghị bộ trưởng kinh tế ASEAN tại Chiengmai tháng 11 năm 1994 đã quyết định rút ngắn thời hạn hiệu lực của CEPT xuống 10 năm; để AFTA được hình thành vào năm 2003.

Nhiều ý kiến khác còn đề xuất việc rút ngắn thời gian hình thành xuống, chậm nhất là 2000. Nếu kế hoạch được thực hiện như ý muốn, Đông Nam Á sẽ trở thành Khu vực mậu dịch có tiềm năng kinh tế không phải nhỏ. Liên kết này sẽ có thể tạo ra một liên kết khu vực trong tương lai với một hoặc một số đồng tiền có thanh toán dễ dàng cho các tổ chức

\* Vành đai kinh tế Đại Trung Hoa

Sự cải thiện quan hệ ngoại thương, đầu tư giữa Đài Loan và Trung Quốc trong thập niên vừa qua, cùng với việc sát nhập Hongkong trả lại cho Đại lục vào năm 1997, có viễn cảnh về sự ra đời của vành đai kinh tế Trung Hoa lớn này. Vì có rất nhiều lý do, trong đó có thể kể những mục tiêu chính là dùng Hongkong và Đài Loan làm cửa ngõ để mở Đại lục ra cho đầu tư nước ngoài; Nhanh chóng thúc đẩy nỗ lực công nghiệp hóa từng phần nền kinh tế Trung Quốc; Và đặc biệt là, liên kết Trung Hoa thành khối thống nhất về kinh tế, tiến bước nữa là về chính trị để dành một đỉnh trong tam giác quyền lực thế giới Hoa Kỳ và EC.

\* Thị trường chung Nam Mỹ

Brazil, Argentine, Urugoy và Paragoay tạo thành liên kết 4 nước về hợp tác phát triển, thương mại và thuế quan từ năm 1995. Thị trường này, có thể mạnh về nông sản và chăn nuôi của Argentine, nền công nghiệp trẻ của Brazil, hiện đang là cơ sở để tạo sức mạnh hợp lực cùng phát triển cho cả 4 thành viên, đồng thời kháng cự lại sức ép trở thành thị trường tiêu thụ và đầu tư của thế giới bên ngoài. Nhiều nhà kinh tế cho rằng thị trường trên khu vực này rồi tương lai sẽ hòa nhập vào trong FTAA. Tuy nhiên, trong giai đoạn giao thời, nó sẽ tạo nhiều cơ hội cho sự cung cấp thực lực của nền kinh tế các nước thành viên, cũng như chuẩn bị trước những tiền đề cho khả năng hội nhập vào xu thế hợp tác chung về mậu dịch và phát triển, giữa miền Nam phát triển chậm và miền Bắc phát triển quá cao của Châu Mỹ.

\* Cộng đồng kinh tế khu vực Trung Đông - Bắc Phi

Dự án về liên kết khu vực này được đưa ra tháng 11 năm 1994 tại hội nghị cấp cao các nước Trung Đông và Bắc Phi ở Casablanca - Maroc. Đây là sự phát triển của quan điểm đoàn kết để tạo sức mạnh đối thoại với EC và Bắc Mỹ của các nước trong vành đai xuất khẩu dầu mỏ trên thế giới. Chương trình đã được đưa ra bàn rất đồ sộ: Vấn đề tự do hóa giao lưu văn hóa, vốn, nhân lực, công nghệ giữa các thành viên, việc thành lập ngân hàng chung cho khu vực, tiến tới phát hành trái phiếu chung như hình thức ECU... là những điều hội nghị quan tâm.

Nhưng với trình độ và khoảng cách phát triển khá cách xa nhau của các thành viên khu vực, cùng với việc chia năm xẻ bảy về xu hướng liên minh quốc tế và chính trị, khả năng tiến triển của hợp tác ở khu vực này có thể gặp nhiều khó khăn

\* Tổ chức thương mại thế giới

Tiền thân của tổ chức WTO (World Trade Organization) trước 1.1.1995 và GATT (General Agreement Trade Tariffs) thành lập tháng 1 năm 1948. Kế thừa kinh nghiệm và nguyên tắc hoạt động của GATT, WTO là tổ chức lớn nhất thế giới và là tổ chức đầu tiên trong việc thiết lập các thỏa thuận và cam kết chung trên quy mô toàn cầu trong lĩnh vực thương mại và phát triển kinh tế nói chung. Xuất phát từ luận điểm “chỉ có thể tăng được lợi ích của chính mình một cách lâu dài khi biết quan tâm đến việc làm ra lợi ích cho đối tác”,

WTO đưa ra và buộc cắt giảm 40% thuế nhập khẩu cho tất cả khoảng 125 nước thành viên. Chính sách cắt giảm thuế nhập khẩu nói trên sẽ một mặt đưa mức thuế bình quân ngoại thương của thế giới xuống 3% từ mức xấp xỉ 5,2% và điều này sẽ kích thích hoạt động xuất khẩu qua lại giữa tất cả các nước.

WTO là bước đột phá đầu tiên cho triển vọng nhất thể hóa về ngoại thương ở tầm toàn thế giới trong tương lai. Có lẽ sẽ còn xa để tiến tới khả năng hợp nhất về đơn vị thanh toán. Tuy nhiên, chúng ta vẫn có đủ dữ kiện để hy vọng rằng với những bước phát triển kiểu như WTO, thế giới sẽ tiến dần dần đến tầm vóc về hợp tác - liên kết - và thống nhất kinh tế cho nhân loại trong thiên niên kỷ mới.

d. Những dạng hợp tác khác.

Các hình thức hợp tác sau đây không hẳn là liên kết khu vực hay liên minh kinh tế. Nó là các dạng phối hợp về một chính sách kinh tế quốc tế (International Policies Coordination) giữa các thành viên trong nhóm. Lĩnh vực phối hợp là hoạt động ngoại thương, thuế quan, hạn ngạch, đầu tư, thanh toán quốc tế lẫn nhau, chuyển nhượng tư bản, kỹ thuật, công nghệ và đổi kinh, với một vài tổ chức, nó bao gồm cả sự phối hợp về chính sách chính trị và an ninh. Thông qua hoạt động phối hợp này, các nước thành viên tìm thấy con đường tối ưu để điều chỉnh chính sách riêng cho quốc gia mình một cách hợp lý nhất và có lợi nhất.

\* G5 - G7 và G10

Nhóm 5 nước (Group of Five): Pháp, Đức, Nhật, Vương quốc Anh và Mỹ là nhóm hợp tác đầu tiên được thành lập. Về sau có thêm sự tham gia của Canada và Italy thành 7 nước hay G7.

Thông qua những cuộc họp thường xuyên với nhau từ cấp thủ trưởng về chính sách kinh tế, đến cấp bộ trưởng và nguyên thủ, các thành viên trao đổi thông tin, quan điểm và mục tiêu về chiến lược kinh tế trong nước và hợp tác quốc tế. Trên cơ sở xúc tiến những hoạt động phối hợp chung, giải quyết những mâu thuẫn và đối nghịch lẫn nhau được đưa ra bàn bạc trong nhóm cho đến khi những thỏa thuận về đường lối được tất cả cùng chấp nhận, do hiểu lầm và nghi kị cũng như những thủ thuật nhằm áp chế nhau trong thương mại và kinh tế để phục vụ cho lợi ích cục bộ của quốc gia bị loại trừ, do có thông tin các nước đi đến thông cảm và hiểu lầm nhau một cách kha đài đủ, rõ ràng.

Nhiều vấn đề lớn về chính sách kinh tế, đầu tư, ngoại thương đã được giải quyết ổn thỏa qua những thảo luận của nhóm. Hơn thế, một số vấn đề lớn của thế giới được quyết định từ những cuộc họp thượng đỉnh của 7 nước lớn nhất về kinh tế. Cuộc khủng hoảng và chiến tranh vùng Vịnh 1989-1991 đã gần như được G7 thỏa thuận hợp tác hành động trước khi có các phát biểu của Liên hợp quốc.

Với sự tham gia sau này của Hà Lan, Bỉ và Thụy Điển, G7 phát triển thành G10 (Group of Ten). Năm 1994, G10 có tổng giá trị sản lượng nội địa (GDP) hơn 18.637 tỷ USD, chiếm 67% tổng sản lượng toàn thế giới. Chính vì tiềm lực kinh tế của nhóm này chiếm hơn 2/3 tiềm lực của cả hành tinh, cho nên, những thỏa thuận và hợp tác của nhóm có thể làm biến đổi bộ mặt kinh tế thế giới. Hệ thống liên kết G10 tạo những hành lang thuận lợi nhất định trong sự chuyển nhượng và thanh toán quốc tế giữa các thành viên, và giữa nhóm với phần còn lại của thế giới.

\* Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế

Được khai sinh từ quan điểm hợp tác để phát triển của Tổng thống Mỹ Woodrow Wilson (1856-1924), Tổ chức hợp tác kinh tế và phát triển (The Organization for Economic Cooperation and Development - OECD) là mô hình rộng của G10, tuy nó ra đời trước G10. Cho đến năm 1995, OECD có 26 thành viên, được kết nạp không chỉ dựa trên tiêu chuẩn cao hay thấp về thu nhập quốc dân bình quân đầu người mà còn dựa vào rất nhiều tiêu chuẩn về chỉ số xã hội, chỉ số phát triển và cấu phần hàng công nghiệp trên tổng xuất khẩu và tổng sản lượng quốc gia.

Hoạt động phối hợp trong nội bộ OECD cũng diễn ra phổ biến ở các mặt trao đổi thông tin, chính sách kinh tế, hợp tác về ngoại thương, đầu tư, chuyển giao công nghệ, phân công sản xuất và học tập kinh nghiệm phát triển. Giống như G10 trong nội bộ OECD, các

thanh toán quốc tế và vay nợ được thực hiện rất dễ dàng bởi những thỏa thuận và ghi nhớ giữa NHTW các nước thành viên

#### **9.2.2.3.3. Hệ thống các đồng tiền quốc tế**

Tóm lại, có thể nói rằng thông qua các liên kết khu vực và các tổ chức hợp tác đã có và đang hình thành, quá trình thanh toán và chuyển nhượng, trao đổi giữa các đồng tiền khác nhau trên thế giới hiện đang tiến hành rất thuận lợi. Ngoài những đồng tiền chung của cả khu vực như ECU của EC và USD của NAFTA với tính chất thanh toán quốc tế thực sự mạnh, hệ thống tiền tệ quốc tế hiện nay, theo cách xác định của Mỹ, bao gồm 31 đồng tiền trong bảng III7. Đó là những đơn vị tiền của 31 quốc gia có nền kinh tế ở vào hàng đầu của thế giới. Một số quan điểm khác cho rằng, hệ thống tiền tệ có sức thanh toán toàn cầu hiện nay là hệ thống chỉ bao gồm các đồng tiền của tổ chức các nước công nghiệp đã phát triển. Nghĩa là 26 đồng tiền của OECD. Do năng lực của nền sản xuất công nghiệp đã ổn định và tỉ trọng ngoại thương lớn của mỗi quốc gia, các đồng tiền nói trên thực sự cho phép thanh toán toàn bộ trao đổi của cả thế giới. Hệ thống chúng, chính là hệ thống tiền tệ quốc tế hiện đại.

Dĩ nhiên vẫn còn nhiều điều bàn cãi trong cách phân định có bao nhiêu đồng tiền có đủ tiêu chuẩn nằm trong hệ thống trên. Chúng ta ghi nhận ở đây là có các đồng tiền của OECD đã và đang là dự trữ, là phương tiện thanh toán thực sự của hầu như tất cả các NHTW, các quốc gia khác nhau trên thế giới. Chúng là tiền tệ quốc tế. Và hệ thống của chúng hoàn toàn đúng là Hệ thống các đồng tiền quốc tế. trong tương lai, khi có sự thỏa thuận về các tiêu chuẩn xếp loại có thể hệ thống nói trên sẽ mở rộng hoặc thu hẹp lại. Trong phạm vi phần này, các cách xác định đều được đưa ra để chúng ta cùng suy nghĩ thêm.

#### **9.2.2.3.4. Các thiết chế tài chính quốc tế**

Dù gián tiếp hay trực tiếp, các thiết chế tài chính dưới đây là chủ thể quan trọng cho: (1) Các quan hệ thanh toán, chuyển nhượng quốc tế và (2) Hỗ trợ đặc lực cho quá trình hợp tác hoạt động của các tổ chức kinh tế về quốc tế và chiến lược nói trên. Hơn nữa, chính sách thiết chế tài chính này đã đóng vai trò hết sức mạnh mẽ trong việc xóa bỏ biên giới hạn hẹp của mỗi đồng tiền trong thanh toán, giúp cho việc chuyển đổi trở nên hết sức dễ dàng cho các quốc gia, thông qua quá trình điều phối sự hợp tác lẫn nhau của các NHTW trên toàn thế giới.

##### **a. Ngân hàng thế giới**

Cho đến ngày nay ngân hàng thế giới (WB) vẫn là tổ chức ngân hàng quốc tế duy nhất, lớn nhất, có quy mô và quan hệ toàn cầu một cách thực sự. Ra đời và hoạt động một vài tháng sau IMF vào năm 1946, cho đến nay WB đã có tất cả 155 thành viên. Trong số này, 16 quốc gia trong nhóm OECD đã chiếm 64% số cổ phần và 62% quyền bỏ phiếu để quyết định hoạt động của WB.

Mục tiêu căn bản của ngân hàng thế giới là: (1) hỗ trợ vốn cho các nước kém phát triển trong các dự án đầu tư cho chiến lược phát triển dài hạn; (2) Phát triển thương mại và hợp tác quốc tế; (3) Cho vay dài hạn, có vấn kỹ thuật cho những dự án đặc biệt về điều chỉnh cơ cấu, cải cách hoặc phục hồi kinh tế...

Ngân hàng thế giới là gạch nối giữa chính quyền, các NHTW của các nước thành viên. Thông qua WB, nhiều loại chuyển nhượng, thanh toán, viện trợ phát triển toàn cầu đã được thực hiện rất thuận lợi. Năm 1991, tổng tài sản nợ của nó là 110,6 tỷ USD, trong đó vốn cổ phần là 17,7 tỷ USD. Lợi tức ròng năm 1991 là 1,2 tỷ USD. Cho vay ở khu vực Châu Mỹ Latinh chiếm 36%, vào khu vực Châu Á chiếm khoảng 33% tài sản có.

##### **b. Quỹ tiền tệ quốc tế**

Ngày 31 tháng 7 năm 1945, Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF) chính thức được thỏa thuận Bretton Woods thành lập. Nó đi vào hoạt động tại trụ sở Washington D.C. tháng 5 năm 1946. Lúc đó IMF có 39 thành viên.

Theo tinh thần bước đầu, IMF thành lập trong ý đồ hỗ trợ các nước thành viên giải quyết tình trạng thâm hụt cán cân thanh toán, nhằm ổn định tỷ giá cố định theo vàng và USD. Vốn hoạt động của IMF do các thành viên đóng góp vào dưới dạng mua cổ phần. Đây là một nguyên tắc bắt buộc, còn được gọi là quota subscription như là một hình thức của Lệ phí thành viên.

Không phải nước nào muốn đóng góp, hay nói cách khác, muốn mua bao nhiêu cổ phần cũng được. Tỷ lệ phần trăm của số cổ phần mà các nước thành viên được mua trên tổng số cổ phần, phụ thuộc vào sức mạnh và tầm quan trọng của quốc gia đó đối với nền kinh tế thế giới. Quốc gia nào càng giàu, lượng cổ phần phải mua càng lớn và ngược lại. Dĩ nhiên, song song với đặc quyền mua cổ phần, có một nguyên tắc thứ hai đi kèm là: Quốc gia nào càng mua nhiều cổ phần, thì càng được phép vay tiền của IMF nhiều hơn mỗi khi có khó khăn về tài chính, Năm 1990, IMF có 154 thành viên đóng góp vào tất cả là 130 tỷ USD, trong đó, nước mua cổ phần (tức là đóng góp) nhiều nhất là Hoa Kỳ, với 25 tỷ USD, chiếm 20% tổng số cổ phần. Nước mua ít nhất là một quốc gia hải đảo ở Ấn Độ Dương - Maldives - với số cổ phần là 3 triệu USD.

Mỗi khi quyết định cho vay một dự án nào đó, IMF căn cứ vào 3 điều kiện của nước muốn vay: (1) là thành viên, (2) có toàn bộ hồ sơ thuyết trình về tính hiệu quả của dự án và khả năng trả nợ, (3) được 85% tổng số cổ đông bỏ phiếu tán thành.

Hoa Kỳ vì chiếm tới 20% tổng vốn của IMF, nó có số phiếu biểu quyết là 180.000 phiếu trong khi những quốc gia như Maldives chỉ có 270 phiếu. Mỗi khi nước Mỹ không thuận cho một dự án nào đó vay tiền, tổng số phiếu còn lại giá như có hoàn toàn tán thành thì cũng chỉ mới được 80% phiếu thuận, không đủ túc số để biểu quyết. Cho nên, vai trò của Mỹ trong IMF rất quan trọng.

Tất cả các nước trên thế giới đều có quyền xin vào IMF hoặc xin ra khỏi tổ chức này nếu muốn. Cụ Ba, Tiệp Khắc (cũ), Ba Lan, Trung Quốc, Indonesia đều đã từng là thành viên và đã từng xin ra khỏi tổ chức. Riêng Trung Quốc thì nhiều lần xin ra và nhiều lần xin vào. Hầu hết các khoản cho vay của IMF nằm dưới dạng SDRs mà NHTW muốn được vay có thể dùng nó để đổi bất kỳ loại ngoại tệ nào khác trong hệ thống tiền tệ quốc tế. Chính vì tất cả các NHTW trên thế giới đều dự trữ SDRs, nó trở thành như một loại tiền chung cho thế giới của các NHTW, cho dù đồng tiền riêng của mỗi nước có khác nhau thế nào đi nữa. Thông qua SDRs, các chính phủ, NHTW có thể trao đổi được với mọi loại ngoại tệ khác. IMF với SDRs trở thành chủ thể tài chính và tiền tệ đối với tất cả NHTW.

c. Ngân hàng phục vụ thanh toán quốc tế

BIS (Bank for International Settlements) thành lập năm 1930 trong chương trình giúp đỡ nước Đức thanh toán các khoản bồi thường chiến tranh cho Anh - Pháp và các nước khác. Vào buổi đầu, ngoại trừ Fed, các NHTW của nhiều nước Tây Âu mua cổ phiếu của BIS để một mặt tạo thuận lợi cho việc chuyển nhượng và thanh toán các khoản viện trợ và vay mượn kiêm thiết lại châu Âu, mặt khác, giúp vốn cho BIS hoạt động. Đến trước chiến tranh thế giới thứ 2, các NHTG của Hoa Kỳ như American banks, Citibank, First National Bank của Chicago, New York bắt đầu mua cổ phiếu và nắm dân chủ quyền của BIS. Từ khi thành lập đến giờ, nó đặt trụ sở tại Basle - Thụy Sĩ.

Năm 1948, BIS trở thành kiến trúc sư chính trong việc bù trừ các khoản thanh toán và tiếp nhận nợ, có trong chương trình lớn về tái thiết châu Âu sau chiến tranh. Kể từ thời gian đó, nó chính thức trở thành Ngân hàng quốc tế của các NHTW châu Âu, Hoa Kỳ, Canada, Nhật, Úc và Nam Phi, hoạt động như một đại lý được ủy thác cho các thỏa thuận vay và cho vay quốc tế, cũng như quản lý một bộ phận dự trữ của các NHTW các nước nói trên. BIS đóng vai trò quan trọng trong các thanh toán và giao dịch trên thị trường tài chính thế giới.

BIS nhận ký gửi của các NHTW các quốc gia thành viên, dùng vốn này mua chứng khoán hoặc cho một số các NHTW khác vay. Chức năng chủ chốt của BIS là thực hiện các bù trừ giữa các NHTW trên toàn thế giới và cung cấp thông tin. Nó được xem như là biểu tượng, là trung tâm của các liên kết quốc tế về ngân hàng và các vấn đề tiền tệ. Hội đồng thống đốc của BIS bao gồm các Thống đốc NHTW Bỉ, Pháp, Đức, Ý, Anh và năm thành viên khác được bầu ra bởi các Thống đốc các NHTW nói trên. Mỗi thống đốc phụ trách một mảng: Thương mại, công nghiệp, tài chính, thanh toán quốc tế và tín dụng... Đến lượt họ, 10 thành viên của hội đồng Thống đốc BIS chọn trong số các thống đốc của NHTW Hà Lan, Thụy Điển và Thụy Sĩ thêm vài thành viên bổ sung nữa vào hội đồng.

Tháng 7 năm 1988, BIS thiết kế và cho ra đời Thỏa thuận liên ngân hàng Basle. Đây là bước quan trọng cho việc thiết lập thị trường ngân hàng thương mại thế giới cho châu Âu, Bắc Mỹ, Nhật Bản. Dưới ảnh hưởng của thỏa thuận Basle, các yêu cầu về vốn và tính đủ thanh khoản do Fed và FDIC của Hoa Kỳ ràng buộc NHTW Mỹ, bắt đầu lan ra ràng buộc NHTW của các nước đã ký thỏa thuận. Nhiều người cho rằng thỏa thuận này là một khâu quan trọng, đã được vượt qua trên con đường tiến tới việc đưa ra cái khung cho một thị trường ngân hàng thống nhất của cả thế giới.

d. Hệ thống ngân hàng quốc tế hay là thị trường tiền châu Âu

Gọi đúng tên, nó là thị trường tiền châu Âu (Euro Currency Market) được hình thành tự nhiên từ cuộc chiến tranh lạnh sau 1945. Do mâu thuẫn với Tây Âu và Bắc Mỹ, NHTW của Liên Xô cũ và Trung Quốc lúc bấy giờ không thể thỏa mãn trực tiếp nhu cầu USD để nhập khẩu từ Bắc Mỹ hoặc Tây Âu. Họ phải dựa vào những liên hệ lỏng vòng với một số ngân hàng Anh quốc để vay nợ USD. Trong nửa sau thập niên 60, thị trường USD ngầm bắt đầu phát triển mạnh trong hệ thống một số ngân hàng Tây Âu, London đầu tiên trở thành trung tâm của thị trường này. Năm 1963, để hạn chế dòng chảy USD ra ngoài vì nó sẽ ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ của Fed, chính phủ Mỹ bắt đầu đánh thuế lên các trái phiếu mà công dân Mỹ mua ở nước ngoài. Vì thực ra, để có USD cho Trung Quốc và Liên Xô vay với lãi suất cao, các ngân hàng thương mại Anh và một số ở Tây Âu dùng lãi suất tương đương cao phát hành trái phiếu bán cho nhân dân Mỹ, để thu lấy tiền mặt USD. Đợt quản lý kéo dài đến năm 1974, các ngân hàng thương mại của Mỹ phải tìm cách tránh thuế bằng biện pháp chuyển tiền mua trái phiếu của ngân hàng Caribê, một ngân hàng của Mỹ được phép đầu tư chứng khoán nước ngoài miễn thuế. Thế là đến lượt nó, ngân hàng Caribê lại tuồn USD ra thị trường Tây Âu.

Đến năm 1975, thị trường tiền châu Âu đã phình ra hơn 3 lần so với năm 1970. Và tuy nó bắt đầu là chò trồi ngân hàng của nhiều loại ngoại tệ khác nhau như FRF, Pounds, DM, Lira,... nó vẫn tiếp tục được gọi là thị trường Eurodollar mãi đến tận bây giờ. Những nguồn vốn nhàn rỗi cuối kỳ của tất cả các ngân hàng lớn trên thế giới đều được chuyển ra thị trường này để mua trái phiếu RPs. Đến lượt thị trường cung ứng cho tất cả các ngân hàng nào kẹt tài chính ngắn hạn trên khắp thế giới. Hoạt động này ngày càng phát triển. Nó mang những đặc tính sau:

- Lãi suất cho vay của nó dựa trên cơ sở của lãi suất Libor cộng thêm với một tỷ lệ % nhất định tùy theo tính chất của vốn. Libor là lãi suất mà 6 ngân hàng hàng đầu của London cho vay lẫn nhau vào mỗi buổi sáng khi thị trường giao dịch bắt đầu mở cửa, viết tắt từ chữ London Interbank Offer Rate.

- Thị trường tiền châu Âu là nơi gặp gỡ của các NHTW, các công ty lớn toàn cầu. Một cách đúng nghĩa, nó là cầu nối giữa các chủ tài chính nội địa châu Âu với toàn thế giới. Diễn hình là từ các tài sản bằng USD tại Mỹ, vốn luân chuyển nhanh chóng qua London, và từ London, nó phân bổ cho khắp các nơi có nhu cầu tại châu Âu và từ châu Âu đi các nơi khác.

Năm 1981, nhận thấy việc quản lý không cho vốn và USD tràn ra nước ngoài đã bắt đầu kém hiệu quả, các ngân hàng thương mại Mỹ thông qua nhiều hình thức vẫn đưa vốn được ra nước ngoài với số lượng lớn, Fed bắt đầu thay đổi chiến thuật quản lý. Nó yêu cầu các ngân hàng Mỹ muốn cho nước ngoài vay phải thông qua thiết chế ngân hàng quốc tế IBFs (International Banking Facilities). Tuy mang tên gọi như vậy, IBFs không là một ngân hàng cụ thể nào cả, mà chỉ là một cơ chế quản lý và theo dõi của Fed đối với các khoản cho vay và chuyển vốn ra nước ngoài của các ngân hàng thương mại.

Giữa thập niên 80, IBFs quản lý luôn cả các quỹ viện trợ kỹ thuật và tư bản của Hoa Kỳ cho các nước phát triển. Không bị hạn chế trực tiếp, cho vay từ các ngân hàng Mỹ ra nước ngoài thông qua IBFs bành trướng rất nhanh. Hệ quả là cho vay theo đường vòng qua thị trường tiền châu Âu bắt đầu giảm sút vào cuối thập niên này, không như thời kỳ vàng son trong hơn 20 năm kể từ 1960.

Tuy nhiên, thị trường tiền châu Âu cho đến nay vẫn là thị trường tài chính quốc tế đảm nhiệm một chức năng rất cơ bản là móc nối các nhà kinh doanh vốn trên toàn thế giới với

nhau. Hàng ngày, hàng giờ, các khoản tài chính không lò vẫn tiếp tục được chuyển nhượng giữa các quốc gia thông qua thị trường, tính chất quốc tế của nó thực ra lớn hơn bất cứ một thị trường tài chính nào hiện nay trên thế giới. Có thể nói, thị trường tiền châu Âu tạo ra những điều kiện thuận lợi và dễ dàng cho chu chuyển tiền tệ và tài sản trên khắp thế giới. Với thiết chế này, mọi đồng tiền đều không có biên giới. Bởi vì nó luôn luôn có thể chuyển hóa thành các hình thức tài chính khác để đi đến bất cứ quốc gia nào có nhu cầu.

Những thị trường tiền như trên là cơ sở vững vàng nhất cho hệ thống tiền tệ và tài chính hiện đại trên quy mô toàn cầu.

e. Ngân hàng Phát triển châu Á

ADB (Asian Development Bank) thành lập tháng 12 năm 1966 với mục tiêu hỗ trợ vào nỗ lực phát triển kinh tế, xã hội cho các nước thuộc châu Á - Thái Bình Dương. Đến cuối năm 1993, nó bao gồm 53 nước là thành viên, 37 nước thuộc khu vực châu Á và 16 nước thuộc các châu lục khác.

ADB có 4 nhiệm vụ chính: (1) Cho vay và đầu tư cổ phần vào các chương trình phát triển kinh tế, xã hội trong các quốc gia thành viên đang phát triển, (2) Hỗ trợ và cố vấn về mặt kỹ thuật cho việc xây dựng các đề án phát triển khu vực, địa phương, (3) Phát triển đầu tư vào khu vực công và tư cho các mục tiêu chung, (4) Đáp ứng các yêu cầu trợ lý và hợp tác của các nước thành viên trong việc thiết kế và thực hiện dự án phát triển.

Ngoài các khoản vốn hoạt động đến từ các quỹ đặc biệt và cổ phần, ngân hàng còn vay trực tiếp từ các thị trường vốn châu Âu, Trung Đông, Hoa Kỳ và châu Á. 80% vốn của nó vào cuối 1993 là vay từ các thị trường tiền. ADB tuy là một ngân hàng hoạt động khá thuần nhất theo mục tiêu hỗ trợ tài chính cho các dự án khác hoặc chương trình phát triển kinh tế, xã hội ở các nước đang phát triển châu Á - Thái Bình Dương. Nó đóng góp rất quan trọng vào việc thúc đẩy chu chuyển các luồng tiền tệ từ khắp nơi trên thế giới vào châu Á và ngược lại. Nói khác đi, nó góp phần vào quá trình liên kết các hệ thống tài chính và tiền tệ quốc tế lại với nhau.

Văn phòng chính của ADB ở Manila - Philippines. Hội đồng thống đốc gồm 12 người. Chủ tịch ngân hàng được Hội đồng thống đốc bầu ra. Ngân hàng có 21 chi nhánh, 5 văn phòng thường trực ở Dhaks, Bangladesh, New Delhi, Jakarta, Kathmandu và Islamabad. Năm 1993, nó cho vay tất cả 5,3 tỷ USD.

### TÓM TẮT

1) Để hỗ trợ và thúc đẩy thương mại quốc tế phát triển vì quyền lợi của tất cả các bên, từ đầu thế kỷ XX, con người đã tìm mọi cách để thiết lập một cơ sở chung cho các đồng tiền khác nhau nhằm phục vụ hoạt động thanh toán và chuyển nhượng quốc tế.

2) Vàng là loại tài sản đầu tiên được sử dụng làm bản vị chung để định lượng giá trị cho các đồng tiền trong chuyển đổi.

3) Sau năm 1944, thỏa thuận Bretton Woods cho ra đời cơ chế trao đổi giữa các đồng tiền theo tỷ giá cố định trong thanh toán quốc tế. USD được cố định theo vàng ở tỷ giá 35 USD = 1 ounce vàng. Các đồng tiền còn lại, lần lượt xác định tỷ giá của mình theo USD. Tỷ giá cố định chỉ cho phép sự dao động không quá 1%. Đến giai đoạn 1971 - 1973, con số này là 2,25%.

4) Mặc dù tỷ giá cố định tạo sự dễ dàng cho việc tính toán từ đồng tiền của nước này qua đồng tiền của nước khác. Trong ngoại thương, hạn chế nổi bật là nó ràng buộc sự lệ thuộc chính sách kinh tế và tiền tệ của các quốc gia nhỏ vào các nước lớn hơn về tiềm lực kinh tế. Do vậy, tháng 3 năm 1973, cùng với sự chín mùi của nhiều trở ngại khác, thỏa thuận Bretton Woods sụp đổ, mở đầu cho thời kỳ tỷ giá trao đổi linh hoạt.

5) Với cơ sở chung là tỷ giá linh hoạt, sự chuyển đổi giữa các đồng tiền với nhau phụ thuộc vào 3 điều: a) Sức mua tương đương, b) Cân cân thương mại hay cung cầu ngoại tệ và c) Sự can thiệp của NHTW.

6) Thông thường, tỷ giá trao đổi được quyết định trên thị trường ngoại tệ. Ngày nay, vì sự dao động của tỷ giá ảnh hưởng đến quá nhiều mặt của đời sống kinh tế xã hội, các NHTW

phải thường xuyên can thiệp vào thị trường ngoại tệ để điều tiết tỷ giá theo ý mình. Nói cách khác, chế độ tỷ giá thả nổi có điều tiết và can thiệp, có thể được gọi bằng tên: "Tỷ giá cố định theo mục tiêu kinh tế".

7) Mục tiêu kinh tế có thể quy về 2 loại: Tăng trưởng và chống lạm phát. Điều tiết tỷ giá theo mục tiêu nào một cách cực đoan cũng đều phải trả giá khá nặng nề. Cách làm tốt nhất là "mềm dẻo và linh hoạt giữa hai thái cực này".

8) Với chế độ tỷ giá thả nổi, các đồng tiền quốc tế là những đồng tiền có sức mua và thanh toán vượt ra ngoài biên giới của nó. Những nước mà tiềm lực sản xuất và thương mại càng lớn, thì càng có nhiều nước khác cần đến đồng tiền của nó. Và do đó, khả năng thanh toán quốc tế của nó càng mạnh.

9) Theo cách đánh giá của Mỹ, thế giới có 31 đồng tiền quốc tế. Theo một số quan điểm khác, 26 đồng tiền của OECD là tiền tệ quốc tế.

Tất cả các đồng tiền trên hợp thành hệ thống tiền tệ quốc tế.

10) Ngoài ra, xu thế nhất thể hóa khu vực đang diễn ra rất mạnh. EC đã có đồng tiền chung. Xu hướng này thể hiện một triển vọng về sự hợp nhất tiền tệ trong tương lai của từng lục địa, sau đó sẽ là hợp nhất tiền tệ cho cả thế giới.

11) Trong giai đoạn giao thời từ nay đến lúc ấy, các thiết chế tài chính quốc tế như WB, IMF, BIS, IBFs, ADB và các thị trường tiền khác ở Trung Đông, Bắc Mỹ, châu Á... đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc phát triển những thuận lợi và dễ dàng cho việc thanh toán quốc tế - trao đổi giữa các đồng tiền và luân chuyển các nguồn vốn đi khắp thế giới. Các thiết chế tài chính nói trên đã xóa bỏ dần dần biên giới và khoảng cách giữa các đồng tiền, giúp cho quá trình hợp nhất tiền tệ và thanh toán trên toàn cầu diễn ra nhanh hơn.

12) Nếu xem cả thế giới như là một nhà, một đất nước, thì các tổ chức tài chính quốc tế nói trên như là NHTW, các ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính khác của mỗi quốc gia như các ngân hàng con trong ngân hàng mẹ nói trên. Thanh toán và giao dịch toàn cầu thuận tiện hơn, nhờ có 1 hệ thống ngân hàng như thế ■

## **Chương 10. THANH TOÁN QUỐC TẾ**

Suy cho cùng, mục tiêu của những phần đầu thiết lập cơ sở chung cho các đồng tiền từ đầu thế kỷ đến nay, như hệ thống tiền tệ quốc tế và các thiết chế tài chính đa quốc gia là nhằm hỗ trợ cho quá trình thanh toán quốc tế giữa các nước trên thế giới.

Chúng ta đều hiểu rằng, ngày nay mỗi quốc gia đều có quan hệ không nhiều thì ít với các quốc gia khác vì nhu cầu cuộc sống và phát triển kinh tế. Người Việt Nam đi máy bay của Mỹ sản xuất, uống rượu của Pháp, mặc quần áo làm bằng vải của Anh, Nhật Bản, dùng xe của Hàn Quốc, Nhật Bản... Đòi hỏi của con người đã làm cho trao đổi ngày càng mở rộng ra khắp thế giới. Quá trình trao đổi này kéo theo 2 loại quan hệ: (1) Quan hệ thanh toán trực tiếp giữa người mua kẻ bán và (2) Quan hệ thanh toán gián tiếp giữa các quốc gia. Vì những quan hệ thanh toán này vượt ra ngoài biên giới, người ta gọi nó là thanh toán quốc tế.

Giữa hai công dân hoặc hai chủ thể trong cùng một nước buôn bán với nhau, để diễn tả tình hình mua và bán, mỗi tác nhân có thể ghi chép bằng sổ sách hoặc thông qua bảng cân đối chữ T để theo dõi. Khi một chủ thể trong nước mua hàng của người nước ngoài, vấn đề đã khác đi. Thứ nhất, chủ thể nhập khẩu trong nước phải trả cho người bán ở nước ngoài bằng ngoại tệ. Giữa các quốc gia, ngoại tệ là tài sản dự trữ dùng để đổi thoại với nước ngoài. Cho nên, lưu chuyển ra vào của loại tiền tài sản này phải được chính phủ theo dõi. Quá trình theo dõi nói trên làm cho việc buôn bán với nước ngoài được thể hiện vào sổ sách của quốc gia. Đó là đặc trưng thứ hai. Loại sổ sách mà quốc gia dùng để thể hiện các luồng thanh toán và trả nợ giữa người trong nước và ngoài nước được gọi là cán cân thanh toán (Balance Of Payments)

### **10.1. CÁN CÂN THANH TOÁN QUỐC GIA**

#### **10.1.1. Khái niệm**

Hiểu theo nghĩa đơn giản, thì như sự phân tích trên, cán cân thanh toán là những ghi chép về tổng giá trị mua và bán giữa nhân dân trong nước với nước ngoài.

Do sự đa dạng của các loại hình quan hệ và hợp tác quốc tế từ giữa thế kỷ trở lại đây, ngoài mua bán, các nước còn chuyển tiền từ nước này qua nước khác để đầu tư, viện trợ, cho vay. Phạm vi thanh toán giữa các quốc gia không còn bó hẹp trong việc mua hàng và trả tiền nữa, mà đã mang nội dung chu chuyển tư bản giữa các nước. Bên cạnh đó, vẫn diễn ra quá trình mua hàng của nước ngoài rồi chuyển giao ngoại tệ trả tiền hàng, hoặc bán hàng cho nước ngoài rồi nhận được ngoại tệ thanh toán. Quá trình đó thực chất cũng là sự chuyển dịch vốn hoặc ngoại tệ từ nước này sang nước khác. Cho nên, tổng quát hơn, người ta gọi cán cân thanh toán là bảng ghi chép của quốc gia về sự thay đổi và phát sinh của các luồng vốn ra vào giữa một nước và thế giới bên ngoài.

#### **10.1.2. Tính chất**

Mỗi gia đình trong một đất nước, nếu chi tiêu quá khoản thu nhập làm ra được, gia đình ấy sẽ phải:

- Bán một số tài sản đã tích lũy (như xe, tivi, đắt dai, cổ phiếu, trái phiếu...) để bù vào việc chi nhiều hơn thu.

- Xin cha mẹ hoặc người thân
- Nhận trợ cấp từ chính phủ hoặc các tổ chức xã hội khác
- Vay nợ (vay bạn bè, ngân hàng, cơ quan...)

Điều thứ nhất mà chúng ta cần lưu ý là, khi các khoản thu về không bù đắp các khoản chi, gia đình nói trên hoặc là phải chấp nhận sự hao hụt các tài sản đã tích lũy trong quá khứ, hoặc phải nợ nần. Bản thân khoản thu phải luôn luôn cân đối với khoản chi cho dù sự cân đối này được thiết lập bằng cách bán bớt tài sản, vay mượn, hay nhận viện trợ.

Điều thứ hai là trong một nền kinh tế tổng thể, tất cả khoản chi của người này, chủ thể này sẽ là khoản thu của người kia hoặc chủ thể khác. Tiền bạc và tài sản không bao giờ mất đi mà chỉ dịch chuyển từ người sở hữu này sang người sở hữu khác. Khi đã có chủ thể vay, tức phải có chủ thể cho vay. Gia đình A vay được 1 triệu VND - thì dứt khoát để 1 triệu Đồng này trở thành khoản nợ của A, phải có một chủ thể nào đó đã cho A vay. Có thể là ngân hàng, bạn bè, hoặc cá nhân khác. Khoản nợ của A là khoản có (hay khoản đã cho vay) của các tác nhân này.

Tính chất của cán cân thanh toán và quốc gia cũng vậy.

Bởi vì nền kinh tế thế giới không khác gì một tổng thể, cho nên, mỗi quốc gia trong đó, không khác gì gia đình A trong phân tích nói trên. Nếu quốc gia A chi tiêu nhiều hơn thu nhập nó làm ra được, nó buộc phải dùng 1 trong 4 biện pháp xử lý gia đình A. Trong đó biện pháp 1, 3, 4 dưới các hình thức bán bớt dự trữ tài sản, xin viện trợ hoặc vay nợ là phổ biến. Khi quốc gia A thu được tài chính để bù vào sự chi nhiều hơn thu của mình, tài chính đó dứt khoát phải đến từ một quốc gia hoặc tổ chức khác trong nền kinh tế thế giới. Nếu quốc gia A vay nợ để cân đối thu với chi, nợ của A sẽ là khoản cho vay hay khoản có của một quốc gia bất kỳ đã chuyển tiền cho A.

Cán cân thanh toán của quốc gia với phần còn lại của thế giới, thực chất không khác gì cán cân thanh toán giữa các gia đình của một nước. Nó phản ánh tình hình chi tiêu, thu nhập, có và nợ của quốc gia. Về nguyên tắc, cán cân thanh toán luôn luôn phải cân bằng. Nếu tổng khoản thu vào lớn hơn khoản chi (khoản nợ, sự thặng dư sẽ làm phát sinh tài sản ròng của quốc gia (như tài sản ròng của NHTG - chương 7). Nếu tổng khoản thu nhỏ hơn chi, hoặc là sự thâm hụt sẽ làm hụt đi tài sản ròng (giảm dự trữ), hoặc nó phải được bù bằng vay nợ nghĩa là tăng thêm tài sản nợ của đất nước đối với bên ngoài.

#### 10.1.3. Phương thức ghi chép trên cán cân thanh toán

Vì cán cân thanh toán ghi những chuyển dịch tiền, tài sản ra và vào giữa các hộ gia đình, công ty, chính quyền với phần còn lại của thế giới, nó có 2 luồng rất rõ ràng, đó là:

- Các khoản thu hoặc có quyền sở hữu
- Các khoản phải chi, hay phải trả.

Mọi sự chuyển dịch, không nhất thiết là ra hay vào, nếu là khoản phải chi trả của quốc gia, nó được gọi là khoản thâm hụt (deficit item) được ký hiệu bằng dấu trừ (-) trong cán cân thanh toán.

Các khoản thâm hụt trong giao dịch bao gồm: nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ, quà gửi tặng cho người nước ngoài, thuê phương tiện và dịch vụ của nước ngoài, chi tiêu của các thành phần đi du lịch hoặc ra nước ngoài công tác, chi phí quân sự phải trả, lãi hoặc lợi tức phải trả cho nước ngoài do họ đầu tư vào trong nước dưới các hình thái như: gửi tiền vào ngân hàng, mua cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản trả lãi vốn đã vay từ trước, hoặc các hình thức đầu tư khác. Thâm hụt thường dẫn đến sự gia tăng nhu cầu về ngoại tệ của quốc gia. Và do đó, rất dễ đưa tình trạng tiền nội địa thặng dư trên thị trường ngoại tệ. Giá ngoại tệ lên cao. Tiền nội địa mất giá, trong khi tiền nước ngoài lên giá.

Những khoản giao dịch hoặc chuyển dịch tiền, tài sản - cũng không nhất thiết là ra hay vào - dẫn tới việc gia tăng nguồn thu cho quốc gia được gọi là khoản thặng dư (Surplus item), ký hiệu bởi dấu cộng (+). Những loại chuyển dịch sau đây sẽ phát sinh khoản thặng dư: Xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ ra nước ngoài, các khoản chi tiêu của du khách, công dân nước ngoài tại trong nước, các tiện nghi khác như vận chuyển, tài chính, tiền tệ cung cấp cho người nước ngoài bởi nhân dân trong nước, đầu tư ra nước ngoài, thu nhập hoặc tiền lãi có được (chuyển về) từ đầu tư hoặc mua cổ phiếu, trái phiếu kinh doanh khác ngoài biên giới, quà tặng gửi từ ngoài vào, và các khoản thu khác...

Các chuyển dịch thặng dư sẽ tạo ra tình trạng thừa ngoại tệ vì cung ngoại tệ tăng. Nhu cầu về tiền mặt nội địa tăng theo, tiền trong nước lên giá. Bảng 10.1 tóm tắt về phương thức ghi chép của cán cân thanh toán.

**Bảng 10.1: Các hạng mục thâm hụt (-) và thặng dư (+)  
trong tài khoản quốc tế (international accounts) của một nước**

Các chuyển dịch tạo ra khoản thặng dư (+)	Các chuyển dịch tạo ra khoản thâm hụt (-)
1) Xuất khẩu hàng hoá	1) Nhập khẩu hàng hoá
2) Quà tặng của người nước ngoài cho nhân dân trong nước	2) Quà tặng cho người nước ngoài
3) Chi tiêu của du khách nước ngoài	3) Chi tiêu của nhân dân trong nước khi ra nước ngoài
4) Cung cấp dịch vụ các loại (tài chính - tiền tệ - bảo hiểm - vận chuyển - tiện nghi khác...) cho người nước ngoài	4) Chi phí phải trả cho các dịch vụ tài chính - tiền tệ - vận chuyển - bảo hiểm - quân sự - tiện nghi khác.. do nước ngoài cung cấp
5) Lãi và lợi tức thu được từ đầu tư ra nước ngoài	5) Lãi và lợi tức phải trả cho đầu tư của nước ngoài
6) Bán tài sản cho người nước ngoài	6) Mua tài sản ở nước ngoài
7) Bán vàng, tiền nội địa cho nước ngoài	7) Mua vàng, ngoại tệ từ nước ngoài
8) Tiền nước ngoài ký gửi vào trong nước	8) Tiền trong nước đem ra nước ngoài ký gửi

#### **10.1.4. Thành phần của cán cân thanh toán**

Cán cân thanh toán tổng quát có 3 thành phần chính, lần lượt là:

##### **10.1.4.1. Cán cân tài khoản vãng lai (hiện hành)**

Cán cân tài khoản vãng lai (current account balance) còn được gọi là cán cân tài khoản mở bao gồm sự diễn giải các luồng chuyển dịch quốc tế về hàng hóa và dịch vụ. Trong cán cân tài khoản vãng lai, trước đây người ta đã từng chia ra làm 2 bộ phận là:

\* Cán cân thương mại (trade balance)

\* Cán cân hàng hóa và dịch vụ (goods and services balance)

Loại thứ hai khác loại thứ nhất duy nhất ở chỗ, nếu loại thứ nhất chỉ phản ánh các luồng xuất và nhập khẩu hàng hóa hữu hình giữa trong nước và thế giới bên ngoài, thì loại thứ 2 bao gồm thêm các khoản xuất và nhập khẩu dịch vụ. Ngày nay, chi tiết hơn, các nhà kinh tế đưa ra khái niệm cán cân tài khoản thông thường bao gồm tới 3 thành phần nhỏ hơn:

###### *10.1.4.1.1. Tài khoản xuất nhập khẩu hàng hữu hình*

Nếu quốc gia xuất khẩu ra nước ngoài một tổng giá trị hàng hóa nhiều hơn lượng mua từ nước ngoài, cán cân thương mại hàng hóa (Merchandise trade balance) sẽ thặng dư, hoặc nói vắn tắt là thặng dư thương mại (trade surplus) như nước Đức suốt từ 1992 đến 1995 (bảng 9.4). Ngược lại, nếu quốc gia ấy mua hàng hóa của nước ngoài nhiều hơn tổng giá trị bán ra - nhập khẩu lớn hơn xuất khẩu cán cân thương mại sẽ thâm hụt, gọi tắt là thâm hụt thương mại (Merchandise trade deficit).

Một nước như Việt Nam hàng năm có thể bán cho nước ngoài rất nhiều thứ: Gạo, lúa, nông sản, hải sản, cao su, dầu thô, quần áo may sẵn, giày dép... Nhưng cũng mua của thế giới rất nhiều thứ, từ nước ngọt, bột ngọt, đường, sữa cho đến xăng dầu, vật tư máy móc, thiết bị... Khi thương mại thặng dư, nó xuất hiện lên bảng cán cân thương mại bằng dấu cộng. Khi thương mại thâm hụt, ký hiệu của sự thâm hụt sẽ là dấu trừ, chỉ ra sự nợ nước ngoài.

###### *10.1.4.1.2. Tài khoản dịch vụ*

Tài khoản dịch vụ (service account) phổ biến nhất là các hạng mục chi tiêu du lịch, cung cấp các tiện nghi vận chuyển, bảo hiểm, tài chính, tiền tệ và lợi nhuận từ đầu tư.

Dịch vụ du lịch và vận chuyển cung ứng cho người nước ngoài là khoản thu. Ngược lại nước ngoài cung cấp cho nhân dân trong nước là khoản chi. Lợi nhuận từ đầu tư của người trong nước trên thế giới là khoản thu. Tương tự, lợi nhuận mà người nước ngoài thu được từ những công việc đầu tư của họ vào trong nước là khoản phải trả, phải chi. Tất cả khoản thu về dịch vụ trừ cho các khoản chi về dịch vụ sẽ cho biết tình trạng của cán cân tài khoản dịch vụ. Cán cân này giống cán cân thương mại, chỉ có 1 trong 3 trường hợp:

- Thặng dư khi thu > chi
- Thâm hụt khi thu < chi. Như Bảng III14 cho biết, nước Đức năm 1995 thâm hụt 62.9 tỷ DM trong tài khoản dịch vụ. Trong đó, thâm hụt riêng về chi tiêu du lịch là 50.5 tỷ DM.
- Thặng bằng khi thu = chi

#### 10.1.4.1.3. Chuyển dịch đơn phương

Bao gồm các khoản mục xuất ra một chiều mà không đòi hỏi trả lại như quà biếu từ nước ngoài cho trong nước, viện trợ không hoàn lại ..., hoặc ngược lại. Các khoản chuyển dịch đơn phương này diễn ra giữa các gia đình, cho đến các công ty và các chính phủ. Lấy các khoản nhận trừ đi khoản chi ta sẽ có giá trị ròng của tài khoản chuyển dịch đơn phương (Unilateral transfers account) cũng có thể là âm hoặc dương. Nó âm khi trong nước cho và viện trợ nhiều hơn nhận của nước ngoài và ngược lại.

Năm 1994 nước Đức thâm hụt 61,4 tỷ DM. Năm 1995 là 58 tỷ DM trong tài khoản này.

Nói tóm tắt, cán cân tài khoản vãng lai chỉ ra các luồng dịch chuyển thông dụng về hàng hóa và dịch vụ giữa một quốc gia bất kỳ có cán cân nói trên với thế giới. Khi cán cân tài khoản vãng lai này thâm hụt, nó chỉ cho người đọc một sự kiện đơn giản mà quan trọng là quốc gia đó đang tiêu dùng sản phẩm, dịch vụ do thế giới làm ra, nhiều hơn số sản phẩm, dịch vụ mà nó có thể cung cấp cho thế giới. Nghĩa là nó phải nợ nước ngoài. Nợ này hoặc sẽ làm giảm tài khoản ròng của nó (như vàng và ngoại tệ đang dự trữ, tài nguyên quốc gia khác ...) do phải chuyển đi để trả nợ. Hoặc nợ này sẽ làm tăng thêm khoản nợ đã có của nó đối với thế giới.

Ngược lại, khi cán cân tài khoản vãng lai thặng dư, nó chỉ cho biết quốc gia đã cung cấp cho thế giới bên ngoài nhiều hàng hoá, dịch vụ hơn tiêu dùng của thế giới. Sự thặng dư sẽ dẫn đến việc thế giới bên ngoài nợ thêm đối với trong nước dù dưới bất kỳ hình thức nào: ghi nợ hoặc trả nợ bằng ngoại tệ (vì ngoại tệ cũng là giấy nợ), hay giảm bớt nợ cũ của quốc gia đối với thế giới.

#### 10.1.4.2. Tài khoản vốn

Có nơi còn gọi tài khoản vốn (Capital account) là tài khoản chuyển nhượng vốn (Capital-transfer account). Tài khoản vốn phản ánh 2 sự kiện:

- Quốc gia bán tài sản các loại như: cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản... của cả trong nước lẫn ngoài nước cho nước ngoài.

- Quốc gia mua các loại tài sản như trên từ nước ngoài.

Có 2 trường hợp xảy ra:

Thứ nhất: Nếu quốc gia bán nhiều hơn mua, lúc đó tư bản, vốn từ nước ngoài tràn vào trong nước (inflow) để thanh toán. Người ta gọi đây là tình trạng thặng dư tài khoản vốn (capital account surplus).

Thứ hai: Nếu quốc gia mua tài sản ở nước ngoài nhiều hơn tổng giá trị tài sản trong nước đã đem bán, vốn sẽ chảy ra nước ngoài (outflow) để thanh toán khoản mua. Người ta gọi đây là tình trạng tài khoản vốn thâm hụt (capital account deficit). Khoản thâm hụt sẽ đúng bằng độ chênh lệch giữa tổng giá trị mua và tổng giá trị bán.

Có một câu hỏi đặt ra là ai mua và ai bán các loại tài sản này. Câu trả lời sẽ là tất cả thành phần trong và ngoài nước từ nhân dân, các hộ gia đình cho đến chính phủ. Chính phủ mua thêm một mảnh đất ở nước ngoài để mở thêm lãnh sự quán, các công ty mua đất, văn phòng để mở đại diện, hoặc mua cổ phiếu, trái phiếu ở nước ngoài..., nhân dân cũng có thể làm tương tự. Đó là mua cũng có nghĩa là đầu tư ra nước ngoài. Và bán là khi chính phủ, các công ty, gia đình bán đất đai, nhà cửa, trái phiếu, cổ phiếu trong nước (và kể cả nước ngoài) cho các chủ thể ngoài lãnh thổ. Trong trường hợp này, chủ thể nước ngoài đầu tư vào trong

nước. Tổng giá trị bán trừ đi tổng giá trị mua sẽ thể hiện tình trạng thâm hụt hay thặng dư của tài khoản vốn.

Điều quan trọng nhất ở đây là mối quan hệ giữa cán cân tài khoản vãng lai và tài khoản vốn. Đứng trên phương diện lý thuyết, khi chưa có sự can thiệp của NHTW và chính quyền, thì:

$$\text{Tài khoản vãng lai} + \text{Tài khoản vốn} = 0$$

Diễn tả cách khác, ta sẽ có:

Thặng dư trong tài khoản vãng lai:

+ Thâm hụt tài khoản vốn

+ Khoản tăng thêm về tài sản ở nước ngoài

Điều đó có nghĩa là khi một quốc gia có thặng dư về cán cân thanh toán vãng lai, tình trạng thặng dư đó cho biết nhiều bộ phận tài sản của nó đã ra nước ngoài (hoặc đang nằm ở nước ngoài) để đổi lại các dạng tài sản của nước ngoài như phiếu nợ, bất động sản... nó trở thành chủ thể cho vay đối với thế giới.

Ngược lại khi cán cân tài khoản vãng lai (hiện hành) thâm hụt điều đó nghĩa là quốc gia mua và nhận hàng hóa dịch vụ của nước ngoài nhiều hơn là bán, cung cấp cho họ. Quốc gia đã mắc nợ thêm, giải quyết nợ nần bằng cách nào? Có nhiều cách (1) Bán bất động sản, tài sản khác, trái phiếu... (2) Trả bằng tiền. Trong nhiều thập niên trước đây, cán cân tài khoản thông thường giữa Nhật và Mỹ liên tục thâm hụt về phía Mỹ. Mỹ phải thanh toán nợ cho Nhật bằng USD, tức là trái phiếu. Tài sản của Mỹ chảy về Nhật. Người Nhật sở hữu USD cùng chằng khác nào sở hữu tài sản trên đất Mỹ, vì USD có thể đổi được các loại tài sản này. Như vậy:

$$\begin{array}{ccc} \text{Thâm hụt của} & & \text{Thặng dư tài khoản vốn hay} \\ \text{tài khoản vãng lai} & = & \text{sự giảm đi của tài sản} \\ & & \text{quốc gia sở hữu ở nước ngoài} \end{array}$$

Trên thực tế, thặng dư tài khoản vãng lai nghĩa là có nhiều tư bản, hàng hóa, dịch vụ đã ra nước ngoài (inflow). Như vậy, nước ngoài như thế sẽ nợ trong nước và sự biểu hiện của nợ này là các loại tài sản hoặc trái phiếu mà quốc gia sở hữu được thêm ở nước ngoài do việc trả nợ của họ. Như vậy, thặng dư tài khoản vãng lai có nghĩa là vốn chảy ra nước ngoài để đổi lấy tài sản khác. Cán cân tài khoản vốn sẽ thâm hụt. Ngược lại, là khi tài khoản vãng lai thâm hụt, tư bản, vốn nước ngoài lại chảy vào trong nước. Tài khoản vốn thặng dư cho biết lượng tài sản trong nước đang bị nước ngoài chiếm hữu tăng lên.

Theo nguyên tắc chung, tài khoản vãng lai cộng với những sai sót và không chính xác của thống kê phải bằng tài khoản vốn. Bảng 10.2 dưới đây cho thấy rằng tổng giá trị trong cán cân tài khoản vãng lai (dòng đầu) trong cơ cấu cán cân thanh toán năm 1994 và 1995 của nước Pháp, luôn luôn có số liệu chính xác bằng tài khoản vốn, bao gồm chuyển dịch tài chính và vốn ròng (dòng 8 và 9) cộng với sai sót và không chính xác (dòng 7). Có trường hợp nào tổng gộp tài khoản thông thường không cân đối với tài khoản vốn không? Câu trả lời là có và không những thế, nó rất thường xảy ra. Vì sự chuyển dịch vốn cộng với sai sót có khi cao hơn hoặc thấp hơn tài khoản vãng lai. Cho nên mới xuất hiện một bộ phận mới trong cơ cấu cán cân thanh toán. Đó là sự can thiệp của NHTW và chính phủ để thiết lập sự thăng bằng trong thanh toán.

#### **10.1.4.3. Cán cân thanh toán cân đối**

Cán cân thanh toán cân đối, chỉ ra khoảng trống của cơ cấu thanh toán cần được nhà nước hoặc NHTW quyết toán sau những khoảng thời gian khá dài. Đó là lý do nó còn có tên gọi là cán cân thanh toán chính thức (official settlements balance).

Khoảng trống trong cơ cấu thanh toán xuất hiện khi sự chuyển dịch trong tài khoản vốn dưới các hình thức cùng với sai sót, không trùng với cán cân tài khoản vãng lai. Vai trò điều phối của NHTW và chính phủ xuất hiện khi nó thực hiện việc chuyển nhượng dự trữ để bù vào khoảng trống.

**Bảng 10.2: Cơ cấu cán cân thanh toán của nước Pháp 1994 - 1995**  
 (Triệu FRF)

Cơ cấu cán cân thanh toán	Năm 1994	Năm 1995
TÀI KHOẢN VĂNG LAI (HIỆN HÀNH)	44.887	85.232
Trong đó:	44.234	57.117
1) Hàng hoá	73.786	72.580
2) Dịch vụ	29.051	17.903
3) Hàng hoá và dịch vụ khác	147.071	147.600
5) Thu nhập và tiền lãi	-46.200	-21.331
6) Chuyển nhượng thông thường	-55.984	-41.037
7) SAI SÓT VÀ KHÔNG CHÍNH XÁC	22.817	10.765
TÀI KHOẢN VỐN	-25.181	-880
8) Vốn ròng		
9) Chuyển dịch tài chính	-42.523	-95.117
Trong đó:	-36.110	20.416
10) Đầu tư trực tiếp		
- Pháp đầu tư ra nước ngoài	-127.186	-89.357
- Nước ngoài đầu tư vào Pháp	91.r076	109.773
11) Đầu tư tài chính	-282.523	19.880
- Có	-128.974	-65.567
- Nợ	-153.549	85.447
12) Các khoản đầu tư khác	289.615	-131.766
- Có	155.256	-195.847
- Nợ	134.359	64.081
13) Tổng dự trữ chuyển nhượng	-13.505	-3.647

*Nguồn: Banque de France - Bulletin digest № 28 - April 1996. P15*

Sai sót và không chính xác là đại lượng có thể dương hoặc âm. Nó dương khi có những khoản chảy vào của ngoại tệ vô hình hoặc không thuyết minh được, hoặc không thể thuyết minh được. Chẳng hạn như sự lên giá tiền tệ, các khoản thu bí mật của chính phủ... Nó âm trong sai sót khi tính toán, hoặc tiền mất giá... Tổng hợp tài khoản vốn và sai sót so sánh với giá trị của tài khoản vãng lai sẽ chỉ ra kết quả trong cán cân thanh toán cân đối. Kết quả này nếu mang dấu trừ (-) quốc gia đó nợ nước ngoài và phải chuyển nhượng dự trữ để trả nợ. Nếu kết quả có dấu cộng (+) quốc gia có thặng dư tài sản tại phần còn lại của thế giới, và sẽ nhận được sự chuyển nhượng dự trữ quốc gia từ các NHTW khác.

Bảng 10.3 cho thấy tình hình cán cân tài khoản thanh toán của Hoa Kỳ từ năm 1960 đến năm 1990. Lưu ý rằng cán cân tài khoản mở từ cán cân tài khoản vãng lai (dòng 1) cộng với tài khoản vốn (dòng 2), cộng sai sót và không chính xác (dòng 3) chỉ ra cán cân thanh toán cân đối (dòng 4). Nói khác đi, tổng tài khoản vốn và sai sót (dòng 2 + 3) trừ đi cán cân tài khoản mở (dòng 1) cũng sẽ cho biết khối lượng tư bản mà NHTW cần chuyển dịch để thực hiện việc cân đối thanh toán với bên ngoài.

Dòng 5 phản ánh về tình hình dự trữ của Mỹ trong cơ cấu thanh toán nói trên. Năm 1960, tài khoản vốn (dòng 2) cộng sai sót (dòng 3) trừ cho tài khoản vãng lai (dòng 1) cho biết, để cân đối, nước Mỹ còn nợ thế giới 3,6 tỷ USD. Kết quả là nó phải: (1) Chuyển nhượng dự trữ tại WB hoặc IMF để thanh toán cho bên ngoài, hoặc (2) vay nợ hay nhận nợ là thiếu 3,6 tỷ USD với các NHTW khác trên thế giới để thiết lập cân bằng.

**Bảng 10.3: Cơ cấu tài khoản thanh toán của Hoa Kỳ (1960 - 1990)**

Cơ cấu tài khoản thanh toán	Năm	Tỷ USD							
		1960	1965	1970	1975	1980	1985	1989	1990
Cán cân tài khoản mở	2.8	5.4	2.3	18.1	0.4	-116.4	-106.3	-92.1	
Cộng tài khoản chuyển nhượng tư bản	-5.4	-6.3	-12.4	-30.2	-38.5	103.5	104.6	-1.7	
Cộng sai sót và không chính xác	-1.0	-0.5	-0.2	5.9	29.5	17.9	18.4	63.5	
Bằng cán cân thanh toán cân đối	-3.6	-1.4	-10.3	-6.2	-8.6	5.0	16.7	-30.3	
Chuyển nhượng dự trữ	3.6	1.4	9.4	6.2	8.6	-5.9	-17.0	28.6	

*Nguồn: Federal reserve bulletin - from 1960 to 1995*

Năm 1985 tài khoản vốn cộng sai sót trừ cho tài khoản mở của Mỹ xuất hiện thặng dư 5 tỷ USD, nghĩa là lượng vốn thực sự nó chuyển ra nước ngoài (hoặc nước ngoài nợ nó) cao hơn lượng tài sản nó nợ nước ngoài trong tài khoản vãng lai. Nhờ vậy, chuyển nhượng dự trữ của nó âm, nghĩa là thặng dư thêm về dự trữ.

Cần lưu ý rằng sự diễn giải tóm tắt cơ cấu cán cân thanh toán của Hoa Kỳ trong bảng nói trên, so với tình hình cán cân thanh toán của Pháp trong bảng 10.2 không có gì khác. Dòng 13 của bảng 10.2 chính là dòng phản ánh về chuyển nhượng dự trữ. Chính vì đã có sự thay đổi trong dự trữ rồi, cho nên gộp chung sự thay đổi đó vào trong tài khoản vốn cộng nó với sai sót sẽ bằng tài khoản vãng lai. Chúng ta cũng có thể trắc nghiệm trở lại tính cân đối này bằng việc lấy dòng 2 cộng cho dòng 3 và dòng 5 để tìm thấy kết quả không đổi ở dòng 1 trong bảng 10.3

#### **10.1.4.4. Các hình thức chuyển nhượng dự trữ**

Khi cán cân thanh toán cân đối xuất hiện số dương (+), dự trữ và tài sản của quốc gia được tăng thêm, vì nó cung ứng và sở hữu nhiều tài sản đối với thế giới bên ngoài hơn là nó tiêu dùng, hoặc nợ nần sản phẩm, tài sản của nước ngoài. Nhưng khi số âm (-) xuất hiện, về mặt tổng thể, đất nước đó nợ thế giới bên ngoài, bởi vì nó đã tiêu dùng sản phẩm hoặc vay nợ những giá trị nhiều hơn là nó cung ứng hoặc cho vay.

Đối với trường hợp sau, quốc gia nói trên phải có biện pháp trả nợ để làm thăng bằng cán cân thanh toán. Các phương thức phổ biến nhất là:

- a) Trực tiếp chuyển dự trữ vàng, ngoại tệ tại WB hoặc IMF để trả nợ.
- b) Dùng SDRs trả nợ.
- c) Làm hợp đồng hoặc thỏa thuận vay của NHTW các nước chủ nợ về khoản nợ nói trên. Đưa nó vào loại vốn vay, chịu trả lãi.
- d) Vay của NHTW hoặc của chính phủ nước X để trả nợ cho chủ nợ nước Y.

Dù trả ngay bằng dự trữ của mình hay là vay để trả thì cũng làm cho dự trữ thuần tịnh của quốc gia phải sụt giảm. Cho nên, thực chất vẫn là chuyển nhượng dự trữ. Tuy vậy, tùy theo tình hình thực tế vào một thời điểm, cả 4 cách nói trên đều có thể được các quốc gia áp dụng. Bảng 10.4 cho biết, từ năm 1960 đến 1990, Hoa Kỳ chỉ dùng SDRs trả nợ 1 lần duy nhất (1,2 tỷ USD) vào năm 1980. Tất cả các lần khác nợ gần như chỉ dựa vào việc vay nợ của nước này cho nước kia là chính. Một lần nữa là năm 1985 nó không vay mà trả được 2 tỷ USD. Vay nợ để trả nợ làm cho nó không những không giảm dự trữ mà còn liên tục tăng thêm (dòng 2).

**Bảng 10.4: Các hình thức chuyển nhượng dự trữ để trả nợ nhằm làm thăng bằng cán cân thanh toán của Hoa Kỳ**

(Tỷ USD)

Năm Hình thức chuyển nhượng	1975	1976	1977	1980	1982	1985	1989	1990
Dự trữ cần phải chuyển nhượng để trả nợ	-6.2	-15.1	-36.4	-8.6	-1.8	5.0	16.7	-30.3
1) Chuyển nhượng thực sự (+), không chuyển nhượng (-)	-0.8	-2.6	-0.4	-8.1	-0.5	-3.9	-25.3	-2.2
2) Dùng SDRs để trả	00	00	00	1.2	00	00	00	00
3) Vay nợ của các nước khác	7.0	17.7	36.8	15.6	3.1	-2.0	8.3	30.7
Tổng cộng	6.2	15.1	36.4	8.7	-1.9	-5.9	-17.0	28.6

*Nguồn: Economic indicators and Federal reserve Bulletin*

## 10.2. TÀI KHOẢN ĐẦU TƯ LIÊN QUỐC GIA

Đầu tư liên quốc gia thực ra là những hạng mục phổ biến của tài khoản vốn (capital account) mà chúng ta vừa phân tích. Nhưng vì trong những năm gần đây loại chuyển dịch tư bản này phát triển rất mạnh mẽ do sự cộng hưởng của nhu cầu, đã làm cho người ta có khuynh hướng xem đầu tư liên quốc gia như là một bộ phận độc lập trong cán cân thanh toán. Các nước đã phát triển thì ngày càng có nhu cầu mở rộng khối lượng đầu tư ra nước ngoài hơn, một mặt vì muốn sử dụng lao động rẻ, phát triển các nguồn tài nguyên còn đầy đủ và phong phú tại các nước đang phát triển. Mặt khác, là tìm cách tiết kiệm tài nguyên trong nước để liên tục mở rộng đường giới hạn về sản lượng tiềm năng ra xa trong tương lai.

Các nước đang phát triển và những nước nghèo thi cũng rất có nhu cầu thu hút đầu tư nước ngoài. Bởi lẽ vốn, thiết bị, khoa học và công nghệ là những yếu tố vô cùng cần thiết cho công cuộc công nghiệp hóa và hiện đại hóa đất nước của họ. Chính cả 2 nhu cầu nói trên đã thúc đẩy đầu tư liên quốc gia trên thế giới bùng nổ rất nhanh trong vòng 3 thập niên vừa qua.

Đứng trên giác độ phân tích, đầu tư liên quốc gia như một bộ phận của cán cân thanh toán, đầu tư liên quốc gia có khi được nhập chung vào tài khoản vốn (như trường hợp Hoa Kỳ), có khi nó được tách riêng ra thành một bộ phận như cách làm của Pháp (bảng 10.2) và Đức (Bảng 10.5). Dù nằm chung trong tài khoản vốn hay độc lập như một bộ phận riêng biệt trong cán cân thanh toán, đầu tư liên quốc gia vẫn thường bao gồm 4 thành phần chi tiết. Đó là:

### 10.2.1. Đầu tư trực tiếp

Đầu tư nước ngoài trực tiếp (Foreign - Direct investment) hay FDI trong cán cân thanh toán có 2 bộ phận: (1) Đầu tư trong nước ra nước ngoài và (2) Đầu tư của nước ngoài vào trong nước. Với trường hợp 1, vốn được chuyển ra (outflow) để mua sắm tài sản ngoài nước. Cho nên, khoản mục này trong cán cân thanh toán mang dấu trừ (-) (xem dòng 2 khoản 10 của bảng 10.2). Ngược lại, với trường hợp 2, tư bản, vốn chuyển từ ngoài nước vào trong nước để mua sắm đất đai, xây dựng nhà xưởng, văn phòng, cửa hàng, thuê mướn công nhân... dưới dạng người nước ngoài trực tiếp bỏ tiền vào để làm ăn trong nước. Tư bản chảy vào (inflow). Cho nên, trong cơ cấu thanh toán, khoản này mang dấu cộng (+).

Bù trừ hai khoản nói trên sẽ thể hiện đầu tư ròng liên quốc gia của khoản mục FDI. Nếu quốc gia đầu tư ra nước ngoài nhiều hơn là người nước ngoài đầu tư vào trong nước, FDI trong cán cân thanh toán sẽ mang dấu trừ (-), chỉ ra lượng tư bản chuyển ra lớn hơn chuyển vào. Thí dụ như năm 1994, FDI ròng của Pháp là -36,11 tỷ FRF. Đây là hiệu số giữa lượng

đầu tư ra nước ngoài của Pháp (-127,186 tỷ FRF) với lượng giá trị người nước ngoài đầu tư vào Pháp trong cùng năm nói trên (+91,076 tỷ FRF). Năm 1995, FDI ròng của quốc gia này lại trở thành +20,416 tỷ FRF, có nghĩa vào năm đó, đầu tư của người nước ngoài vào Pháp lớn hơn nó đầu tư ra nước ngoài.

Đầu tư trực tiếp là con số tổng hợp của lượng đầu tư từ các cá nhân, hộ gia đình, công ty, và cả nhà nước. Loại đầu tư này bao giờ cũng là đầu tư dài hạn, từ 1 năm trở lên đến cả 40, 50 năm. Đầu tư trực tiếp nước ngoài thường chiếm từ 10% cho đến 100% vốn của công trình bằng tiền của nhà đầu tư. Hầu hết lý do của đầu tư nước ngoài đều có thể quy về 4 yếu tố. Đó là (1) Lao động có chi phí thấp, (2) Nguồn nguyên liệu thô nhiều, (3) Có thị trường tiêu thụ và (4) Hỗ trợ phát triển. Ba lý do đầu là phổ biến nhất. Với những nước đang phát triển và đang công nghiệp hóa, thâm hụt về thương mại (nhập khẩu lớn hơn xuất khẩu) nói riêng, thâm hụt trong cán cân tài khoản thông thường nói chung, thường là mang hình thức thặng dư về đầu tư trực tiếp. Bởi lý do đơn giản là chính đầu tư trực tiếp của nước ngoài tăng (capital inflow) mới kéo theo việc tăng nhập khẩu máy móc, thiết bị, dịch vụ công nghệ và nguyên liệu cơ bản... để phục vụ việc xây dựng các nhà máy, xí nghiệp, công trình mới. Và điều này là nguyên nhân quan trọng dẫn tới thâm hụt thương mại.

### **10.2.2. Đầu tư theo danh mục**

Nếu đầu tư trực tiếp (direct investment) là hoạt động sản sinh ra các công trình vật chất như: nhà máy, xí nghiệp, công ty, văn phòng làm việc, và các loại hình sản xuất hữu thể khác, thì trái ngược, đầu tư theo danh mục hay đầu tư tài chính (Portfolio investment), là các loại đầu tư của người trong nước ra nước ngoài, hoặc của người nước ngoài vào trong nước dưới hình thức mua cổ phiếu, trái phiếu hoặc chứng khoán khác...

Đầu tư theo danh mục hay đầu tư tài chính cũng là những khoản đầu tư dài hạn, thông thường hơn một năm trở lên. Với những nước có thị trường tài chính phát triển tốt như các nước công nghiệp như Hàn Quốc, Đài Loan, HongKong, Singapore, ThaiLand..., các nhà kinh doanh nước ngoài đầu tư vào hình thức này rất phổ biến. Năm 1993, đầu tư vào trái phiếu và cổ phiếu của người nước ngoài vào Đức, sau khi trừ đi lượng đầu tư của người Đức ra nước ngoài cũng bằng cổ phiếu và trái phiếu, đã lên đến con số ròng là 198 tỷ DM. Năm 1994, con số này là - 6,3 tỷ, nhưng đến 1995 nó lại vọt lên 58,6 tỷ DM. Xuất phát từ hệ quả của việc thâm hụt trong cán cân tài khoản vãng lai, sự thặng dư của dịch vụ do người nước ngoài cung cấp cho Đức đã được chuyển thành sở hữu cổ phiếu và trái phiếu do nước này phát ra (bảng 10.5).

Cần lưu ý rằng, với các nước đang phát triển, đầu tư trực tiếp lớn hơn đầu tư tài chính nhiều lần, phản ánh xu thế cần tài sản và cơ sở sản xuất vật chất để công nghiệp hóa và bành trướng sản lượng quốc gia. Ngược lại, những nước càng phát triển hoặc đã phát triển cao hơn, đầu tư tài chính lớn hơn nhiều lần đầu tư trực tiếp. Bảng 10.2 cho thấy năm 1994, đầu tư tài chính lớn gấp 8 lần đầu tư trực tiếp tại Pháp. Điều này chỉ ra khuynh hướng đi vào phát triển các ngành công nghiệp, dịch vụ, tài chính, ngân hàng... ngày càng thăng thế trong tâm lý của cả người dân và chính quyền.

Đầu tư tài chính tạo nên các luồng chu chuyển tư bản liên ngân hàng rất khồng lồ trên toàn thế giới mỗi ngày, từ bản từ New York, Trung Đông chảy qua Frankfurt, London, Paris, Tokyo, Hongkong và ngược lại, tạo cho hoạt động thanh toán quốc tế thêm đa dạng và xóa đi biên giới của tài sản, vốn, tồn tại vì sự khác biệt giữa các đồng tiền của quốc gia.

### **10.2.3. Chuyển vốn ngắn hạn**

Các luồng dịch chuyển ra (outflow), vào (inflow) của vốn ngắn hạn (short-term capital transactions) giữa một nước với các nước khác trên thế giới cũng là một hình thức của đầu tư liên quốc gia. Nó bao gồm:

- Cho vay và vay ngắn hạn trên thị trường tiền tệ thế giới.
- Tiền gửi của người nước ngoài trong các ngân hàng

- Lợi nhuận hoặc lãi chuyển ra (đối với đầu tư của trong nước ra nước ngoài).
- Tiền chuyển ra nước ngoài và ngược lại để thanh toán cho các hợp đồng xuất nhập khẩu, hoặc để bảo lãnh hợp đồng, thanh toán bảo hiểm, phí vận chuyển, dịch vụ khác...
- Các khoản phải hoàn lại, các khoản bù trừ trong thương mại, các khoản được chia...

Vốn ngắn hạn chuyển ra (-) hoặc chuyển vào (+) cũng được phân loại trong nội bộ của chúng thành ngắn hạn (từ 24 giờ cho đến vài tuần) hoặc dài hạn từ 1 tháng đến 1 năm. Vay mượn dự trữ quốc tế, ký quỹ để đảm bảo hợp đồng... là những hình thức khác của chuyển vốn ngắn hạn. Bảng 10.5 cho chúng ta thấy năm 1994 chuyển vốn ngắn hạn của cả nước Đức là +130,6 tỷ DM. Năm 1995 con số này là +55,5 tỷ DM.

#### **10.2.4. Các hình thức đầu tư khác**

Chuyển tiền ra nước ngoài, hoặc từ nước ngoài vào trong nước bởi một chủ thể nước ngoài, để mua bản quyền, bằng phát minh, sáng chế, công nghệ mới là một dạng của đầu tư. Cấp tiền cho các nhà khoa học nước ngoài nghiên cứu để một vài năm sau độc quyền công trình của họ, viện trợ kỹ thuật, tài chính, quân sự có hoàn lại, chi phí cho việc thu thập thông tin đào tạo, cấp học bổng, hợp tác quốc tế... cũng thuộc nhóm này.

Quốc gia nào cũng có và cũng nhận các khoản đầu tư này từ nước ngoài. Nước Đức năm 1992 đầu tư linh tinh là -2,8 tỷ DM, các năm 1993, 1994, 1995 lần lượt là -2,6; -1,7; và -4,3 tỷ DM. Nghĩa là nó liên tục chi tiền (outflow) ra nước ngoài để đầu tư về những mục tiêu nói trên nhiều hơn là nước ngoài thực hiện trên nước Đức.

### **10.3. CÁC KHOẢN SAI SÓT VÀ KHÔNG CHÍNH XÁC**

Đây là một hạng mục lớn của cán cân thanh toán. Nhìn lại bảng III12, dòng 3, các bạn sẽ thấy rằng sai sót và không chính xác (Errors and Omissions) của Hoa Kỳ năm 1960 là -1 tỷ USD. Năm 1970 chỉ có -0,2 tỷ. Năm 1975 là +5,9 tỷ USD. Năm 1990 đến 63,5 tỷ USD. Vì sao có sự sai sót và không chính xác đến mức như vậy?

Vấn đề không phải thống kê tồi. Vấn đề là mỗi quốc gia, luôn luôn có những hoạt động chuyển tiền ra hoặc công việc không tiện kề ra. Đó là lý do nhiều nhà báo soi mói ở Phương Tây, còn gọi hạng mục này trong cán cân thanh toán là những khoản thanh toán bí mật (Mystery Payments). Cũng có một vài nước gọi hạng mục này khác đi như: Các khoản không nhất quán (discrepancy) hoặc các khoản sai sót thống kê, hay cán cân của những chuyển dịch không phân loại được (balance of unclassifiable transactions) như trường hợp của Đức, ... Dù gọi tên bằng cách nào, đây vẫn là một khoản:

- Luôn luôn tồn tại trong các cán cân thanh toán quốc tế.
- Không liệt kê công khai được.
- Và thường là các thanh toán của khu vực chính quyền.

Những khoản thanh toán cho sự trợ giúp, cố vấn, ủng hộ về chính trị và quân sự thường đem lại những nguồn chuyển ra hoặc chuyển vào rất lớn. Nhưng khó có chính phủ nào có thể công khai các khoản mục nói trên. Bởi lẽ, các hoạt động bí mật về quân sự, tình báo và chính trị ở nước ngoài là những điều không thể tiết lộ vì bất kỳ lý do gì. Richard F.Janssen trong Wall Street Journal ngày 29 tháng 7 năm 1980 đã cho rằng những nổi loạn ở Iran, Ả-rập-xê-út từ năm 1978 đến 1980 và sự can thiệp vừa công khai vừa ngầm ngầm của Mỹ, đã làm cho có những khoản thanh toán rất khổng lồ chảy vào Hoa Kỳ. Do vậy sai sót và không chính xác trong cán cân thanh toán của nước Mỹ năm 1975 là 5,9 tỷ USD, đến năm 1980 nó lên đến 29,5 tỷ USD.

Một lần nữa, khủng hoảng vùng Vịnh 1989 - 1990 và tất cả các hoạt động quân sự, tình báo và chính trị của Mỹ để ủng hộ Kuwait đã được trả giá xứng đáng. Người ta cho rằng sau khi trừ đi các khoản tiền phải thanh toán cho nước ngoài (outflow), các khoản không chính xác còn lại mà nước Mỹ nhận được từ nước ngoài - các khoản không thể kê khai - đã

làm cho hạng mục này vượt lên thặng dư 63,5 tỷ USD. Trong con số nói trên, phần thanh toán của Kuwaitt cho Hoa Kỳ là bộ phận lớn nhất.

Viện trợ bí mật (hoặc nhận viện trợ bí mật) về quân sự, công nghệ quốc phòng và tin tức tình báo cần thiết về quân sự, chính trị, kinh tế cũng tạo ra các khoản thanh toán lớn giữa các quốc gia. Bởi vì khoản phải chi của một bên luôn luôn sẽ là khoản được nhận bên kia. Cho nên, thanh toán loại này có thể không được công khai, nhưng nó là điều khó giấu vì quá trình thanh toán bao giờ cũng phải qua các ngân hàng. Để ổn định dư luận, các nước Châu Âu, Bắc Mỹ phải liệt nó vào khoản mục không chính xác và sai sót.

Lãi suất phải trả cho nước ngoài không phải từ đầu tư mà ra, cũng thuộc hạng mục này. Một công dân của nước A làm một số điều tốt cho một vài công dân của nước B. Để trả ơn ông ta, các công dân nước B mở cho ông một tài khoản tại nước của họ và chuyển vào đấy một số tiền. Ông A không chuyển qua nước B một đồng vốn nào để đầu tư vào ngân hàng. Thế nhưng, hàng năm, ngân hàng nước B vẫn đều đặn chuyển tiền lãi qua nước A cho ông ta. Tiền lãi này không thuộc khoản mục đầu tư nước ngoài. Nó thuộc về “sai sót và không chính xác”.

Buôn bán hoặc đầu cơ ngoại tệ ở cấp NHTW hoặc chính phủ cũng tạo ra nhiều khoản thanh toán có dạng tương tự. Nếu NHTW đầu cơ ngoại tệ bị lỗ, sẽ phải thuyết minh bằng cách nào cho khoản chi ra của tiền đền bù? Những thất bại như vậy không thể công khai, và vì thế, ngay cả khi nó thắng lợi, thu được những khoản lãi lớn, nó cũng không thể kê khai. Nhét tất cả các khoản lỗ (outflow) hoặc lãi (inflow) trong các loại giao dịch quốc tế nói trên vào “sai sót và không chính xác” là biện pháp thường sách. Richard F.Janssen còn nói rằng ở Âu Mỹ hiện nay, các khoản thanh toán qua ngân hàng giữa các nhóm tội phạm, buôn ma túy liên quốc gia, buôn vũ khí... cũng làm phát sinh những luồng tiền ra và vào ở các nước với số lượng rất lớn. Tuy nhiên, dẫu có phát hiện được sau này, các NHTW hoặc chính phủ cũng khó mà thừa nhận hoặc công khai, thì đành phải đưa vào “sai sót và không chính xác”.

Ngoài ra, biến động của giá cả quốc tế về ngoại tệ, vàng, dầu lửa... cũng làm cho tài khoản vốn trở thành thặng dư hoặc thâm hụt. OECD đã tổng kết rằng cuộc khủng hoảng giá dầu thế giới lần II (Mùa thu 1978 ) đã làm cho các nước trữ nhiều dầu và OPEC lãi 114 tỷ USD. Các nước công nghiệp thâm hụt thương mại 81 tỷ. Các nước đang phát triển không phải là quốc gia xuất khẩu dầu thâm hụt thanh toán 49 tỷ USD. Tất cả những nước còn lại (ngoại trừ các nước bán dầu) thâm hụt 12 tỷ USD. Những sự cố thêm hoặc bị mất đi trong giá trị vô hình vì tình hình lên giá như vậy, cũng chỉ có thể nhét vào “sai sót và không chính xác”.

Cuối cùng, dĩ nhiên không thể loại trừ sự sai sót và không chính xác thực sự của thống kê. Nhiều khoản tiền chuyển ra hoặc chuyển vào trong nước cũng có thể bị bỏ sót, thất lạc, hoặc bị tính đến hai, ba lần, lạc hoặc thiếu thông tin... cũng là những nguyên nhân không phải hiếm để có thể tạo ra việc tăng thêm tư bản chuyển dịch ra nước ngoài hoặc từ nước ngoài vào trong nước.

Tóm lại, “sai sót và không chính xác” tồn tại ở trong bảng cân đối thanh toán ở mọi nước. Chỉ có sự khác nhau về số lượng mà thôi. Hầu hết sai sót và không chính xác trong thanh toán quốc tế là từ các khoản không thể công khai. Chúng ta không nên vội vàng cho là nó không hợp pháp. Có khoản hợp pháp, có khoản không. Nó tựa như việc hai ông chồng đưa tiền cho nhau mà giấu vợ và gia đình. Hoặc các cá nhân (trong cùng một nước) đưa tiền riêng cho nhau vì tình cảm, vì các lý do khác không thể nói được. Ở đây quốc gia trở thành các cá nhân trong nền kinh tế tổng thể là cả thế giới.

Bảng 10.5: Cán cân thanh toán của nước Đức qua 4 năm 1992 - 1995

(Tỷ DM)

Số liệu	Năm	1992	1993	1994	1995
I. Current account		-33.5	-26.9	-34.3	-24.9
1. Goods		+41.4	+65.7	+80.0	+98.0
Exports (f.o.b)		671.6	632.7	696.0	732.6
Imports (f.o.b)		630.2	567.0	616.0	634.6
2. Services		-42.5	-52.1	-61.2	-62.9
(of which) Foreign travel		-39.9	-44.9	-49.7	-50.5
3. Factor income		+22.5	+17.8	+8.2	-2.0
(of which) Investment income		+26.3	+22.6	+12.9	+2.4
4. Current transfers		-54.9	-58.3	-61.4	-58.0
(of which) Net contributions to the EC budget		-24.7	-26.7	-31.0	-29.1
Other official current transfers to nonresidents (net)		-13.6	-14.2	-12.7	-10.8
II. Capital transfers		+0.9	+0.8	+0.3	-0.9
III. Financial account (capital exports: -)		+92.2	+13.4	+59.0	+55.8
1. Direct investment		-26.3	-22.4	-25.9	-37.1
2. Portfolio investment		+46.9	+182.4	-43.9	+41.8
Equities		-5.8	+0.3	-11.0	+0.7
Investment fund certificates		-61.0	-14.7	-17.3	-2.4
Bonds and notes		+113.2	+198.0	-6.3	+58.6
German investment abroad (increase:-)		-7.7	-12.5	-27.4	-24.3
Foreign investment in Germany (increase:+)		+121.0	+210.5	+21.1	+82.8
Other portfolio investment		+0.5	-1.2	-9.3	-15.1
3. Credit transactions		+74.4	-144.0	+130.6	+55.5
Credit institutions		+81.0	-87.6	+141.7	+43.3
Long - term		+13.9	+12.0	+15.9	+39.8
Short - term		+67.1	-99.7	+125.8	+3.6
Enterprises and individuals		+5.4	-51.1	-17.6	+17.5
Public authorities		-12.1	-5.3	+6.5	-5.4
4. Other investment		-2.8	-2.6	-1.7	-4.3
IV. Balance of unclassifiable transactions		+9.1	-23.0	-12.7	-12.3
V. Change in the Bundesbank's net external assets at transaction values (increase:+)		+68.7	-35.8	+12.2	+17.8
Memorandum item					
Change in the Bundesbank's net external assets at balance sheet rate (increase:+)		+62.4	-34.2	+8.6	+15.1

Nguồn: Deutsche Bundesbank Annual report 1995 - P51

Bảng 10.5 là cán cân thanh toán của nước Đức những năm gần đây sau thống nhất. Để chúng ta làm quen và nhớ lại toàn bộ cơ cấu trình bày của bảng thanh toán và chuyển nhượng quốc tế, cùng các thuật ngữ thông dụng của nó, chúng tôi đưa ra nguyên văn bản này. Vì ngày nay, rất nhiều từ tiếng Anh (nhất là từ chuyên môn về kinh tế) và từ viết tắt, đã được quân chung hóa tới mức như từ bản địa ở hầu hết các nước trên thế giới như GDP, GNP, FDI...

## TÓM TẮT

1. Không phải đợi cho đến khi cả thế giới được nhất thể hóa thành một cộng đồng, nhu cầu tồn tại và phát triển tốt hơn cho con người đã thúc đẩy các nước phải có quan hệ buôn bán, đầu tư và liên kết lẫn nhau. Do vậy, hoạt động thanh toán giữa các nước là một điều tất yếu.

2. Khi biên giới hữu hình giữa các quốc gia còn tồn tại, thì mọi hoạt động thanh toán và chuyển nhượng tiền, tài sản giữa 1 nước với các nước khác trên thế giới được gọi là thanh toán quốc tế.

3. Cân cân thanh toán quốc tế là bảng kê các phát sinh của việc mua bán, vay mượn, nợ nần, cho vay, viện trợ, cho không giữa các nước nói trên. Bảng kê này về nguyên lý không khác bảng kê giữa các cá nhân với các chủ thể khác trong hoạt động kinh tế của cùng một nước, vì thế giới có thể xem là một nền kinh tế lớn mà các quốc gia là các cá nhân thành viên.

4. Trong cân cân thanh toán, các khoản thâm hụt hay chuyển ra ngoài nước, được ký hiệu bởi dấu trừ (-). Các khoản thặng dư hay từ nước ngoài chuyển vào được biểu diễn bằng dấu cộng (+).

5. Có 5 bộ phận chủ yếu được trình bày trong cân cân, đó là: a) cân cân tài khoản thông thường hay tài khoản mở, b) cân cân tài khoản vốn, c) sai sót và không chính xác, d) cân cân thanh toán cân đối và e) các hoạt động chuyển nhượng dự trữ để thiết lập thăng bằng.

6. Cân cân tài khoản mở có 3 thành phần chủ chốt là cân cân thương mại, cân cân dịch vụ và chuyển dịch tư bản một chiều thí dụ như quà biếu, cho không, viện trợ không hoàn lại...

7. Cân cân tài khoản có thể (hoặc không) bao gồm đầu tư liên quốc gia, với các thành phần khác như vay, cho vay, chuyển dịch lãi và lợi nhuận đầu tư...

8. Sai sót và không chính xác là các khoản chuyển dịch hoặc thanh toán không thể kê khai. Ngoài ra, cũng có thể có sai sót và không chính xác do thống kê.

9. Tổng cộng 3 cân cân nói trên cho biết tình hình nợ nần của quốc gia đối với cả thế giới còn lại, giống như một cá nhân với tất cả các cá nhân khác trong một nước. Tình hình nợ nần này được thể hiện trong một cân cân thanh toán cân đối. Khi cân cân này xuất hiện số âm (-), quốc gia nợ nước ngoài và cần phải trả. Khi nó xuất hiện số dương (+), nước ngoài đang nợ trong nước.

10. Cuối cùng, chuyển nhượng dự trữ cho biết tình hình trả nợ nói trên. Nếu cột này hiện số dương, quốc gia phải chuyển dự trữ, làm hụt đi tài sản đã tích lũy. Nếu nó xuất hiện số âm, dự trữ không những không bị chuyển đi, mà còn được tăng thêm do nước ngoài trả nợ.

11. Cân cân thanh toán cân đối luôn luôn phải cân đối với kết quả của việc lấy tài khoản vốn cộng với sai sót và không chính xác, rồi trừ cho tài khoản mở. Đó là ý nghĩa của từ cân đối (balance).

12. Nếu Balance Sheet cho biết thực lực, tình hình tài chính và kết quả hoạt động của một doanh nghiệp, một ngân hàng vào thời điểm đó, thì có nhiều điểm tương đồng, Balance of Payments cho biết tình hình tài chính, các hoạt động, giao dịch về một quốc gia ■

## **PHẦN IV**

### **TIỀN VÀ HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG TRONG NỀN KINH TẾ**

## **Chương 11 - CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

### **11.1. KHÁI NIỆM VỀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

Hoạt động của ngân hàng liên quan đến sự ổn định hay thay đổi của tiền tệ về lưu lượng, chi phí và giá trị. Vì những thay đổi nói trên tác động đến giá cả hàng hóa và giá trị tài sản, thu nhập của nhân dân, cho nên, nó trực tiếp làm biến chuyển mức sống của họ giữa 2 cực khó khăn, đắt đỏ và thuận lợi, tiện nghi. Do đó, bằng cách tạo ra các biến động về tiền tệ, người ta hoàn toàn có thể hướng dẫn những biến động nhất định trong đời sống và sinh hoạt kinh tế của cả một cộng đồng. Mỗi quan hệ ấy đã làm cho những biến động về tiền được gọi là: “Chính sách tiền tệ”.

Có hai chức năng cơ bản của tiền tệ. Đó là chức năng làm trung gian trao đổi, thanh toán, dự trữ giá trị trong đời sống và hoạt động kinh tế. Dĩ nhiên, tiền càng nhiều về số lượng thì những hoạt động trên càng diễn ra thuận lợi hơn. Bởi lẽ, khi tiền có nhiều trong tay mỗi người, chi phí để có tiền sẽ trở nên thấp xuống, giá trị của tiền thấp theo. Nhưng điều cơ bản là khi chi phí của tiền thấp, mọi người trở nên dễ có tiền hơn. Khuynh hướng chi tiêu sẽ tăng lên. Nhu cầu về hàng hóa sẽ thúc đẩy giá cả lẫn hoạt động sản xuất phát triển nhanh hơn. Ngược lại, khi tiền từ trạng thái nhiều bỗng trở nên khan hiếm, sự thiếu hụt của tiền sẽ làm cho chi phí để có được nó trở nên cao hơn vì con người cần phải đánh đổi nhiều công sức và thời giờ hơn trước để sở hữu tiền. Chi phí cao làm tiền trở nên có giá trị. Người ta buộc phải dễ dãi và thận trọng trong chi tiêu. Sự hạn chế như thế sẽ làm cho hoạt động tiêu dùng giảm sút. Giá cả hàng hóa xuống dẫn đến hàng hóa thừa hơn sức mua. Hệ quả là năng lực sản xuất suy giảm theo.

Do tiền không tự nó sinh ra mà cũng không tự nó biến đi, mọi thay đổi nói trên đều do bàn tay của hệ thống ngân hàng tạo ra nó mà chúng ta gọi là “Chính sách tiền tệ”. Trong trường hợp thứ nhất, sự thừa thãi của tiền kích thích tiêu xài và tăng trưởng kinh tế. Người ta gọi đây là “Chính sách tiền tệ nới lỏng” (Easy - Monetary Policy)<sup>1</sup>. Trường hợp sau, sự khan hiếm và đắt đỏ của tiền nằm trong “Chính sách tiền tệ thắt chặt” (Tight - Monetary Policy). Chính sách tiền tệ thắt chặt ngược lại với chính sách nới lỏng ở chỗ nó làm cho tiền trở nên thiếu hụt về số lượng, đắt đỏ về chi phí. Hiểu một cách đơn giản và dễ nhớ nhất: Chính sách tiền tệ thắt chặt làm cho tiền khan hiếm. Chính sách tiền tệ nới lỏng làm cho tiền trở nên thừa.

Sự dao động giữa hai cực nói trên là đường đi vĩnh cửu của chính sách tiền tệ. Và chỉ sự dao động giữa hai cực này đã đủ làm thay đổi đời sống nhân dân và sinh hoạt kinh tế của họ. Những biến chuyển này tốt hơn hay xấu hơn phụ thuộc vào tính hợp lý hay không hợp lý của chính sách tiền tệ đối với tình hình thực tế của nền kinh tế. “Khi mà điều tốt vẫn còn là kẻ thù của điều tốt nhất thì mọi chính sách tiền tệ hay sự thay đổi về tiền, chỉ thực sự có ý nghĩa nếu nó đem đến sự tốt nhất từ điều tốt chứ không phải đi từ điều tốt nhất trở về tốt.”

### **11.2. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ VĂN ĐỀ CUNG ỨNG TIỀN**

Ngày nay, các nhà kinh tế gọi tên những thay đổi về tiền như: số lượng, chi phí, giá trị... là những thay đổi trong cung ứng tiền. Như vậy, thay đổi trong chính sách tiền tệ có nghĩa chính xác là thay đổi trong cung ứng tiền (Money Supply).

Cung ứng tiền thay đổi vì 2 nguyên nhân:

1) Nhu cầu về tiền của nền kinh tế.

2) Chính sách điều tiết kinh tế của hệ thống ngân hàng.

Khi nói đến chính sách điều tiết của hệ thống ngân hàng tức là nói đến chính sách của NHTW, bởi lẽ NHTW là cơ quan lãnh đạo quyền lực nhất của toàn bộ hoạt động ngân hàng

<sup>1</sup> Milton Friedman - “The Role of monetary Policy” - American Economic review, March 1968 - P.14

và tài chính. Chúng ta sẽ lần lượt đi vào từng phần các lý thuyết định lượng về nhu cầu và cung ứng tiền từ xưa đến nay. Bởi vì chính sách tiền tệ bắt đầu từ việc phải xác định cho được số lượng cầu và cung tiền tệ cần có cho mỗi thời kỳ của nền kinh tế.

### 11.2.1. Nhu cầu về tiền tệ

#### 11.2.1.1. Thế nào là nhu cầu về tiền

Nhu cầu về tiền (Demand for money) xuất hiện từ khi tiền ra đời và làm trung gian trao đổi thay thế cho hình thức buôn bán barter. Người ta cần tiền vì một sự thật rất đơn giản là tiền có thể giúp họ trao đổi những vật này để lấy những vật khác nhằm đáp ứng nhu cầu đời sống của họ. Sự cần tiền hình thành nên nhu cầu về tiền.

Thực ra nhu cầu về tiền trong nhân dân nói chung không trực tiếp quyết định đến mức cung ứng tiền hay chính sách tiền tệ. Lý do nằm ở chỗ quyền in và phát hành ra nhiều hay ít giấy bạc, tiền ngân hàng chỉ phụ thuộc trực tiếp vào thái độ và cách quyết định của nhà nước mà hệ thống ngân hàng là thiết chế thừa hành. Tuy nhiên, có một điều vô cùng quan trọng là nhu cầu về tiền sẽ quyết định trực tiếp đến giá cả hàng hóa, lãi suất, hoạt động kinh tế. Và đến lượt nó, những điều này lại làm thay đổi thái độ và quyết định của hệ thống ngân hàng trong cung ứng tiền. Có nghĩa, nhu cầu về tiền gián tiếp quyết định mức cung ứng tiền hay chính sách tiền tệ.

Giả định rằng vì lý do nào đó, nhu cầu cất giữ tiền mặt trong nhân dân đột nhiên tăng, để có được tiền mặt mọi người sẽ phải: bán hàng hóa hoặc tài sản như trái phiếu, cổ phiếu, đất đai hay rút tiền từ ngân hàng về, hoặc vay mượn. Quá trình ấy nhanh chóng làm cho tiền trở nên khan hiếm. Khi tiền khan hiếm thì chi phí để có tiền tăng cao làm cho sản xuất khó khăn, giá cả hàng hóa giảm và lãi suất lên cao. Tình trạng vừa giảm phát giá cả vừa trì trệ sản xuất sẽ buộc chính phủ và NHTW phải thay đổi chính sách tiền tệ của mình. Trong trường hợp ngược lại, nếu nhân dân đột nhiên không muốn giữ tiền mặt nhiều nữa, cố gắng vắt bỗng tiền sẽ rơi vào các cách:

- 1) Mua hàng hóa, chứng khoán, bất động sản thật nhanh
- 2) Tranh thủ gửi vào ngân hàng
- 3) Thanh toán tất cả các khoản nợ cũ

Khi mọi người đều tích cực làm như vậy, tiền trở nên thừa thãi. Lãi suất sẽ hạ và giá cả hàng hóa, chứng khoán các loại sẽ leo thang. Những diễn biến trên tiếp tục làm cho đến một lúc nào đó, chính cái giảm của lãi suất và sự tăng giá cả, đạt tới giới hạn khiến nhân dân không còn muốn bỏ tiền mua hàng hóa hoặc gửi vào ngân hàng. Hơn nữa, sự tăng giá hàng hóa sẽ buộc chính phủ và NHTW phải can thiệp vào cung ứng tiền. Có nghĩa là phải thay đổi về chính sách tiền tệ.

Nhu cầu tiền tệ của nhân dân không trực tiếp làm thay đổi lượng cung tiền, nhưng như thế đã gián tiếp tác động đến giá cả và sản lượng. Đó là tầm quan trọng và ảnh hưởng của nhu cầu tiền đến chính sách tiền tệ. Để hiểu về nhu cầu tiền tệ, chúng ta lần lượt đi vào phân tích các nhân tố chi phối và các cách xác định nhu cầu tiền.

#### 11.2.1.2. Đối tượng và lý do cần tiền

Bởi vì tiền là một loại tài sản, trong tiền hàm chứa giá trị hàng hóa như vải vóc, quần áo, thóc lúa, đường, sữa, xe cộ, nhà cửa, rượu vang và tất cả các loại hàng hóa khác. Cho nên, mọi người dân đều cần tiền vì tiền có thể đổi thành mọi loại hàng hóa cần cho sự sống và phát triển của họ.

Lý do cần tiền nằm ở rất nhiều chổ dưới giác độ kinh tế. Nhân dân cần tiền để mua sắm, giao dịch đầu tư. Các doanh nghiệp cần tiền vừa để sản xuất kinh doanh, vừa để chi tiêu cho chính sinh hoạt của tổ chức. Chính phủ cần tiền để trả lương, mua sắm trang thiết bị, tổ chức quốc phòng, an ninh, xây dựng các chương trình kinh tế - xã hội và quan hệ đối ngoại... Nói chung mọi lý do cần tiền có thể quy về các nhu cầu tồn tại và giao dịch để phát triển.

### **11.2.2. Các cách định lượng nhu cầu về tiền**

Mọi người đều cần tiền. Nhưng không phải ai ai cũng đều muốn cất giữ tiền. Giữa việc có nhu cầu về một loại hàng hóa với ham muốn cất giữ nó, là hai vấn đề khác nhau. Hơn nữa, nhu cầu về hàng hóa là một chuyện, nhưng có thể kiểm được hàng hóa ấy không lại là chuyện thứ hai. Chính ham muốn giữ tiền trong tay mới hình thành nên nhu cầu về tiền. Do vậy vấn đề trước tiên phải xác định là động cơ của việc cất giữ tiền trước khi đi vào các lý thuyết định lượng về nhu cầu tiền.

#### **11.2.2.1. Động cơ của việc cất giữ tiền**

Năm 1939, cả nước Mỹ chỉ có 7,598 tỷ USD tiền mặt nằm trong tay nhân dân. Năm 1960, con số này đã vọt lên 32,869 tỷ USD. Năm 1980 là 112 tỷ USD. Đến tháng giêng năm 1996 là 373,6 tỷ USD, gấp hơn 12 lần năm 1960 và gần 50 lần năm 1939.

Vì sao người Mỹ cất giữ tiền trớn nhiều hơn một cách quá nhanh như vậy. Dĩ nhiên trong sự tăng lên của lượng tiền do nhân dân cất giữ nói trên có sự đóng góp của mức lạm phát giá cả và dân số tăng nhiều hơn giữa 2 thời điểm 1939 và 1996. Nhưng đây chỉ là lý do phụ. Lý do chính nằm ở sự biến động của các nhân tố về:

##### **11.2.2.1.1. Động cơ giao dịch và thanh toán**

Người ta thích cất giữ tiền mặt bởi vì tiền mặt giúp cho họ thực hiện các loại mua, bán, cho mượn, đóng lệ phí, du lịch được dễ dàng. Trái phiếu khác như cổ phiếu, trái phiếu kho bạc, chứng thư tiền gửi... cũng có thể chuyển thành tiền mặt. Nhưng dù ít đến đâu thì việc chuyển các loại tài sản nói trên sang tiền mặt vẫn mất thì giờ và công sức hơn là cầm chính tiền mặt trong tay.

Do tiền mặt là loại hình có khả năng thanh khoản cao nhất trong các loại tài sản, cầm tiền mặt bao giờ cũng dễ tiêu xài hơn bất kỳ việc cầm loại tài sản nào khác. Số lượng tiền mặt mà nhân dân muốn cầm hoặc giữ trong túi, trong nhà, nhiều hay ít, sẽ phụ thuộc vào những dự định chi tiêu ngắn hạn, thí dụ như trong vài ngày đến 1 tuần sắp tới. Những dự định tiêu xài ấy xuất phát từ sự tiêu liệu trước về các loại chi tiêu (đi du lịch, mua thêm vật dụng, hàng hóa, cho bạn bè vay, đóng học phí cho con cái, cho chính mình, ăn điểm tâm...). Khi tiêu liệu về những loại tiêu xài này trong thời gian sắp tới, giá cả hoặc chi phí thanh toán của hàng hóa sẽ là điều quyết định số lượng tiền họ nên giữ hoặc cầm giữ.

Ngoài ra, lượng thu nhập hàng tháng hoặc hàng năm cũng sẽ tham gia quyết định số lượng tiền cất giữ cho thanh toán của nhân dân. Những người có thu nhập cao sẽ thấy có nhiều việc để tiêu xài hơn, cũng như, có nhiều tiền để sử dụng hơn. Do vậy, họ sẽ giữ lại tiền mặt nhiều. Ngược lại, nhân dân có thu nhập thấp buộc phải tiết kiệm. Bởi lẽ họ không có nhiều tiền để mà tiêu. Họ chỉ có thể giữ lại những khoản tiền mặt ít hơn cho những sử dụng thực sự cần thiết, còn thì gửi vào ngân hàng hoặc mua trái phiếu để kiếm thêm thu nhập.

Tóm lại, để tiện lợi và khỏi mất công trong những giao dịch thanh toán gần nhất, nhân dân cần giữ lại một số tiền mặt chứ không gửi cả vào ngân hàng hoặc mua các loại tài sản sinh lãi khác. Số lượng tiền mà họ cần giữ lại phụ thuộc vào thu nhập và giá cả hàng hóa hoặc chi phí của những giao dịch được tiêu liệu trước.

##### **11.2.2.1.2. Ý thức dự phòng**

Trong nền kinh tế thị trường, ai cũng hiểu rằng giữ tiền mặt thì tiện lợi nhất cho việc thanh toán, giao dịch. Nhưng vì tiền mặt có lãi suất khác không, nên chi phí phải trả giá cho những tiện lợi nói trên là lượng tiền lãi mà đáng lẽ bạn có được nếu đem số tiền mặt ấy gửi vào ngân hàng hoặc mua trái phiếu. Nếu trong một tháng, gửi 1 triệu VND vào ngân hàng hoặc mua trái phiếu nhà nước, bạn sẽ có được tiền lãi là 20.000 VND. Thì đó chính là khoản thiệt hại, hoặc chi phí mà bạn phải trả giá nếu thích cất giữ 1.000.000 VND bằng tiền mặt mà không gửi ngân hàng hoặc đầu tư vào phiếu nợ sinh lãi.

Giữ tiền mặt như thế rất thiệt so với giữ các tài sản khác. Nhưng người ta vẫn thích giữ tiền mặt vì ngoài động cơ thuận tiện thanh toán và giao dịch nói trên, nó còn là vấn đề tùy thuộc ý thức dự phòng. Giữ trái phiếu để có lãi suất thì hấp dẫn thật. Nhưng nếu con bạn ốm vào lúc nửa đêm, bạn không có tiền mặt, trong khi bệnh viện lại không nhận thanh toán bằng

trái phiếu, lúc đó, trái phiếu là cả một ván đê rắc rối. Cuộc sống thì luôn luôn đầy những rủi ro, và kể cả may mắn, bất ngờ khiến bạn phải cẩn tiền mặt một cách vô cùng khẩn cấp. Trong trường hợp ấy, chờ cho đến khi bạn đem được trái phiếu đi bán, hoặc chạy đến ngân hàng rút tiền mặt thì mọi việc đã lỡ. Cho nên, vì cẩn tắc vô ưu, mọi người đều phải cất giữ một số tiền mặt trong người.

#### 11.2.2.1.3. Cẩn thận với rủi ro

Ngoài ý thức đề phòng những diễn biến đột ngột trong cuộc sống, ý thức cẩn thận với những rủi ro về tài sản cũng sẽ làm cho con người thích giữ tiền mặt. Gửi tiền vào ngân hàng, mua trái phiếu và tài sản khác thì tốt thật vì nó sinh lãi. Nhưng ai mà biết được liệu ngân hàng có thể phá sản, công ty phát hành trái phiếu có sập tiệm bất ngờ hay không. Trong 26 nước OECD không một tháng nào là không có ít nhất 1 ngân hàng phá sản, một công ty lớn có khó khăn về tài chính. Nếu quả búa áy roi vào chúng ta thì sao?

Thế giới có quá nhiều điều bất trắc đến nỗi không ai dám chắc rằng ngân hàng mà mình đang gửi tiền, công ty mà mình đang mua trái phiếu... sẽ an toàn cho đến suốt đời. Ngay cả việc mua bất động sản, nếu chính sách của nhà nước về quản lý nhà, đất thay đổi, không những các nhà đầu tư mất lời mà còn có thể mất luôn cả vốn. Từ những cách nghĩ như vậy, giữ tiền mặt trở thành điều an toàn hơn hết. Đó cũng là động cơ của việc cất giữ tiền.

#### 11.2.2.2. Định lượng nhu cầu tiền tệ

Từ 3 động cơ nói trên, nhân dân không ít thì nhiều đều muốn cất giữ tiền mặt. Tổng nhu cầu muốn cất giữ tiền của họ tạo thành nhu cầu về tiền tệ. Từ xưa đến nay đã có nhiều nỗ lực tìm cách xác định số lượng của nhu cầu này vào mỗi thời điểm. Bởi lẽ, nó tác động gián tiếp một cách mạnh mẽ đến chính sách tiền tệ.

##### 11.2.2.2.1. Lý thuyết định lượng cổ điển

Các nhà kinh tế học cổ điển tin rằng giá cả hàng hóa liên hệ một cách quyết định với lượng tiền lưu hành trong nền kinh tế. Ý nghĩa ngược lại của vấn đề là chính giá cả hàng hóa và sự thay đổi của nó sẽ trực tiếp quyết định nhu cầu tiền tệ. Hai đại diện nổi tiếng của trường phái phân tích này là tư tưởng của các nhà kinh tế thuộc trường đại học Yale và Cambridge:

###### \* PHƯƠNG TRÌNH TRAO ĐỔI

Nhà kinh tế học đại diện cho trường phái Yale là Irving Fisher (1867 - 1947). Phương trình trao đổi là công trình đơn giản và nổi tiếng nhất của ông. Cho đến ngày nay, mặc dù nhiều đóng góp mới và vĩ đại đã lần lượt ra đời, giải thích một cách cụ thể về phương pháp định lượng tiền tệ, các nhà kinh tế học hiện đại vẫn còn chịu ơn và tiếp tục dựa rất nhiều vào tư tưởng cơ bản của Fisher trong phương trình trao đổi.

Xin nhắc lại rằng chúng ta đã nghiên cứu sơ khởi về tư tưởng này ở Phần 1A chương VI. Các bạn có thể quay lại để nhớ về nội dung của phương trình. Một cách tóm tắt, Fisher phát biểu:

$$MV = PY \quad (11.01)$$

Với M là tổng lượng tiền trong lưu thông, V là vận tốc lưu thông tiền tệ, P là mức giá bình quân của tất cả các loại hàng hóa trong nền kinh tế và Y là tổng khối lượng các đơn vị hàng hóa, sản phẩm và dịch vụ mà nền kinh tế đã tạo ra vào thời điểm đang xét.

Cần lưu ý rằng về trái của phương trình là tổng lượng tiền danh nghĩa mà nhu cầu cần có trong lưu thông để thanh toán, giao dịch, dự phòng... Về bên phải là tổng giá trị hàng hóa và dịch vụ tính bằng tiền mà nền kinh tế tạo ra được tại thời điểm đó. Sự tương đương của hai về cho biết tổng lượng tiền danh nghĩa trong lưu thông phải đồng nhất với tổng giá trị hàng hóa, dịch vụ bằng tiền, hay GNP theo cách gọi hiện nay.

###### \* PHƯƠNG TRÌNH CAMBRIDGE

Alfred Marshall và các đồng nghiệp của ông tại trường Đại học Cambridge - Anh quốc đưa ra cách định lượng về nhu cầu tiền được mệnh danh là Phương trình Cambridge có nội dung như sau:

$$M_d = kPY \quad (11.02)$$

Trong đó  $M_d$  là tổng lượng tiền mà nhân dân cần giữ (hoặc cần có) trong nền kinh tế,  $k$  là một chỉ số ( $0 < k < 1$ ). PY như tính chất của phương trình trao đổi, là tổng giá trị hàng hóa dịch vụ tính bằng tiền (GNP) hay thu nhập danh nghĩa (Nominal income) của nền kinh tế vào thời điểm đang xét. Phương trình này là lý thuyết đơn giản về cách xác định tổng cầu tiền tệ của nền kinh tế. Nó cho biết thêm:

$$k = \frac{M_d}{PY} \quad (11.03)$$

Vậy chỉ số  $k$  phản ánh tỷ lệ giữa nhu cầu giữ tiền của nhân dân với thu nhập của họ. Trong phạm vi cả nền kinh tế, nó phản ánh tỷ lệ của tổng nhu cầu về tiền trên GNP vào một thời điểm bất kỳ. Các nhà kinh tế thuộc trường phái Cambridge tin rằng về mặt ngắn hạn  $k$  bất định. Nhưng về mặt dài hạn (từ 1 năm trở lên)  $k$  nói chung dao động rất ít và có thể xem là một hằng số.

#### \* LẬP LUẬN CỦA LÝ THUYẾT ĐỊNH LƯỢNG CỐ ĐIỀN

Giá định rằng lượng cung ứng tiền trong nền kinh tế được quyết định bởi Hệ thống ngân hàng mà cụ thể là NHTW. Gọi lượng cung ứng này là  $M_0$ , có nghĩa  $M_0 = M_S$  với  $M_S$  là cung ứng tiền. Tiếp tục cho rằng về mặt ngắn hạn, lượng tiền mà nhân dân giữ hoàn toàn lệ thuộc vào quyết định phát hành và cung ứng nhiều hay ít tiền của NHTW, lúc đó  $M_d = M_0 = M_S$ .

Từ phương trình 11.02 cho phép ta suy ra rằng:

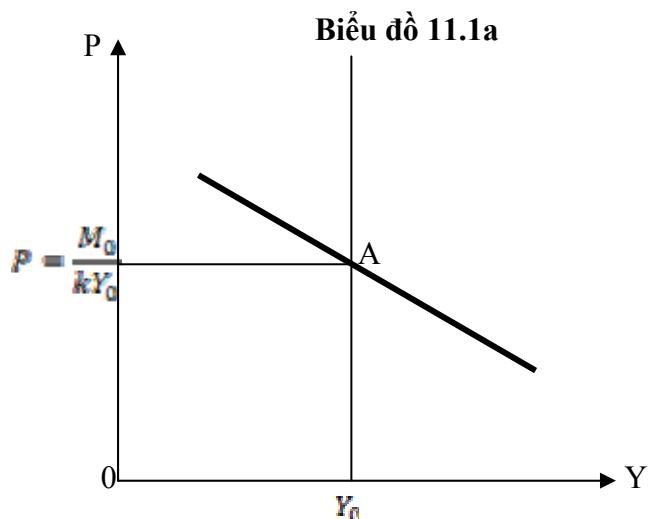
$$Y_d = \frac{M_0}{kP} \quad (11.04)$$

Trong đó  $Y_d$  là tổng cầu về hàng hóa và dịch vụ, tương ứng với mức giá  $P$ , chỉ số  $k$  cho trước và lượng cung ứng tiền  $M_0$  đã xác định. Lập luận thứ nhất của các nhà kinh tế học cổ điển nói rằng khi giá cả bình quân của hàng hóa và dịch vụ ( $P$ ) tăng, tích số  $kP$  tăng sẽ làm cho  $Y_d$  nhỏ hơn trước. Nghĩa là tổng cầu kém đi vì nhân dân chỉ còn có thể mua được ít hàng hóa hơn với lượng tiền cố định  $M_0$ . Khi tổng cầu sụt, thu nhập và sản lượng sụt theo bởi  $Y_d$  đồng nhất với  $Y$  về mặt ngắn hạn.

Lập luận thứ hai đi về hướng cách xác định giá cả. Trong biểu đồ 11.1a, nếu gọi sản lượng là  $Y_0$ , tổng cầu hàng hóa  $Y_d$  được xác định theo công thức 11.04 thì giao điểm A cho biết khối lượng cung vừa bằng nhu cầu trên thị trường hàng hóa. Và tương ứng với điểm  $A$  bình đó, giá cả  $P$  được xác định bằng  $\frac{M_0}{kY_0}$  với  $M_0$  là cung tiền tệ cho trước. Giá cả ở đây được xác định bởi cung và cầu hàng hóa.

Biểu đồ 11.1a diễn tả về thị trường tiền tệ và giá cả. Với mức tiền tệ được cung ứng cố định là  $M_0$ . Đường cung về tiền cắt đường cầu về tiền của nhân dân (xác định theo phương trình 11.02) tại B. Cho biết mức giá cả hàng hóa  $P_1$  vừa đúng bằng mức giá  $P$  trên biểu đồ 11.1a.

Giả định rằng nhu cầu cắt giữ tiền  $M_d$  của nhân dân đột nhiên tăng vì sự thay đổi của các động cơ nói trên.  $M_d$  tăng từ B đến C. Nhu cầu tăng giữa lúc cung tiền tệ của NHTW bất động ở  $M_0$ , sẽ làm cho đường cầu rót xuống thành  $M_d'$ . Giao điểm giữa  $M_0$  và  $M_d'$  cho biết giá cả đã tăng đến  $P_2$ .



Lập luận thứ 3 là cách xác định vận tốc lưu thông tiền tệ V trong nền kinh tế. Phương trình (11.02) cho biết rằng với một lượng cung ứng tiền cho trước là M thì:

$$\frac{M}{k} = PY \quad (11.05)$$

Nhưng vì  $PY = MV$  (phương trình 11.01) cho nên diễn tả lại ta sẽ có:

$$V = \frac{1}{k} \quad (11.06)$$

Các nhà kinh tế học cổ điển cho rằng vì k bất định về mặt ngắn hạn, V cũng sẽ bất định, nhưng về mặt dài hạn, k là hàng số, vậy V cũng sẽ là hàng số. Nói cách khác, vận tốc chuyển dịch của tiền từ hình thái này sang hình thái khác, hoặc từ sở hữu này sang sở hữu kia để sinh lợi tức về mặt dài hạn là không đổi.

Lập luận thứ tư trình bày về mối quan hệ giữa sự tăng cung ứng tiền và tỷ lệ tăng của giá cả hàng hóa. Giả định tiếp rằng NHTW quyết định thay đổi mức cung ứng tiền từ  $M_0$  đến  $\alpha M_0$ . Trong đó  $\alpha$  là một biến số khác 1. Cho rằng  $\alpha > 1$ ,  $\alpha M_0$  sẽ lớn hơn  $M_0$ . Lượng cung ứng tiền đột nhiên lớn hơn nhu cầu hiện tại. Sự thừa tiền sẽ làm cho nhu cầu mua sắm hàng hóa tăng từ  $Y_{d0}$  lên  $Y_{d1}$  với  $Y_{d1} = \frac{M_1}{kP}$  hay bằng  $\frac{\alpha M_0}{kP}$ .

Điểm quân bình đã dịch chuyển từ A đến B cho biết rằng với một lượng cung ứng hàng hóa không đổi là  $Y_0$  sự tăng cung ứng tiền làm cho giá cả tăng từ  $P_0$  lên  $P_1$  với:

$$P_1 = \frac{M_1}{kY_0} \text{ hay } = \frac{\alpha M_0}{kY_0}$$

Như vậy, khi cung ứng tiền tăng thêm một tỷ lệ là  $\alpha$ , trong trường hợp sản lượng không đổi, giá sẽ tăng lên từ  $P_0$  đến  $P_1$  với:

$$P_1 = \frac{\alpha M_0}{kY_0} = \alpha \times \frac{M_0}{kY_0} = \alpha \times P_0$$

Vẫn đề tiếp theo sẽ là tỷ lệ tăng giá - từ việc tăng cung ứng tiền - là bao nhiêu. Thông thường, tỷ lệ tăng giá I giữa 2 thời điểm sẽ là:

$$I = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100\%$$

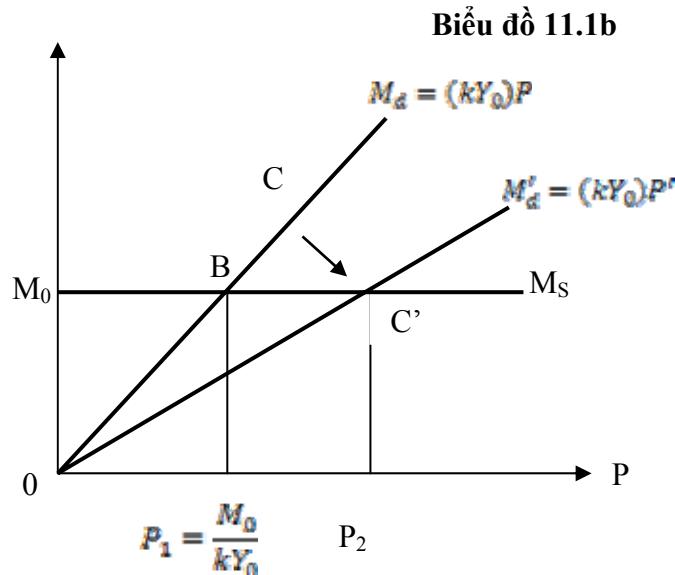
Với  $P_1$  là giá của thời điểm sau và  $P_0$  là giá của thời điểm đầu. Trong thí dụ trên, ta có:

$$\frac{P_1 - P_0}{P_0} = \frac{\frac{\alpha M_0}{kY_0} - \frac{M_0}{kY_0}}{\frac{M_0}{kY_0}} = \frac{(\alpha - 1) \frac{M_0}{kY_0}}{\frac{M_0}{kY_0}} = (\alpha - 1)$$

Vậy tỷ lệ tăng giá nếu tính bằng % sẽ là:

$$I = (\alpha - 1) \times 100\% \quad (11.07)$$

Xuyên qua lập luận thứ 4, các nhà kinh tế học cổ điển cho rằng sự tăng cung ứng tiền sẽ tác động nhanh chóng đến giá cả. Do vậy vai trò then chốt của cung ứng tiền là hướng tới việc tác động đến giá cả. Bởi vì nó có thể làm cho giá cả tăng, giảm hoặc ổn định. Mỗi sự



tăng cung ứng tiền (hoặc giảm) 3% sẽ làm cho giá cả tăng (hoặc giảm) 3% trong trường hợp sản lượng là ổn định về mặt ngắn hạn. Những phần sau đây sẽ cho thấy rằng thực chất, thay đổi của giá sẽ không bằng với thay đổi trong cung ứng tiền bởi vì 2 nguyên nhân: (1) thu nhập không phải là đại lượng cố định khi cung ứng tiền thay đổi; (2) lãi suất.

#### 11.2.2.2. Lý thuyết định lượng của A.C. PIGOU

Nếu Fisher và các nhà kinh tế của Đại học Cambridge xem tiền như là phương tiện lưu thông, khác với họ, Pigou đưa tiền về dưới nhãn quan của một loại tài sản. Nếu M và V trong phương trình của các nhà kinh tế cổ điển nói trên chỉ phản ánh nhu cầu tiền của nhân dân như là một trung gian trao đổi và tiêu dùng, thì M của Pigou là đại diện cho một phần tài sản mà nhân dân muốn giữ trong tay dưới dạng tiền mặt, thay vì là những chứng thư có kỳ hạn, chứng thư tiền gửi hay trái phiếu.

$$M = k \cdot P \cdot R \quad (11.08)$$

Trong đó M là số lượng tiền mà nhân dân cần cất giữ. P là chỉ số giá bình quân của tất cả các loại tài sản của nhân dân. R là số lượng tài sản mà nhân dân sở hữu. Như vậy PR là tổng trị giá các loại tài sản đang có của nhân dân. Và k là tỷ lệ giữ tiền mặt (với tư cách cũng là tài sản) trên tổng giá trị tài sản mà nhân dân sở hữu.

Theo Pigou thì k phụ thuộc vào nhiều biến số. Biến số thứ nhất là chi phí cơ hội của việc giữ tiền mặt thay vì gửi nó vào ngân hàng hoặc đầu tư vào các loại tài sản khác, nghĩa là k phụ thuộc vào lãi suất. Biến số thứ hai là thu nhập. Bởi vì thu nhập càng cao, càng làm phát sinh thêm nhu cầu tiêu xài và do vậy tỷ lệ k sẽ lớn theo.

Mỗi quan hệ trên, theo quan điểm của Pigou có thể được diễn giải qua thí dụ đơn giản sau đây: cho rằng vào một thời điểm bất kỳ với một mức thu nhập xác định, lượng tài sản R mà nhân dân có được tổng cộng bằng 200 tỷ VND. Chỉ số giá cả bình quân của tài sản là 500% hay 5 lần. Khuynh hướng cất giữ tiền mặt trên tổng tài sản các loại của nhân dân là 1/10. Như vậy lượng tiền mặt thực sự mà họ cần sẽ là:

$$M_1 = \frac{1}{10} \times 5 \times 200 \text{ tỷ VND} = 100 \text{ tỷ VND}$$

Giả sử cung ứng tiền đột nhiên tăng lên 20%. Lúc đó M<sub>1</sub> sẽ thành M<sub>2</sub> với:

$$M_2 = 120\% \times M_1 = 120\% \times 100 \text{ tỷ VND} = 120 \text{ tỷ VND}$$

Theo cách lập luận của các nhà kinh tế cổ điển nói trên thì khi  $\alpha = 1,2$  hay 120%, giá cả hàng hóa sẽ lạm phát là:

$$I = \alpha - 1 = 120\% - 100\% = 20\%$$

Nghĩa là giá cả P sẽ lạm phát bằng đúng lượng tăng của cung ứng tiền. Lúc đó:

$$M_2 = \frac{1}{10} \times (5 \times 1,2) \times 200 \text{ tỷ VND} = 120 \text{ tỷ VND}$$

Thế nhưng, đối với Pigou, vấn đề có thể khác, có 2 trường hợp có thể diễn ra:

Thứ nhất: Nếu cùng lúc với sự tăng cung ứng tiền, tỷ lệ tiền mặt mà nhân dân muốn giữ trong tay trên tổng tài sản của họ là không đổi, vẫn bằng 1/10 hay 0,1, lúc đó sự tăng tiền sẽ làm cho tăng giá từ P<sub>1</sub> = 5 lên P<sub>2</sub> =  $\alpha P_1 = 1,2 \times 5 = 6$  như chúng ta xác định.

Thứ hai: Nhưng giả sử trong quá trình nói trên, tỷ lệ tiền mặt mà nhân dân muốn cất giữ như một loại hình của tài sản trên tổng tài sản của họ cũng tăng, cho rằng nó tăng từ k<sub>1</sub> = 0,1 lên k<sub>2</sub> = 0,12, lúc đó:

$$P_2 = \frac{M_2}{k_2 R} = \frac{120}{0,12 \times 200} = 5$$

Như vậy, giá cả vẫn không đổi bởi vì lượng tiền mà nhân dân giữ đã tăng lên đúng bằng 20% thay thế cho sự tăng của giá cả.

Lượng tiền nhân dân muốn giữ sẽ tăng theo cung ứng tiền, khi lãi suất quá thấp đến mức khi so sánh với lạm phát, việc mua các loại tài sản khác (trái phiếu, chứng thư tiền gửi,

đất đai, hàng hóa) không đem lại lợi tức bao nhiêu so với việc giữ tiền mặt như là tài sản. Lúc đó, thay vì đổi tiền thành các loại tài sản khác, họ nghĩ rằng giữ tiền cũng được.

Từ đó, Pigou kết luận việc tăng cung ứng tiền chỉ làm tăng giá cả hàng hóa và tài sản khi và chỉ khi tỷ lệ k bất định, hoặc tăng theo không bằng với tỷ lệ của cung ứng tiền.

### 11.2.3. Quan điểm của John Maynard Keynes

Keynes là học trò của Alfred Marshall. Tuy nhiên, tư tưởng của ông lại khác với thầy. Cuộc cách mạng mà Keynes tạo ra trong cách xác định về nhu cầu và cung ứng tiền là ông nhấn mạnh đến ảnh hưởng của lãi suất đến nhu cầu giữ tiền dưới dạng vừa là tài sản vừa là phương tiện giao dịch. Trong khi các nhà kinh tế cổ điển cho rằng lãi suất chỉ bị ảnh hưởng bởi nhu cầu về tiết kiệm và đầu tư của nhân dân, Keynes lập luận rằng lãi suất có mối quan hệ tương hỗ với cung và cầu tiền tệ.

Nếu lấy ra 4 đại lượng làm tiêu chuẩn để phân biệt giữa Keynes và các nhà kinh tế học cổ điển lần lượt là sản lượng, cung ứng tiền, lãi suất và giá cả, thì sự khác nhau giữa hai quan điểm có thể được nhìn thấy tóm tắt qua bảng 11.1

Bảng 11.1: Tóm tắt nội dung các lý thuyết định lượng về cung và cầu tiền tệ

Đại lượng	Cổ điển	Keynes
Sản lượng	Ở mức toàn dụng nhân lực và tài nguyên	Theo sau tổng cầu, không ổn định
Cung ứng tiền	Xác định theo cầu về tiền	Theo lãi suất
Lãi suất	Xác định bởi cung và cầu về đầu tư	Xác định bởi cung và cầu về tiền
Giá cả	Xác định bởi cung và cầu về tiền	Theo cung và cầu hàng hóa

Quan điểm về sự liên hệ tương hỗ giữa lãi suất là cung cầu tiền tệ diễn ra như thế nào theo cách nhận định của Keynes. Ông cho rằng:

- Nếu gọi toàn bộ của cải (hoặc thu nhập) mà một người, cho đến một quốc gia có thể tích lũy được là tài sản W thì W sẽ bao gồm 2 bộ phận:

- Tiền mặt (M)

- Của cải, hàng hóa khác (từ nhà cửa, vật dụng, xe cộ, quý kim cho đến trái phiếu...)

Vì mọi thí dụ đã đúng cho một cá nhân, một đơn vị kinh tế, thì cũng sẽ đúng khi chúng ta áp dụng nó cho cả nền kinh tế như một đơn thể. Cho nên, để vấn đề được dễ hiểu, ta xét ảnh hưởng của lãi suất đến nhu cầu tiền của một cá nhân và ngược lại.

- Cho rằng trái phiếu (B) được xem như là đại diện cho các loại tài sản khác với tiền, lúc đó, tuy tiền cũng là tài sản, nó khác trái phiếu vì 3 điểm:

- Lãi suất của tiền bằng không, lãi suất danh nghĩa của trái phiếu lớn hơn không.

- Giá trị của 1 VND ngày nay cũng là giá cả của chính nó vào ngày mai. Nói cách khác, giá trị của tiền không đổi, nhất là về mặt ngắn hạn. Nhưng giá trị của trái phiếu thì biến động. Ngày nay có thể cao, ngày mai có thể thấp hoặc ngược lại.

- Tiền là tài sản dễ tiêu thụ nhất. Nó có thể trao đổi thành bất cứ loại tài sản nào khác khi cần. Nhưng trái phiếu thì không được như vậy. Nó có khả năng thanh khoản kém hơn.

$$\bullet \text{Vậy } W = M + B \quad (11.09)$$

Vì bản thân W vào một thời điểm nào đó là cố định, cho nên sự tăng lên của M có nghĩa là sự giảm đi của B và ngược lại. Hay nói cách khác:

$$\Delta M = -\Delta B \quad (11.10)$$

Với  $\Delta M$  là sự tăng lên của số lượng tiền mặt và  $\Delta B$  là phần giảm đi của số lượng giá trị trái phiếu. Chúng ta đã phân tích ở phần trước nhiều lần để hiểu rằng lãi suất  $R_1$  của một trái phiếu sẽ phụ thuộc vào:

$$R_1 = \frac{P_2 - P_1}{P_1} \text{ hay } R_1 = \frac{P_2}{P_1} - 1 \quad (11.11)$$

Với  $P_2$  là giá cả bì mặt của trái phiếu và  $P_1$  là giá bán và mua hiện tại của nó. Như vậy, khi giá mua bán  $P_1$  của trái phiếu càng lớn, lãi suất  $R_1$  của nó càng nhỏ. Keynes phân tích rằng:

- Nếu lãi suất của trái phiếu và tài sản các loại đột nhiên tăng lên. Lãi suất tăng sẽ dẫn đến hai tâm lý:

- Ngắn hạn: Lãi suất tăng làm cho chi phí cơ hội của việc cất giữ tiền trở nên quá lớn. Nhân dân sẽ nhanh chóng nhận thức rằng giữ tiền trở thành hành vi lãng phí bởi vì bỏ tiền ra mua trái phiếu, hoặc gửi vào ngân hàng sẽ có lợi hơn rất nhiều khi so sánh với các tiện lợi của việc giữ tiền mặt. Cách suy nghĩ như thế sẽ đưa họ đến việc chuyển tiền mặt đi mua trái phiếu hoặc gửi vào ngân hàng.

Nhu cầu tiền mặt lập tức sụt giảm. Đồ thị 11.2 cho thấy cầu tiền mặt giảm từ A đến B khi lãi suất tăng từ  $r_1$  đến  $r_2$ . Như vậy, lãi suất tăng làm giảm nhanh nhu cầu về tiền.

- Dài hạn:  $r_1$  tăng có nghĩa là  $P_1$  giảm. Nhưng sự đổi xô đi mua trái phiếu của nhân dân sẽ làm cho  $P_1$  từ từ tăng lên. Nó tăng lên đến đâu, lãi suất ( $r_1$ ) sẽ hạ lại đến đấy. Và lãi suất hạ, trái phiếu trở thành kém hấp dẫn. Nhu cầu giữ tiền mặt của nhân dân sẽ tăng trở lại, cho đến khi cân bằng.

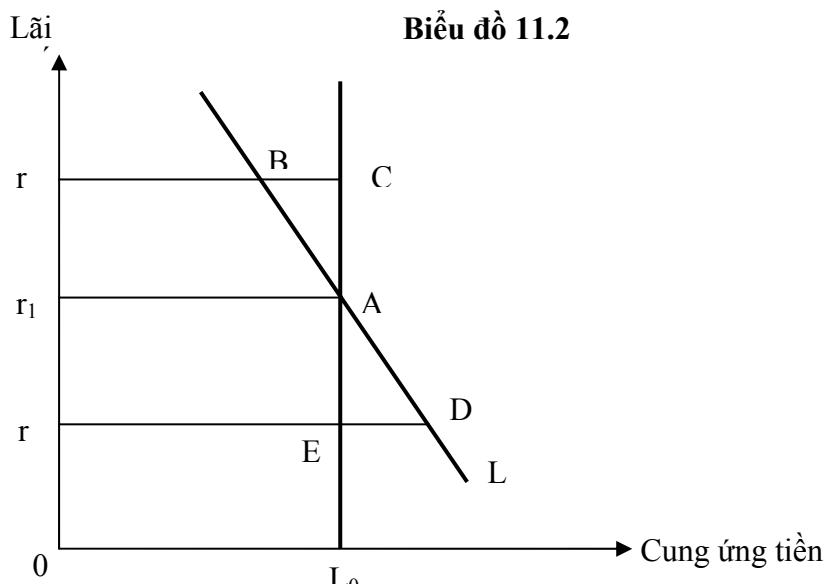
• Ngược lại, khi lãi suất hạ nhanh có nghĩa là  $P_1$  tăng nhanh. Lúc đầu, việc hạ của lãi suất sẽ làm cho đầu tư vào trái phiếu không còn mang lại lợi ích nhiều nữa, chi phí cơ hội thấp xuống. Người ta sẽ có khuynh hướng giữ tiền mặt vì sự tiện lợi. Hơn nữa,  $P_1$  tăng nhanh làm cho những người đầu tư vào trái phiếu trước đây với giá thấp hơn  $P$  trở nên có lời. Họ thừa hiểu rằng giá trái phiếu đã tăng, tất yếu sẽ hạ lại trong tương lai. Hai yếu tố ấy làm cho họ tích cực bán trái phiếu ra vào hôm nay để thu lấy lợi nhuận và tránh thiệt hại về sau. Những điều trên làm cho nhu cầu giữ trái phiếu giảm. Và do vậy, phương trình 11.10 cho biết rằng lượng tài sản Trái phiếu giảm đến đâu, nhu cầu về tiền mặt tăng đến đấy.

Đồ thị 11.2 cho biết nhu cầu về tiền đã tăng đến D khi lãi suất giảm từ  $r_1$  xuống  $r_3$ . Đó là về mặt ngắn hạn. Quá trình giảm của lãi suất nếu kéo dài dễ làm cho lượng trái phiếu bán ra ngày càng nhiều hơn. Trái phiếu bán ra quá nhiều làm cho nó trở nên thừa thãi. Hệ quả là giá cả mua bán nó sẽ hạ lại. Khi giá cả  $P_1$  bắt đầu đứng và hạ, lãi suất  $r_1$  sẽ tăng lên. Và nhu cầu về tiền sẽ bớt dần.

Tổng kết của Keynes là lãi suất tăng làm giảm nhu cầu về tiền. Ngược lại, lãi suất hạ làm tăng nhu cầu về tiền trong ngắn hạn. Như vậy, chính sách cung ứng tiền có thể được xác định thông qua sự tăng giảm của lãi suất.

Ngược lại, khi cung ứng tiền tăng không theo sát với nhu cầu về tiền, sự thừa tiền sẽ thúc đẩy người dân mua trái phiếu nhiều hơn.  $P_1$  sẽ tăng kéo theo lãi suất hạ cho đến khi cầu về tiền tệ tăng theo kịp cung. Một cách tương tự, khi cung tiền tệ bị thắt chặt đột ngột sẽ làm cho tiền trở nên khan hiếm. Khan hiếm tiền làm cho lãi suất tăng cao. Lãi suất tăng đến lượt nó, sẽ hạn chế nhu cầu về tiền để cuối cùng, cầu và cung tiền tệ trở nên quân bình.

Như vậy, lãi suất là phương tiện trung gian để điều chỉnh cung và cầu tiền tệ. Lập luận này chỉ ra rằng chính phủ và NHTW có thể điều tiết mức độ cung ứng tiền theo cầu tiền tệ,



nghĩa là gián tiếp theo lãi suất hoặc chủ động đưa ra mức cung tiền tệ để hướng dẫn lãi suất và cầu tiền tệ theo ý mình. Những phần sau sẽ còn trở lại chủ đề này.

#### 11.2.4. Lý thuyết định lượng của Milton Friedman

Friedman trong một phát biểu tại Hội đồng kinh tế chung năm 1958 đồng ý nhắc lại rằng nhu cầu về tiền phụ thuộc vào mức giá và thu nhập của nhân dân. Tuy nhiên, ông đưa ra một số lập luận mới. Theo ông, độ dao động của nhu cầu về tiền không đồng bộ với độ co dãn của thu nhập. Ông đồng ý với Pigou về việc nên xem tiền là một loại tài sản hơn việc coi nó đơn giản là phương tiện để thanh toán và tiêu xài.

Trong 3 nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu về tiền: (1) thu nhập, (2) giá cả, (3) lãi suất đã được các nhà kinh tế đi trước phân tích, Friedman mở rộng ý nghĩa của ảnh hưởng thứ 3. Đối với ông, ngoài thu nhập, giá cả, chi phí của việc giữ tiền mới là yếu tố quyết định. Và chi phí của việc giữ tiền thì lại phụ thuộc vào 2 nhân tố khác, đó là lãi suất và lạm phát. Ông chứng minh rằng nếu chỉ nói đến lãi suất không thôi, sẽ chưa đủ, mà phải nói rằng lãi suất và lạm phát càng cao, nhu cầu về tiền trong nhân dân càng ít. Ngược lại, lãi suất và lạm phát càng thấp, nhu cầu về tiền sẽ tăng lên.

Như vậy, trong quan điểm của Friedman có 4 yếu tố ảnh hưởng đến cầu tiền tệ: (1) thu nhập hay GNP, (2) mức giá hàng hóa và dịch vụ, (3) lãi suất thực, (4) lạm phát. Khi yếu tố thứ nhất và thứ hai tăng, nhu cầu về tiền sẽ tăng theo. Ngược lại, khi yếu tố thứ ba và thứ tư tăng, nhu cầu về tiền sẽ giảm đi.

Trong một vài phương diện, tư tưởng của Friedman có vẻ giống Keynes ngoài việc cộng thêm yếu tố lạm phát vào lãi suất. Nhưng thực ra vấn đề không đơn giản như vậy. Nếu Friedman không có phát kiến nào mới hơn Keynes, tư tưởng của ông đã không ảnh hưởng đến nền kinh tế Âu Mỹ từ thập niên 60 đến giờ. Và nó cũng sẽ không xứng với giải Nobel về kinh tế mà ông đã nhận. Friedman chỉ ra nhiều điểm khác nhau khi so sánh với Keynes. Thứ nhất, Friedman đưa ra lập luận: lượng cầu về tiền danh nghĩa trong nền kinh tế là một đại lượng khá ổn định so với thu nhập hoặc sản lượng danh nghĩa và lãi suất danh nghĩa ( $\text{lãi suất thực} + \text{tỷ lệ lạm phát}$ ). Những tác nhân còn lại khác ảnh hưởng rất ít đến việc định lượng nhu cầu về tiền trong nền kinh tế.

Trong tác phẩm “Nhu cầu về tiền - lý thuyết và kinh nghiệm thực tế” đăng trên Tạp chí kinh tế chính trị học tháng 8, năm 1959 ở Hoa Kỳ, Friedman chứng minh sự biến động của thu nhập thực tế. Ông đưa ra cách xác định nhu cầu về tiền bằng công thức:

$$M_d = aPY^b \quad (11.12)$$

Trong đó:

$M_d$  là lượng cầu về tiền trong nền kinh tế

P là mức giá hàng hóa và dịch vụ

$Y^b$  là thu nhập hay sản lượng thực tế

a là hàng số lớn hơn không chỉ ra sự biến động cùng chiều giữa  $M_d$  và P,  $Y^b$ .

b là hàng số lớn hơn 1 cho biết sự biến động của nhu cầu về tiền thường là lớn hơn sự biến động cùng chiều của thu nhập thực tế.

Phương trình nói trên có thể được viết thành:

$$\frac{M_d}{P} = aY^b \quad (11.13)$$

và

$$\log \frac{M_d}{P} = \log(aY^b) = \log a + b \log Y \quad (11.14)$$

Mối quan hệ trên được quy về hai biến số  $\log \frac{M_d}{P}$  và  $\log Y$ . Bởi vì a và b được giả định là những hàng số. Friedman kiểm tra những số liệu thực tế về sự biến động của thu nhập và nhu cầu về tiền, trong vòng 20 chu kỳ kinh doanh từ năm 1870 đến năm 1954 (nghĩa là 85

năm) trong nền kinh tế nước Mỹ. Khác với Keynes một cách khá cơ bản, khi khảo sát về nhu cầu tiền tệ để xác định biến số  $\log \frac{M_d}{P}$ . Nếu trong trường hợp của Keynes, ông ta chỉ quan tâm đến tiền mặt (currency), ngược lại, Milton Friedman xem  $M_d$  là tổng cầu tiền tệ (Aggregate demand for money) bao gồm tất cả tiền mặt - tiền séc và tiền trong tài khoản gửi có kỳ hạn. Ông lập luận rằng tại sao lại bỏ qua séc và tiền gửi có kỳ hạn trong khi vào giai đoạn nói trên, 2 loại tiền này đã được sử dụng trong thanh toán và lưu thông không khác gì tiền mặt.

Kết quả của Friedman thật ấn tượng. Mối liên quan giữa  $\frac{M_d}{P}$  với  $Y$  trong phương trình 11.12 được biểu diễn bởi hàng số  $a$  là 0,99. Nghĩa là có thể xem bằng 1. Khẳng định thứ nhất của ông là:

$$\frac{M_d}{P} = Y^b \quad (11.15)$$

Nếu gọi  $\frac{M_d}{P}$  là mức nhu cầu tiền thực tế (Real demand for money), thì nó là một đại lượng biến động khá ổn định theo  $Y$  (thu nhập). Còn nhu cầu về tiền danh nghĩa  $M_d$  cũng là một hàm số ổn định theo giá cả và thu nhập. Vì mức cung ứng tiền thực tế là một đại lượng biến động lớn hơn  $Y$  (thu nhập), mỗi thay đổi về thu nhập đều đưa đến một thay đổi với mức độ lớn hơn về nhu cầu tiền. Friedman gọi “Tiền tệ là một hàng hóa xa xỉ (luxury)”.

Kết quả thứ 2 cũng đều ý nghĩa, là hàng số  $b$  trong phương trình 11.13 và 11.15 hay “hệ số hồi quy” phản ánh tỷ lệ biến động của nhu cầu về tiền theo thu nhập được xác định là 1,8. Như vậy:

$$\frac{M_d}{P} = \alpha Y^{1,8} = Y^{1,8} \quad (11.16)$$

Cứ  $\alpha\%$  tăng (hoặc giảm) trong thu nhập sẽ dẫn đến sự tăng (hoặc giảm)  $\alpha^{1,8}\%$  trong nhu cầu về tiền. Hay, gần bằng tỷ lệ bình phương.

Lãi suất được chứng minh rằng có ảnh hưởng rất ít đến nhu cầu về tiền. Và chính chi phí của việc giữ tiền cũng chỉ có ảnh hưởng nhỏ đối với nhu cầu nói trên. Sự tăng của mức giá tạo ra những kết quả hơi khó nhận định về tác động của nó đối với nhu cầu về tiền.

Hơn nữa, thành quả của Friedman cũng cố đánh giá mới về khái niệm tiền theo nghĩa rộng. Tất cả tiền là tài sản. Nhưng tiền mặt và séc là tài sản không sinh lãi. Cho nên, giữ tiền mặt hoặc sẽ phải trả giá bằng chi phí cơ hội, nhưng cũng là tiền, các khoản gửi có kỳ hạn dễ dàng chuyển sang séc lại là tài sản tạo ra lãi, tức là giữ loại tiền này không mất chí phí cơ hội. Do vậy, khi lãi suất lên cao, nhu cầu về tiền mặt và séc giảm đi, nhưng nhu cầu về tiền gửi có kỳ hạn lại tăng. Cho nên, khi chỉ nhìn vào tiền mặt và séc, Keynes cho rằng lãi suất tăng làm nhu cầu về tiền giảm. Trong thực tế, sự giảm đi của nhu cầu về séc và tiền mặt, kết hợp với sự tăng lên của nhu cầu về tiền gửi có kỳ hạn sẽ làm cho nhu cầu tổng hợp về tiền theo nghĩa rộng nếu có giảm, cũng giảm ít hơn rất nhiều so với cách tính của Keynes. Đó là lý do vì sao Friedman cho rằng, lãi suất tăng (hay giảm) ảnh hưởng rất ít đến sự tăng (hoặc giảm) của nhu cầu về tiền.

Milton Friedman đã chứng minh bằng thực tiễn khảo sát rằng, sản lượng và thu nhập liên hệ rất khăng khít với tiền theo nghĩa rộng, chứ không phải chỉ riêng tiền mặt và tiền gửi không kỳ hạn dùng séc. Cho nên, kết luận tiếp theo của ông là quản lý cung ứng tiền rộng là phương tiện tốt nhất để điều tiết và ổn định kinh tế.

Và rồi chúng ta sẽ thấy quan điểm này ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ của Tây Âu và Bắc Mỹ như thế nào, trong hơn 30 năm qua từ sau thập niên 50. Ảnh hưởng của ông là đã chứng minh được sự tồn tại của một cơ chế lan truyền giữa cung ứng tiền - sản lượng, thu nhập - và nhu cầu về tiền. Vẫn đe được bắt đầu như sau:

Giả sử vào một thời điểm bất kỳ nào đó, nền kinh tế đang ở thế quân bình về cung và cầu tiền tệ. Với thế quân bình này, xác định cầu tiền tệ là một việc làm quá đơn giản vì chỉ cần tính theo cung là có kết quả ngay. Giả định tiếp rằng vì một lý do nào đó (ngày nay thì có quá nhiều lý do như thế), NHTW quyết định mua chứng khoán để can thiệp vào thị trường mở, hoặc mua ngoại tệ để phá giá đồng tiền. Hệ quả là gì? Trước đó, nhu cầu về tiền của nhân dân vừa đúng bằng sức cung. Nhân dân không có nhu cầu giữ tiền nhiều hơn mà cũng không ít hơn. Hành động của NHTW làm tăng ngay tức khắc cung ứng tiền và dự trữ của hệ thống ngân hàng trung gian. Các ngân hàng đổi diện với tình trạng quá thừa dự trữ ngoài ý muốn của họ, sẽ có khuynh hướng cố gắng cho vay nhiều hơn và dễ dãi hơn. Cá tiền mặt và séc ngoài nền kinh tế đều tăng lên rất nhanh.

Những người sở hữu được tiền do vừa bán chứng khoán, ngoại tệ cho NHTW, hoặc vừa được NHTG cho vay sẽ cảm thấy đột nhiên họ trở nên thừa tiền mặt hơn. Nhu cầu tiêu xài vào hàng tiêu dùng và đầu tư tất yếu sẽ tăng. Hơn nữa, điều đáng nói là những người bán chứng khoán, ngoại tệ cho NHTW là vì họ cảm thấy việc bán ấy có lời, bởi NHTW đưa ra những giá mua hấp dẫn (không phải bắt buộc họ). Do có lời mà họ bán, không phải vì họ cần thêm tiền mặt, vì chúng ta đã giả định là chỉ mới trước thời điểm ấy, nhu cầu tiền của họ hoàn toàn quân bình với cung tiền tệ. Cho nên, sau khi bán xong, họ sẽ có khuynh hướng dùng tiền vừa có mua lại chứng khoán, ngoại tệ hoặc tài sản có lãi khác.

Quá trình bán và mua lại tiếp tục diễn ra. Chứng khoán và hàng hóa lên giá vì nhu cầu mua tăng. Sự lên giá này kích thích các nhà sản xuất gia tăng cường độ hoạt động. Hệ quả là sự gia tăng cung ứng tiền của NHTW đã được chuyển hóa thành sự lên giá của hàng hóa và hành trướng của sản lượng.

Sản lượng và giá cả tăng kéo theo nhu cầu tiền tệ tăng (như đã phân tích ở trên). Nhu cầu về tiền sẽ tăng theo cho đến khi nào cầu tiền tệ theo kịp và quân bình với cung tiền tệ. Sự tăng thêm của cầu và tiền sẽ được định lượng thông qua công thức (11.16).

Vai trò của lãi suất trong tiến trình diễn ra như thế nào. Friedman cắt nghĩa rằng:

Bước 1: Tăng cung ứng tiền của NHTW làm cho tiền thừa, cho vay dễ dãi hơn, chứng khoán lên giá. Do đó lãi suất hạ nhanh.

Điều này hoàn toàn đúng với lập luận của Keynes.

Bước 2: 6 tháng sau đó khi tổng cầu hàng hóa đã lên cao, giá cả sẽ lên, sản lượng được mở rộng.

Bước 3: Bản thân sự lên giá hàng hóa hay lạm phát sẽ kích lãi suất danh nghĩa phải tăng trở lại. Vì sao vậy? Vì lãi suất danh nghĩa của thị trường tiền bằng lãi suất thực cộng với lạm phát. Lạm phát tăng làm lãi suất danh nghĩa tăng, cho dù ngân hàng và thị trường có muốn hay không.

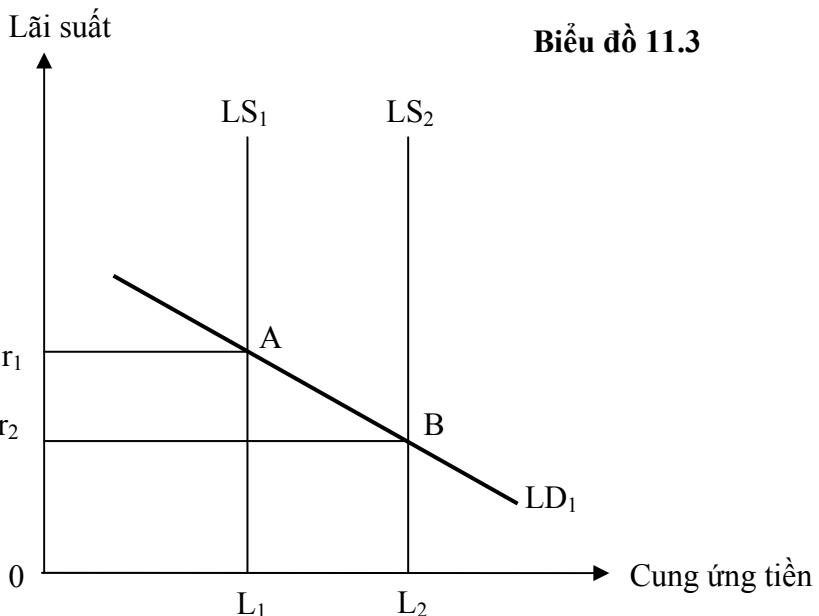
Bước 4: Hơn nữa, sản lượng và giá cả càng tăng, càng làm cho nhu cầu về tiền tăng. Sự tăng của nhu cầu về tiền rút ngắn khoảng cách dư thừa cho đến khi cân bằng với cung. Trong quá trình này, sự khan hiếm tiền xuất hiện dần (vì sản lượng và giá tăng, nhu cầu tiền thực tế cũng lớn hơn điểm quân bình ban đầu) thúc đẩy lãi suất lên mau hơn.

Như thế, về mặt ngắn hạn, sự tăng cung tiền tệ làm giảm lãi suất, kích thích kinh tế tăng trưởng. Đây là điều thống nhất giữa Friedman và Keynes. Nhưng về mặt dài hạn, lãi suất sẽ tăng trở lại theo cung ứng tiền. Đây là cái khác giữa quan điểm của hai người.

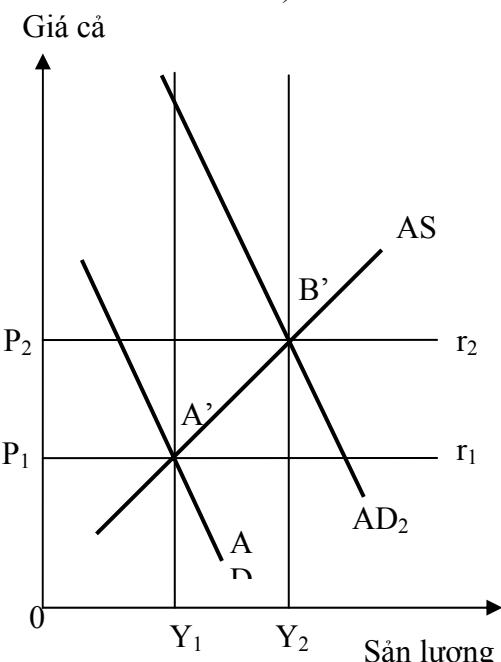
Biểu đồ 11.3 (a, b và c) tóm tắt lý thuyết của Friedman. Ông cho rằng sự thay đổi trong cung ứng tiền không những là điều kiện cần để gia tăng sản lượng, mà còn là tiền đề để điều chỉnh lãi suất và lượng cầu về tiền. Bởi vì lượng cầu về tiền bị giá cả và thu nhập chi phối. Sự khác nhau điển hình nhất giữa Milton Friedman và các nhà kinh tế học trước ông (từ trường phái cổ điển cho đến Keynes) là trong khi các nhà kinh tế trước đó chỉ chú trọng định lượng nhu cầu về tiền, rồi đi vào hướng phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến cầu tiền tệ, tìm cách xác định cầu để cuối cùng xác định lượng tiền tệ cần cung ứng cho nền kinh tế, thì Friedman tuy cũng phân tích về cầu nhưng ông lại xem nó là đại lượng thụ động bởi giá cả và sản lượng. Do vậy, ông chú trọng định lượng cung tiền tệ, dùng chính sách cung ứng tiền để hoạch định mục tiêu kinh tế, xem cung ứng tiền chỉ là phương tiện, mục tiêu kinh tế là mục

đích, và nhu cầu về tiền của nền kinh tế là hàm số có thể hướng dẫn được thông qua thu nhập, giá cả. Chính sách tiền tệ trong con mắt ông là chính sách về cung ứng tiền. Vì tiền là loại tài sản đặc biệt, có thể chi phối hoạt động tạo ra các loại tài sản khác, từ hoạt động sản xuất và kinh doanh của nền kinh tế. Đây chính là chỗ vĩ đại, hay là phát minh của Milton Friedman.

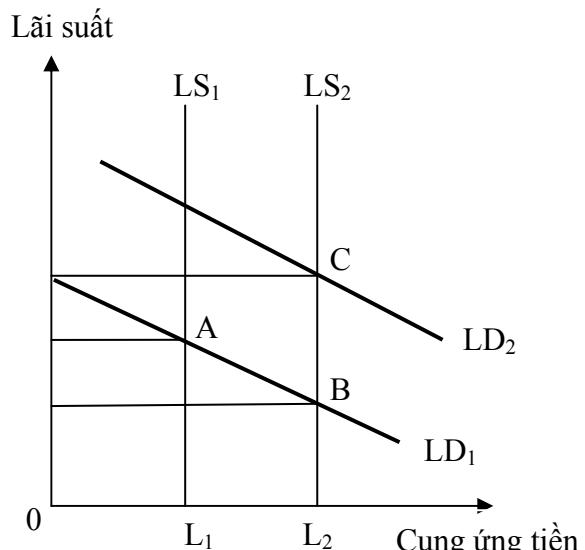
Dĩ nhiên, có nhiều nhà khoa học chưa đồng ý với Friedman. Mọi lý thuyết đều có những mâu thuẫn về quan điểm riêng để sáng tạo ra khoa học.



a)



b)



c)

### TÓM TẮT

1) Mọi thay đổi liên quan đến tiền như: số lượng tiền - chi phí - giá trị... đều ảnh hưởng sâu sắc đến đời sống của nhân dân và hoạt động kinh tế. Ngày nay, những thay đổi như thế đều có bàn tay của con người. Cho nên, người ta gọi đó là những tác động của chính sách tiền tệ.

2) Chính sách tiền tệ được hình thành từ hoạt động của hệ thống ngân hàng dưới sự chỉ đạo của NHTW.

3) Thay đổi trong chính sách tiền tệ có nghĩa là thay đổi trong cung ứng tiền. Bởi lẽ cung ứng tiền mà thay đổi, thì chi phí - giá trị - lãi suất... đều thay đổi. Vì thế, ở châu Âu và Bắc Mỹ hiện nay người ta còn gọi chính sách tiền tệ là chính sách về cung ứng tiền.

4) Từ lý do trên, mấu chốt cơ bản của chính sách tiền tệ là việc định lượng mức cung ứng tiền cho mỗi thời kỳ của nền kinh tế.

5) Fisher - A.C.Pigou và các học giả của Cambridge ngày xưa có khuynh hướng đi từ việc định lượng nhu cầu về tiền để xác định cung tiền tệ.

6) Keynes và Milton Friedman coi trọng cung. Nhưng Keynes đôi khi còn sa vào lập luận lãi suất là phương tiện trung gian điều chỉnh cả cung và cầu tiền tệ. Và ông cho rằng quản lý lãi suất là con bài chủ đạo để thiết kế chính sách tiền tệ.

7) Friedman xem tất cả các vấn đề như sản lượng, giá cả, lãi suất, nhu cầu về tiền đều xoay quanh cung. Bằng việc chủ động thay đổi cung ứng tiền, NHTW và chính phủ hoàn toàn hướng dẫn được lãi suất, tổng cầu, sản lượng, giá cả và thậm chí cả nhu cầu về tiền trong nhân dân.

8) Cung tiền tệ được định lượng theo mục tiêu gia tăng sản lượng của mỗi nhà nước và NHTW theo công thức (11.16) ■

## Chương 12 - TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Định lượng được cung ứng tiền, tức là đã xác định được phương hướng cho chính sách tiền tệ. Chính sách tiền tệ có 2 hình thức thể hiện cơ bản đó là: (1) Chính sách tiền tệ nói lỏng (easy monetary policy) và (2) Chính sách tiền tệ thắt chặt (tight monetary policy). Với chính sách thứ nhất, cung ứng tiền trở nên dồi dào và thừa thãi. Với chính sách thứ hai, tiền trở thanh đắt đỏ và khó kiếm do lượng cung ứng hạn chế.

Để kiến thiết chính sách tiền tệ, NHTW phải vận dụng những công cụ đặc biệt của nó. Người ta gọi đó là "công cụ của chính sách tiền tệ (monetary policy instruments)". Dĩ nhiên, không phải vô cớ, mà NHTW thay đổi chính sách của mình. Bất cứ hành vi nào về cung ứng tiền đều có mục tiêu của nó. Và chính sách tiền tệ là phương tiện để đạt các mục tiêu nói trên. Con đường đạt tới các mục tiêu bao giờ cũng là đi từ cái tốt đến cái tốt nhất, hoặc sửa đổi cái đang xấu, thành tốt. Trong một nền kinh tế hiện đại, mọi cái xấu, tốt và tốt nhất trong hoạt động kinh tế đều chủ yếu xuất phát từ chính sách tiền tệ. Cho nên nếu đã từng tồn tại những điều chưa tốt, thì lý do cũng xuất phát từ những sai lầm của chính sách tiền tệ mà ra.

Do vậy, để có thể hiểu được nguyên nhân, ý nghĩa của những thay đổi trong chính sách tiền tệ và cách thiết kế chúng ở chương 13, chúng ta cần phải biết những tác động của chính sách tiền tệ đến nền kinh tế.

### 12.1. LÝ THUYẾT CỦA JOHN MAYNARD KEYNES

#### 12.1.1. Tác động của lãi suất đến sản lượng quốc gia

##### 12.1.1.1. Phân tích kinh tế vĩ mô

Theo quan điểm của Keynes, thu nhập ròng của mỗi người dân cho đến cả nền kinh tế nếu gọi là  $Y_d$  thì:

$$Y_d = Y - T \quad (12.01)$$

Trong đó  $Y$  là thu nhập danh nghĩa.  $T$  là thuế thu nhập và các loại thuế phải nộp cho nhà nước khác. Thu nhập ròng  $Y_d$  là phần còn lại có thể được gọi là thu nhập khả dụng.

Thông thường tỷ suất thuế bình quân trên thu nhập là một đại lượng xác định. Cho nên phần thuế của nhà nước  $T$  sẽ là:

$$T = tY$$

Với  $t$  là tỷ suất thuế. Như vậy, đẳng thức có thể được viết lại thành:

$$Y_d = Y - tY = (1 - t)Y \quad (12.02)$$

Mặt khác, thu nhập khả dụng luôn có khuynh hướng chia ra làm 2 phần. Phần tiêu dùng  $C$  và tiết kiệm  $S$ . Tiết kiệm được Keynes giả định là đồng nhất với đầu tư. Cho nên  $Y_d = C + I$

Đúng về phía tiêu dùng, ông phân tích tiếp:

$$C = a + bY \quad (12.03)$$

Nghĩa là tiêu dùng của mỗi người dân (hoặc cả nền kinh tế):  $C$ , sẽ phụ thuộc vào số lượng tiêu dùng tối thiểu:  $a$  (thuộc nhu cầu căn bản).  $a$  thường là hằng số. Và  $b$  là khuynh hướng tiêu dùng trên hạn mức  $b = \Delta C / \Delta Y$ . Như vậy, khi đưa  $Y_d$  từ đẳng thức (12.02) vào đẳng thức (12.03) ta có:

$$C = a + b(1 - t)Y \quad (12.04)$$

Vì mọi nền kinh tế đều mở cửa thông thương với nước ngoài, cho nên có mua và bán. Mua từ nước ngoài là nhập khẩu, bán ra cho nước ngoài là xuất khẩu. Hiệu số của xuất khẩu trừ đi nhập khẩu gọi là xuất khẩu ròng, NE.

Vì khả năng mua hàng phụ thuộc vào thu nhập, thu nhập càng cao, nhu cầu của nền kinh tế về hàng nhập càng lớn, do vậy, nếu gọi  $g$  là biến số phản ánh mối quan hệ giữa thu nhập và nhu cầu về hàng nhập khẩu, thì  $g$  còn được gọi là khuynh hướng nhập khẩu biên (Marginal Propensity to Import).

$$I_m = gY \quad (12.05)$$

Và xuất khẩu ròng NE sẽ được phản ánh qua công thức:

$$NE = E_x - I_m = E_x - gY \quad (12.06)$$

Gọi  $E$  là tổng chi tiêu quốc dân,  $E$ , theo Keynes, có thể là một đại lượng lớn hơn mà cũng có thể nhỏ hơn  $Y$ .  $E$  sẽ bao gồm chi tiêu của nhân dân cho cuộc sống ( $C$ ), cho đầu tư ( $I$ ), chi tiêu của chính quyền  $G$  và xuất khẩu ròng  $NE$

$$E = C + I + G + NE = [a + b(1 - t)Y] + I + G + (E_x - gY) \quad (12.07)$$

Trong trường hợp xét ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến một nền kinh tế không nợ nần với nước ngoài, tổng chi tiêu  $E$  sẽ vừa đúng bằng sản lượng hay thu nhập  $Y$ .

Vậy:

$$Y = [a + b(1 - t)Y] + I + G + (E_x - gY) \quad (12.08)$$

Phương trình trên có thể viết lại thành:

$$a + I + G + E_x = Y - b(1 - t)Y + gY = Y[1 - b(1 - t) + g]$$

Vậy:

$$Y = \frac{1}{1 - b(1 - t) + g} (a + I + G + E_x) \quad (12.09)$$

Lượng đầu tư  $I$  phụ thuộc vào lãi suất, khi chúng ta xét đầu tư như là hoạt động mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp, hộ gia đình. Nếu gọi  $r$  là lãi suất, theo Keynes,  $I$  được tính như sau:

$$I = I_o - d.r \quad (12.10)$$

Với  $r$  là lãi suất ngân hàng,  $I_o$  là lượng đầu tư mong muốn và  $d$  là hằng số chỉ quan hệ giữa lãi suất và đầu tư. Keynes lập luận tiếp rằng, bản thân xuất khẩu ròng cũng phụ thuộc và lãi suất và thu nhập. Riêng đối với xuất khẩu, nếu gọi  $f$  là lượng xuất khẩu mong muốn của nền kinh tế, bao gồm cả xuất khẩu hàng hóa, dịch vụ và tư bản, thì với những mức lãi suất cao, khuynh hướng xuất khẩu tư bản sẽ giảm dần, kéo theo tổng xuất khẩu giảm. Vậy:

$$E_x = f - h.r \quad (12.11)$$

Với  $h$  là biến số xác định, chỉ mối quan hệ giữa lãi suất  $r$  và sự giảm đi của xuất khẩu.

Lúc đó:

$$NE = E_x - gY = f - h.r - gY \quad (12.12)$$

Phương trình 12.09 được viết trở lại như sau:

$$Y = \frac{1}{1 - b(1 - t) + g} \langle a + (I - dr) + G + (f - hr) \rangle \quad (12.13)$$

Như vậy, thu nhập hay sản lượng quốc gia  $Y$ , được quy về phụ thuộc vào lãi suất. Lãi suất càng cao, đầu tư và xuất khẩu ròng càng giảm. Hệ quả cuối cùng là sản lượng  $Y$  sẽ giảm theo. Từ sự phân tích trên, Keynes đưa ra mô hình đường IS (Investment - Saving).

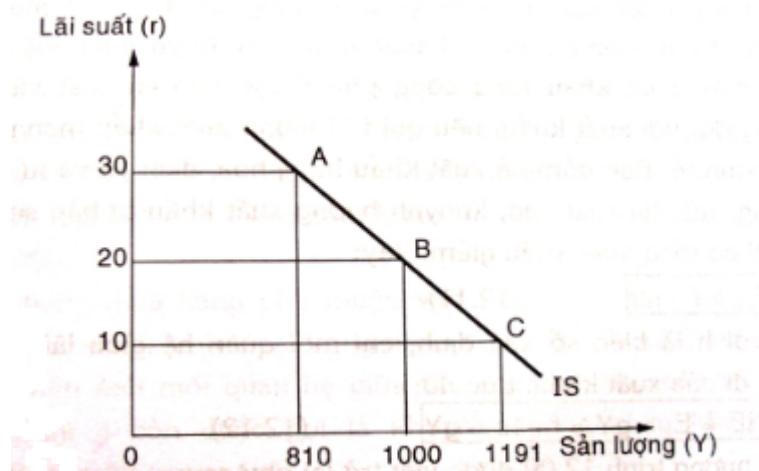
### 12.1.1.2. Đường IS

Keynes giả định rằng  $b = 0,7$ ;  $t = 10\% = 0,1$ ; tỷ lệ giữa sự tăng thu nhập và nhu cầu về hàng nhập khẩu:  $g = 0,05$ . Nhu cầu tiêu dùng tối thiểu của nhân dân:  $a = 70$ . Đầu tư tự định  $I_o = 200$ , hằng số  $d = 400$ , tiêu dùng toàn bộ của khu vực chính quyền = 200. Lượng xuất khẩu dự định  $f = 110$ . Hằng số  $h$  chỉ mối quan hệ giữa sự tăng lãi suất và giảm đi của xuất khẩu là 400. Lúc đó, với lãi suất  $r_1$ , phương trình (12.13) được viết thành:

$$Y = \frac{1}{1 - 0,7(1 - 0,1) + 0,05} \langle 70 + (200 - 400.r_1) + 200 + (110 - 400.r_1) \rangle$$

Với những đại lượng bất kỳ của  $r$ , sản lượng  $Y$  sẽ được xác định một cách tương ứng qua phép tính nói trên. Với mức lãi suất = 30% một năm, sản lượng sẽ đạt ở điểm A. Lãi suất càng hạ, sản lượng càng dịch chuyển về bên tay phải. Nối các điểm A, B, C, chúng ta sẽ có đường IS như biểu đồ 12.1, cho biết về mối quan hệ giữa lãi suất và sản lượng.

Biểu đồ 12.1



Kết luận của Keynes là:

$$\frac{1}{(1 - b(1 - t) + g)} \quad (12.14)$$

được gọi là thừa số thu nhập. Như vậy, thứ nhất, thừa số thu nhập sẽ tăng khi khuynh hướng tiêu dùng trên hạn mức b tăng, thuế suất t giảm và khuynh hướng nhập khẩu trên hạn mức g giảm.

Thứ hai: sản lượng quốc gia sẽ tăng khi:

- Nhu cầu tiêu dùng cơ bản: a tăng
- Tiêu dùng của khu vực chính phủ tăng (G tăng)
- Khuynh hướng đầu tư dự định: c tăng
- Khuynh hướng xuất khẩu dự định: f tăng

Thứ ba: Độ dốc của đường IS sẽ phụ thuộc vào thừa số thu nhập qua công thức (12.14). Thừa số thu nhập càng lớn, độ dốc của IS càng thoải hơn, cho biết nền kinh tế nói chung và đầu tư nói riêng rất nhạy cảm với lãi suất. Ngược lại, thừa số thu nhập nhỏ, độ dốc của IS sẽ rất lớn. Nền kinh tế và đầu tư phản ứng kém với biến động của lãi suất. Trường hợp sau, theo Keynes, xảy ra khi nền kinh tế đã vận động gần đến mức toàn dụng nhân lực và tài nguyên. Hoặc, quá trì trệ vì cơ chế quản lý sai lệch.

Từ những lập luận trên, quan điểm nổi tiếng của ông là: chính sách tiền tệ phải hướng tới việc điều tiết lãi suất thích hợp để liên tục mở rộng sản lượng quốc gia đến toàn dụng.

### 12.1.1.3. Đường LM

Cũng theo lý thuyết của Keynes, với mỗi mức lãi suất nhất định, nền kinh tế sẽ đạt những mức sản lượng và thu nhập nhất định. Thế nhưng lãi suất, bản thân nó thì chịu tác động bởi nhân tố nào?

Keynes cho rằng lãi suất liên quan đến nhu cầu về tiền. Theo ông, nhu cầu về tiền  $M_d$ , nếu trình bày chi tiết, sẽ là một biến số bằng:

$$M_d = kY + (X - Z.r) \quad (12.15)$$

Trong đó  $kY$  là nhu cầu tiền cần cho thanh toán, giao dịch,  $(X - Z.r)$  là nhu cầu về tài sản sinh lãi như tiền gửi có kỳ hạn và trái phiếu... Xin lưu ý rằng cách phân tích nói trên chỉ là sự triển khai tiếp tục rộng hơn các quan điểm trong công thức (11.09) và (11.10) ở chương trước. Trong đó  $k$ ,  $X$ ,  $Z$  là những hằng số,  $k$  cho biết khuynh hướng giữ tiền trên hạn mức cho giao dịch,  $Y$  là sản lượng hay thu nhập,  $X$  là lượng tài sản mà nhân dân muốn giữ,  $Z$  là hằng số phản ánh sự thay đổi về tài sản mỗi khi lãi suất  $r$  biến động.

Đến đây, Keynes giả định rằng cung ứng tiền  $M$  luôn luôn theo đúng bằng nhu cầu về tiền  $M_d$ . Như vậy:

$$M = kY + (X - Zr) = M_d \quad (12.16)$$

Như vậy, ông cho rằng: với mỗi mức thu nhập cho trước, sự dao động của lãi suất sẽ là con thoi để điều tiết cho cung tiền tệ bằng với cầu. Thí dụ như với một mức thu nhập Y lớn hơn, nhu cầu về tiền kY sẽ làm cho cầu tiền tệ  $M_d$  trở nên lớn hơn cung tiền tệ M nếu cân cân tài sản ( $X - Zr$ ) vẫn không đổi. Do vậy, để cung ứng tiền tệ vẫn phù hợp với cầu về tiền, bộ phận ( $X - Zr$ ) nhỏ hơn, r tất yếu phải tăng lên. Như thế, thu nhập càng cao, lãi suất càng phải được nâng lên để làm thăng bằng cầu với cung tiền tệ, trong trường hợp mức cung được xem là cố định.

Ví dụ vào một thời điểm bất kỳ nào đó, cung tiền tệ trong nền kinh tế là 7.500 tỷ VND. Hằng số k bằng 0,5, X = 4000 tỷ VND và hằng số Z = 10.000. Công thức (12.16) được viết thành:

$$7500 = 0,5Y + (4000 - 10000r)$$

Với mỗi mức lãi suất nhất định  $r_1$  hay  $r_2$  nào đó, sản lượng Y của nền kinh tế sẽ được xác định theo công thức:

$$Y = \frac{M - *X - Zr}{k} \quad (12.17)$$

Trong thí dụ trên, với cung tiền tệ M cố định ở mức 7500 tỷ VND, khi lãi suất ở mức 10%, sản lượng phải ở mức 7000 tỷ USD thì cầu về tiền ( $M_d$ ) mới tương đương được với cung. Sản lượng tăng lên 11000 tỷ USD, lãi suất tăng sẽ là điều cần thiết để giữ cầu về tiền tiếp tục tương ứng với cung. Trong trường hợp này, lãi suất phải lên tới 20%. Một cách tương tự như vậy, nối các điểm A, B, C, người ta có đường biểu diễn mối liên quan giữa lãi suất với sản lượng khi nhu cầu về tiền được cố định theo cung (M theo L). Do đó, đường này còn có tên gọi là LM (demand for Liquidity equals quantity of Money).

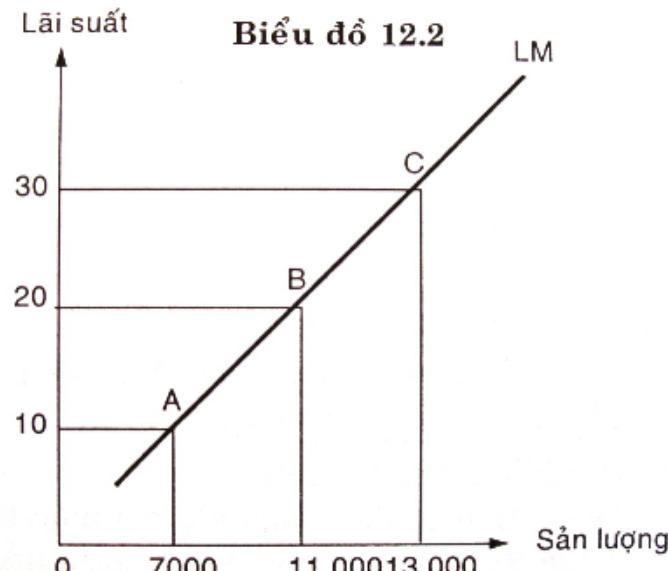
Đường LM sẽ thoái hơn nếu k nhỏ và hiệu số ( $X - Zr$ ) nhỏ. Nghĩa là Z phải lớn. Điều đó cho biết tính nhạy cảm thay đổi của các loại tài sản sinh lãi đối với những biến động của lãi suất. Ngược lại, LM sẽ dốc nếu Z nhỏ hơn. Hay nói khác đi, lãi suất biến đổi ít làm thay đổi lượng tài sản khác tiền mặt. Vấn đề này thường xảy ra ở các nước có lạm phát cao.

Đường LM của Keynes muốn nói rằng, với chính sách cố định về cung ứng tiền, lãi suất là nhân tố phải biến động theo sản lượng để giữ cho cầu tiền tệ luôn luôn tương ứng với cung. Nếu đường IS cho biết chính sách lãi suất thích hợp, khi cung ứng tiền và nhu cầu tiền thả lỏng - để kích thích và điều tiết sản lượng, thì đường LM cho thấy điều ngược lại về chính sách lãi suất khi cung tiền tệ được giữ ổn định.

Rồi chúng ta sẽ thấy rằng tư tưởng thứ nhất thiên về hướng chống suy thoái, trong khi tư tưởng thứ hai thiên về hướng chống lạm phát (bởi vì cố định cung ứng tiền là biện pháp tốt nhất để làm giá cả hạ khi sản lượng vẫn tăng). Đây là trọng tâm của lý thuyết Keynes về tác động của chính sách tiền tệ nói chung - chính sách lãi suất nói riêng - đến các biến thái của đầu tư và giá cả, các biến thái kinh tế vĩ mô.

### 12.1.2. Hỗn hợp ISLM và chính sách tiền tệ

Cần nói rằng không phải John Maynard Keynes mà John Hicks là người đầu tiên vẽ đường LM vào năm 1937. Lúc đó, John Hicks gọi tên nó là LM để chỉ mối quan hệ tương



đương giang hỗn hợp các loại tiền - tài sản dễ thanh khoản: L (Liquidity) với tổng cung về tiền (M) của Hệ thống dự trữ liên bang Hoa Kỳ. Vào lúc ấy, IS được xem là những đường biểu diễn các điểm khác nhau của thu nhập, mà ở đó, thu nhập và tổng cầu được xem là quân bình ở một mức lãi suất cho trước. Trong khi LM chỉ mối quan hệ giữa lãi suất với sản lượng (hay thu nhập) tại mức mà cung và cầu tiền tệ được xem là cân bằng.

Keynes triển khai cách làm của John Hicks và chú trọng hơn về khía cạnh tác động của chính sách trên thị trường tiền tệ, lãi suất. Ông mang cả hai đường IS và LM nhập vào nhau. Để có thể thâm nhập vào lập luận của Keynes, chúng ta giả định theo đúng thí dụ vừa qua ở đường LM. Cho rằng vào thời điểm đang xét, nền kinh tế Việt Nam có cung tiền tệ bằng 7500 tỷ VND, hằng số k cho biết nhu cầu về tiền mặt trên thu nhập Y là 0,5. Nhu cầu về tài sản khác tiền là 4000 tỷ VND. Hằng số Z (cho biết độ nhạy cảm của tài sản theo lãi suất) là 10000.

Phương trình 12.16 (được biểu diễn bởi đường LM) viết lại thành:

$$7500 = 0,5Y + (4000 - 10000r) \quad (12.18)$$

Tiếp tục giả định rằng khuynh hướng tiêu dùng biên b = 0,7. Tỷ lệ giữa sự tăng thu nhập và nhu cầu về hàng nhập khẩu là g = 0,05. Nhu cầu tiêu dùng tối thiểu của nhân dân là a = 2000 tỷ VND. Tiêu dùng của toàn bộ khu vực chính quyền G = 1200 tỷ VND. Đầu tư tự định I<sub>0</sub> = 3000 tỷ VND. Hằng số d = 5000. Xuất khẩu tự định f = 1190 tỷ VND. Hằng số h = 5000 chỉ mối quan hệ giữa sự tăng lãi suất và giảm đi của xuất khẩu là 5000. Thuế suất của nhà nước t = 20%.

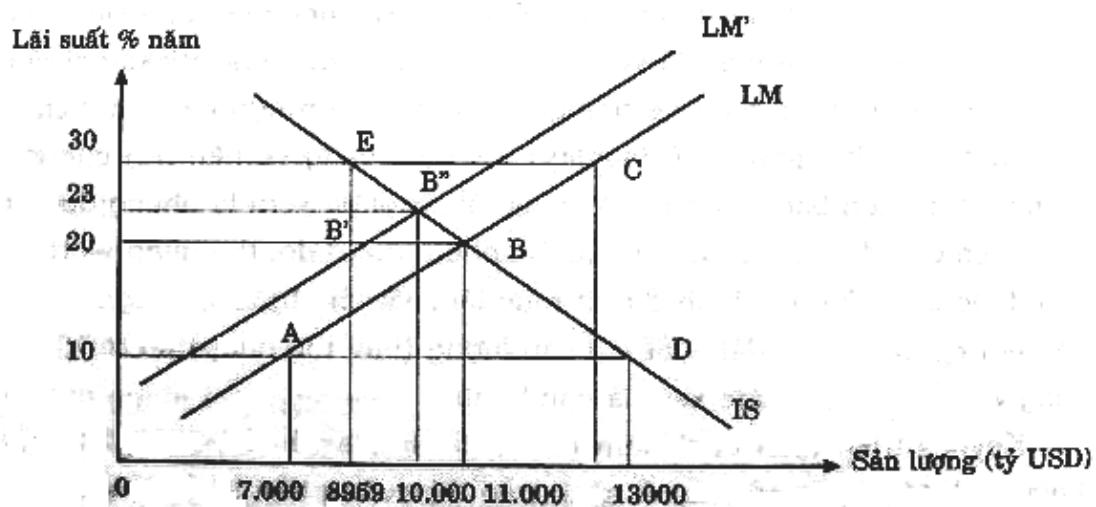
Lúc đó phương trình 12.13 của đường IS được viết thành:

$$Y = \frac{1}{\{1 - 0,7(1 - 0,2) + 0,05\}} \{2000 + (3000 - 5000r) + 1200 + (1190 - 5000r)\} \quad (12.09)$$

Lần lượt cho r các giá trị 10%, 20%, 30%.

Đường LM của phương trình 12.18 sẽ giống như LM ở biểu đồ 12.2. Đường IS như trên biểu đồ 12.3a với trị số r = 20%, IS và LM gặp nhau tại B cho biết mức lãi suất là 20% một năm làm cho cả hai phương trình 12.18 và 12.19 đều cân bằng.

Biểu đồ 12.3a



Chúng ta sẽ dùng đường ISLM để theo dõi lập luận của Keynes về ảnh hưởng của chính sách tiền tệ - mà tiêu biểu là sự tăng giảm của cung và cầu tiền tệ đối với nền kinh tế. Trước hết là ảnh hưởng của sự thay đổi về tổng cầu tiền tệ.

#### 12.1.2.1. Ảnh hưởng của sự thay đổi trong tổng cầu tiền tệ

Giả định rằng NHTW Việt Nam (Ngân hàng nhà nước) trong thí dụ trên, cho phép các ngân hàng trong nước được phép trả lãi suất cho tiền gửi không kỳ hạn (dùng séc). Điều này

làm cho chi phí cơ hội của việc giữ tiền mặt và séc giảm đi. Giả sử rằng tiền gửi có kỳ hạn được trả lãi suất 20% một năm, trong khi đó séc và tiền mặt chỉ có lãi suất 0%. Do vậy, chi phí cơ hội của việc giữ tiền lên đến 20% một năm, bằng đúng khoản mất đi của việc giữ tiền mặt thay vì gửi vào tài khoản có kỳ hạn. Việc cho phép trả lãi suất trên tài khoản séc (giả định là 10% một năm) của ngân hàng nhà nước đã làm cho chi phí cơ hội của việc giữ tiền chỉ còn 10%.

Việc này lập tức đem đến 2 hệ quả. Thứ nhất: sự tăng lên của lãi suất trả trên tài khoản séc làm cho hằng số X về tài sản trong phương trình 12.17 tăng lên. Cho rằng X tăng lên 5000 tỷ VND. Kết quả là phương trình 12.17 và 12.18 được viết thành:

$$Y = \frac{7500 - (5000 - 10000 \times 20\%)}{0,5} = 9000 \text{ tỷ VND}$$

Sản lượng từ mức quân bình ở B với GNP = 11000 tỷ VND và lãi suất 20% đã giảm xuống còn 9000 tỷ VND. Đường LM, nếu chưa xét đến tác động hỗn hợp với IS, sẽ dịch chuyển về phía trái thành LM' với điểm quân bình mới trên trực lãi suất 20% là B'.

Thứ hai: Nay giờ chúng ta xét đến tác động của hành vi trên đối với đường IS và hỗn hợp ISLM. Với đường IS, bản thân sự tăng lãi suất trên tiền gửi không kỳ hạn, không làm thay đổi bát cú hằng số hoặc biến số nào trong phương trình 12.13. Do vậy, đường IS gần như không đổi. Kết quả là sự dịch chuyển sang trái của LM chỉ chạy dọc theo IS. Hai đường gáp nhau ở điểm quân bình mới là B'' cho biết:

- Khi tương tác với đường IS không đổi, hỗn hợp ISLM chỉ làm sản lượng giảm từ 11000 tỷ xuống 10000 tỷ chứ không xuống đến 9000 tỷ như trường hợp trên.

- Lãi suất đã tăng lên đến 23% để thỏa mãn sự giảm đi của tiêu dùng, vì trong lúc cung tiền tệ không đổi, sự tăng lên của tài sản khác tiền tất yếu sẽ làm giảm nhu cầu tiền mặt. Nhưng vì nhu cầu tiền - theo quan điểm Keynes - lại chỉ có thể giảm khi thu nhập và tổng cầu giảm. Do vậy, lãi suất phải tăng để làm cho tiêu dùng giảm, kéo theo đầu tư và sản lượng giảm phù hợp với sự giảm của nhu cầu về tiền bởi việc LM dịch chuyển qua trái.

Kết luận của ông là: Khi tổng cầu về tiền giảm, sự tăng lãi suất sẽ là điều cần thiết để giữ cho ISLM quân bình với một mức sản lượng thấp hơn trước.

### **12.1.2.2. Ảnh hưởng của sự tăng cung ứng tiền**

Biểu đồ 12.3a được vẽ lại dưới đây thành 12.3b. Giả sử rằng Ngân hàng nhà nước sau những thời gian dài thắt chặt cung ứng tiền, nay quyết định nói lỏng, NHTW tung 50 tỷ VND ra mua chứng khoán (hoặc ngoại tệ) trên thị trường. Kết quả của việc đó là cho vay của các ngân hàng tăng nhanh, đẩy tổng cung ứng tiền tệ lên hơn 500 tỷ (từ 7500 tỷ VND lên 8000 tỷ VND).

Phương trình 12.17 trở thành:

$$Y = \frac{8000 - (4000 - 10000 \times 20\%)}{0,5} = 12000 \text{ tỷ VND}$$

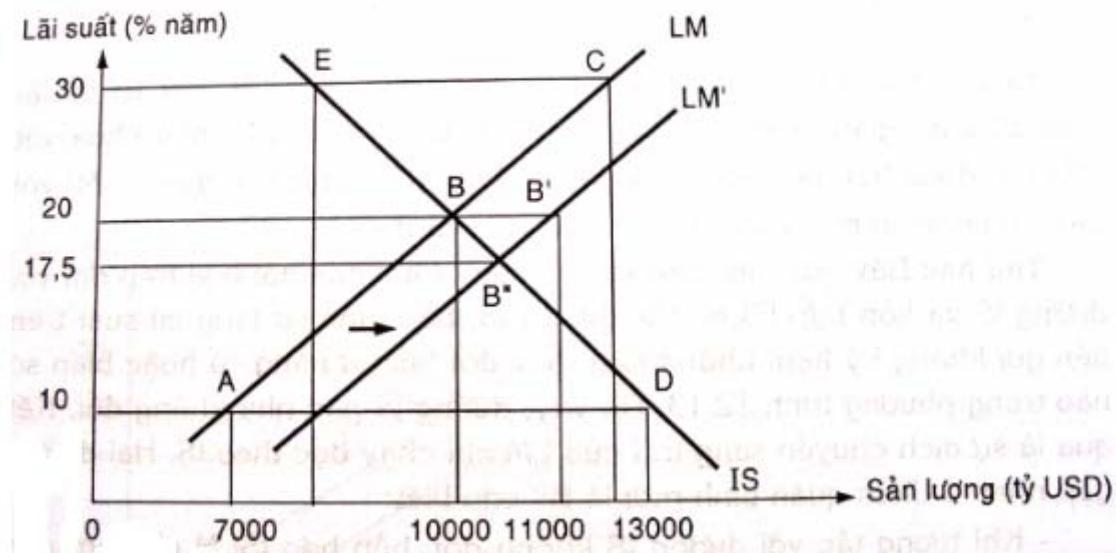
Nếu chỉ xét riêng đường LM không thỏi, sự tăng cung ứng tiền của Ngân hàng nhà nước đã kích thích đầu tư và sản lượng từ mức 11000 tỷ VND ở điểm quân bình B tăng lên 12000 tỷ VND. Cung ứng tiền tăng làm sản lượng tăng, và sản lượng tăng làm đường LM dịch qua phải thành LM' với điểm quân bình tạm thời ở mức lãi suất 20% là B'.

Tuy nhiên, sự thay đổi trong cung ứng tiền, không ảnh hưởng gì đến các hằng số và biến số của công thức 12.13 về đường IS. Kết quả là IS không đổi, và hỗn hợp ISLM tại mức sản lượng mới (12000 tỷ VND) sẽ là điểm quân bình B''. Tại điểm quân bình này, lãi suất đã giảm xuống còn 17,5% một năm.

Vì sao lãi suất lại giảm trên thị trường tiền tệ? Bởi vì cung tiền tệ tăng tác động đến đầu tư và làm gia tăng sản lượng. Sản lượng tăng làm nhu cầu tiền tệ tăng theo và lãi suất giảm là điều hợp lý để cầu về tiền theo kịp lượng cung mới phát sinh. Có như thế LM mới cân bằng. Đứng trên phương diện thực tế, người ta có thể nói rằng cung tiền tệ tăng nhất thời, tạo ra dư thừa về tiền và vốn cho vay. Điều này phải làm giảm giá cả của tiền, vốn tức là giảm lãi suất. Nhưng về mặt lý thuyết, cầu về tiền buộc phải quân bình với cung ở mỗi mức sản lượng

nhất định. Vì chính lãi suất là nhân tố phải thay đổi để đạt ổn định cả cho thị trường tiền tệ và thị trường hàng hóa.

**Biểu đồ 12.3b**



Tháng 5 năm 1979, bà Margaret Thatcher được bầu làm Thủ tướng Anh. Để kìm hãm lạm phát, Thatcher thắt chặt cung ứng tiền. Chỉ số giá tăng cung ứng giảm đột ngột gần một nửa giữa 2 năm 1978 và 1979 đến giữa thập niên 80. Nó chỉ dao động qua lại chung quanh mức tăng 8% mỗi năm để ổn định giá cả. Kết quả điều đó là gì? Tổng cung tiền tệ giảm kéo ISLM về phía trái. Sản lượng giảm và xin lưu ý rằng bảng 12.1, cột 4 cho thấy, vào những năm mà cung ứng tiền giảm, lãi suất tăng và sản lượng tụt xuống. Bởi vì chính sách tiền tệ cần ít nhất là 6 tháng trở lên để lan truyền ảnh hưởng, cho nên, gần như năm trước giảm cung ứng tiền, thì ISLM dịch qua phải vào đầu năm sau. Kết quả là sản lượng giảm và lãi suất tăng.

**Bảng 12.1: Chính sách tiền tệ thắt chặt ở Anh quốc (1978 - 1982)**

Chỉ số Năm	% tăng của cung ứng tiền $M_1$	GNP (tỷ pound sterling)	Lãi suất thị trường (% năm)	Tỷ giá ngoại hối so với G10
1978	22.1%	198	11.91%	81.5
1979	12.3	201	16.49%	87.3
1980	6.6	196	13.45%	96.1
1981	10.0	194	15.35%	95.3
1982	8.0	198	10.20%	90.7

Nguồn: Meir Kolin - Money, Banking, and Financial Markets - P.689

## 12.2. LẠM PHÁT

Lý thuyết của Keynes cung cấp cho ta bức tranh tổng quát về sự liên quan giữa chính sách cung ứng tiền, lãi suất đối với sản lượng - giá cả và tiêu dùng. Phần này tìm hiểu một cách chi tiết hơn về các loại biến động kinh tế vĩ mô do chính sách tiền tệ gây ra. Điển hình nhất là lạm phát và suy thoái.

Dĩ nhiên, cần thuyết minh ngay rằng có nhiều hình thức của biến động vĩ mô. Ngược lại với lạm phát là giảm phát, và ổn định giá cả. Ngược lại với suy thoái là tăng trưởng kinh tế thực tế... Hỗn hợp các hình thức trên tạo ra tới 5 loại biến động vĩ mô:

- Lạm phát trong tăng trưởng
- Lạm phát trong suy thoái
- Giảm phát trong tăng trưởng
- Giảm phát trong suy thoái
- Tăng trưởng và ổn định giá cả (hay giá cả lạm phát rất thấp).

Nhưng nói cho cùng thì lạm phát và suy thoái là hai loại chủ chốt tạo ra các hình thái khác. Hiểu được bản chất và sự liên đới giữa chính sách tiền tệ và 2 hiện tượng này, là có thể nắm được ảnh hưởng của nó đến toàn bộ đời sống kinh tế.

### 12.2.1. Bản chất của lạm phát

Mọi hàng hóa trên thị trường đều có giá cả của nó. Giá của hàng hóa được đo bằng số lượng đơn vị tiền phải bỏ ra để trao đổi. Người ta gọi cuốn sách có giá 40.000VND, bởi vì người muốn sở hữu cuốn sách, phải bỏ ra 40.000 đơn vị tiền của Việt Nam (mỗi đơn vị là 1) để trao đổi.

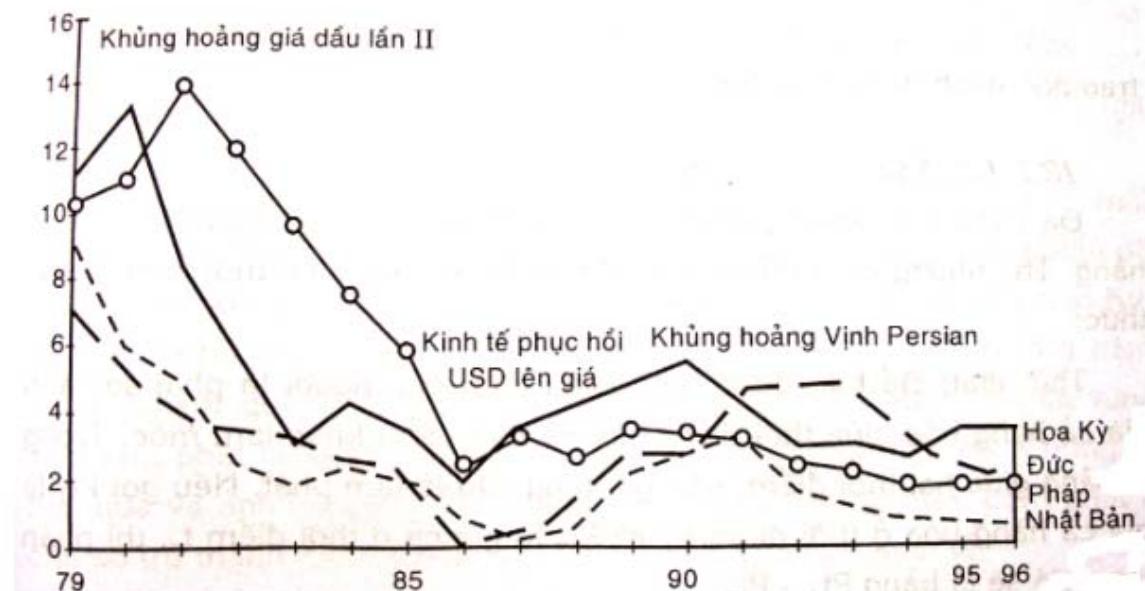
Nếu cũng cuốn sách ấy và ngày này, tháng này, năm này có giá 40.000VND, nhưng vào đúng ngày này, tháng này của năm sau, nó có giá lên đến 45.000VND, người ta gọi, một cách dân dã, là sách đã lên giá. Nếu trường hợp lên giá này xảy ra ở tất cả các hàng hóa khác trên thị trường (có thể ở những tỷ lệ khác nhau) chứ không riêng gì sách, gọi hơi có vẻ thuật ngữ một tí là giá đã lạm phát, hay nền kinh tế đang ở vào tình trạng lạm phát giá cả.

Vậy, khái niệm thứ nhất, lạm phát là tình trạng giá cả của mọi mặt hàng tăng lên so với một thời điểm bất kỳ trước đó.

Thứ “tiền” cũng là hàng hóa. Vậy “tiền” có bị lâm vào tình trạng lạm phát giá không? Câu trả lời là “Có”. Trước hết cần phân biệt: nếu chỉ hỏi “tiền có lạm phát không” thì câu trả lời về “lạm phát tiền” chỉ việc tạo ra quá mức cần thiết loại giấy bạc của chính phủ. Lạm phát trong trường hợp này là “lạm dụng phát hành”, hiểu theo nghĩa từ ngữ.

Còn lạm phát giá của tiền và của các hàng hóa khác là một phạm trù hoàn toàn khác (tuy rằng có liên đới) với phạm trù lạm dụng phát hành.

**Biểu đồ 12.3c: Lạm phát (1979 - 1996) ở 4 nước công nghiệp đứng đầu thế giới**



Tiền có giá cả. Giá cả của tiền là số lượng đơn vị hàng hóa mà mỗi đơn vị tiền có thể trao đổi được. Nếu gọi giá cả hàng hóa là  $P$ , thì giá cả của một đơn vị tiền sẽ bằng  $\frac{1}{P}$ . Như vậy, các hàng hóa dùng đơn vị tiền tệ để đo lường giá cả, thì tiền tệ, ngược lại, sử dụng các đơn vị hàng hóa để đo lường giá cả của chính nó. Hai hình thức hàng hóa, một thông thường, một đặc biệt này, xác định giá cả lẫn cho nhau.

Đẳng thức trên cho thấy rằng khi giá cả  $P$  của các loại hàng hóa càng lớn thì giá cả của một đơn vị tiền càng nhỏ. Tiền bị mất giá trầm trọng. Do vậy, khái niệm thứ 2 của lạm phát giá cả là tình trạng mất giá của đồng tiền.

Thí dụ: Tháng Giêng năm 1922, 1 cốc nước ngọt ở Đức có giá là 1 DM.

Tháng 10 năm 1923, 1 cốc nước ngọt ở Đức có giá là 192 triệu DM.

Người ta gọi đó là tình trạng lạm phát giá cả vì nó phổ biến cho mọi mặt hàng. Đây là câu chuyện thật chứ không phải là thí dụ bằng những con số. Như thế, tháng 1 năm 1922, giá cả của 1DM là  $\frac{1}{P} = \frac{1}{1}$  hàng hóa (cốc nước ngọt).

Tháng 10 năm 1923, giá cả của 1 DM tính bằng cốc nước ngọt là  $\frac{1}{192.000.000}$  (cốc nước ngọt).

Một DM vào tháng Giêng 1922 mua được 1 cốc nước ngọt. Một Mark vào tháng 10/1923 không mua được một giọt nước ngọt. Giá trị của DM, hay sức trao đổi thành nước ngọt của nó, đã xuống dốc một cách khủng khiếp trong vòng 22 tháng.

Vậy, cũng có thể định nghĩa: Lạm phát là sự giảm giá trị hay sức trao đổi thành hàng hóa khác của tiền.

### **12.2.1.2. Xác định lạm phát**

Đã đành lạm phát (inflation) là sự tăng giá hàng hóa ở mọi mặt hàng, thế nhưng, có 3 điều kiện cơ bản để xác định nó một cách chính thức.

Thứ nhất: Để biết được tình trạng tăng giá, người ta phải so sánh giá cả hàng hóa giữa thời điểm này và thời điểm khác làm mốc. Trong khoảng giữa hai thời điểm, nếu giá tăng, đó là lạm phát. Nếu gọi  $P_{t_1}$  là giá cả hàng hóa ở thời điểm  $t_1$  và  $P_{t_0}$  là giá cả ở thời điểm  $t_0$ , thì phần tăng giá sẽ là bằng  $P_{t_1} - P_{t_0}$ .

Thứ hai: Trong một nền kinh tế thì có nhiều loại hàng hóa khác nhau nằm trong khoảng thời gian giữa  $t_0$  và  $t_1$ . Mỗi loại hàng hóa có những mức tăng giá ( $P_{t_1} - P_{t_0}$ ) khác nhau. Cho nên, để tính được tỷ lệ lạm phát chung cho tất cả các loại hàng hóa trong nền kinh tế, người ta buộc phải lấy chỉ số giá cả bình quân của cả nước làm chuẩn. Có 3 loại chỉ số giá cả bình quân:

- Giá cả hàng tiêu dùng bình quân - CPI (Consumer Price Index)
- Giá cả hàng sản xuất bình quân - PPI (Producer Price Index)
- Giá cả bán lẻ bình quân RPI (Retail Price Index)

Hai loại đầu CPI và PPI là thông dụng nhất. Đặc biệt là CPI.

Thứ ba: Lạm phát thường được đo bằng chỉ số %. Cách tính như sau:

$$\ln\%_{(t_0, t_1)} = \frac{P_{t_1} - P_{t_0}}{P_{t_0}} \times 100\% \quad (12.20)$$

Có nghĩa là tỷ lệ lạm phát (%) giữa hai thời điểm  $t_0$  và  $t_1$  là bằng mức tăng giá cả hàng hóa bình quân giữa hai thời điểm, chia cho giá ban đầu và nhân với tỷ lệ %.

### **12.2.1.3. Phân loại lạm phát**

a) Về mặt định lượng

Dựa trên độ lớn nhỏ của tỷ lệ % lạm phát tính trên năm, người ta chia lạm phát ra làm các loại:

- Lạm phát 1 chữ số: là loại lạm phát nhỏ hơn 10% mỗi năm. Biểu đồ 12.3c cho biết, Nhật Bản và Tây Đức có mức lạm phát một chữ số suốt từ năm 1979 cho đến năm 1996. Tây

Đức năm 1986 lạm phát còn xuống đến 0%. Thông thường, loại lạm phát 1 chữ số (single digit inflation) được xem là có thể chấp nhận.

- Lạm phát 2 chữ số: Khi giá cả bắt đầu tăng đến 2 chữ số mỗi năm, lạm phát trở thành kẻ thù của sản xuất và thu nhập. Cũng biểu đồ 12.3c, cuộc khủng hoảng dầu lửa lần II (tháng 8/1978) đã đẩy Hoa Kỳ, Pháp và Anh Quốc vào cơn lạm phát 2 chữ số cho đến những năm 1983. Chính quyền Reagan - Thatcher - Kohl và Mitterrand đã từng xem lạm phát là kẻ thù chung của họ vào đầu thập niên 80, chứng tỏ hậu quả và ảnh hưởng của nó đến đời sống là không nhỏ. Lạm phát 2 chữ số trở thành mối đe dọa đến sự ổn định của nền kinh tế.

- Siêu lạm phát:

Ngoài lạm phát 2 chữ số (double digit inflation), có thể còn một vài loại khác với các tên gọi như lạm phát 3 chữ số, lạm phát phi mã... tùy theo quan niệm của các nhà kinh tế. Tuy nhiên, hai loại lạm phát này đều có nét giống nhau nhất định và hoàn toàn có thể đưa chung vào dạng siêu lạm phát (hyperinflation) vì siêu lạm phát bao gồm cả 2 đặc trưng: rất cao và phi mã.

Năm 1985, Bolivia lạm phát đến 11.000% một năm, nghĩa là thế nào? Đó là tình trạng mà nếu vào 1 tháng 1 năm 1985, 1 chiếc bánh ngọt có giá cả bằng 1 đồng Bolivia, thì đến 1 tháng 1 năm 1986 (1 năm sau), nó có giá là 111 đồng (hay tăng lên gấp 111 lần). Thế nhưng, điển hình nhất của siêu lạm phát trong lịch sử tiền tệ, là ở Đức giai đoạn 1922 - 1923.

Sau Chiến tranh thế giới thứ nhất, giá cả hàng hóa của Đức đã tăng nhanh. Đầu năm 1921, nó được ổn định lại một thời gian ngắn. Nhưng vào cuối năm 1921, chính sách tiền tệ đã làm bùng trở lại lạm phát. Trong vòng 2 năm, kể từ tháng 11/1921 đến tháng 11/1923, giá cả hàng hóa bình quân ở Đức tăng 1500 tỷ lần so với mức trước năm 1914. Điều đó có nghĩa tương đương với việc một con tem mua vào năm 1914 có giá 29 xu Mỹ, thì đến năm 1923, con tem đấy giá lên thành 435 tỷ USD. Một phụ nữ ở Berlin đã nhớ lại rằng vào buổi sáng bà ta ra tiệm bánh mì mua 2 chiếc với số tiền là 20DM. Một giờ đồng hồ sau, khi quay lại mua 2 chiếc bánh mì thì nó đã thành 25DM. Tất cả hàng hóa đều như thế, lên giá hàng giờ.

Vì đồng DM xuống giá quá nhanh, người ta phải trả lương công nhân 2 lần mỗi ngày, chứ không phải mỗi tháng để họ kịp đi mua hàng hóa. Việc mua hàng hóa, đầu cơ hàng hóa chiếm hết đầu óc và tâm trí nhân dân Đức trong 2 năm kể trên, bởi vì khi mà 5DM vào buổi sáng mua được 1 chiếc bút chì, đến buổi chiều, 5DM chỉ mua được 1/10 cây bút. Mọi người xô đẩy nhau đi mua hàng. Tranh nhau từng giờ, từng phút. Hàng hóa biến mất rất nhanh. Các xí nghiệp, cửa hàng thậm chí không chịu bán hàng ra vì họ thừa hiểu chỉ cần bán hàng ra khỏi tay là không thể nào mua lại được chính nó bằng giá tiền vừa thu. Fritz K. Ringer trong tác phẩm “Lạm phát ở Đức năm 1923” đã kể rằng chủ hiệu xử sự với người mua như đối với kẻ thù. Và về phía nhân dân, mua được hàng hóa còn hạnh phúc hơn là được người yêu hôn nhiều lần.<sup>1</sup>

Vì tiền mất giá quá nhanh, kẻ trộm chỉ lấy giỗ đựng tiền còn tiền thì vất lại. Không ai muốn giữ tiền, bởi vì càng giữ lâu càng mất tài sản. Ở nông thôn, người ta đã bắt đầu trao đổi trực tiếp hàng hóa lấy hàng hóa chứ không qua tiền nữa. Ở thành thị, điều này thực hiện hơi khó. Cho nên, một số công đồng in riêng những mảnh giấy của họ dựa trên giá trị của bột mỳ, khoai tây, sữa để trao đổi lẫn cho nhau. Các xí nghiệp như xí nghiệp giày da chẳng hạn, thì phát lương cho công nhân bằng giày hoặc phiếu nhận giày. Công nhân của họ dùng phiếu này đổi thịt và bánh mì ở các đối tượng cần giày. Còn Adam Fergusson thì kể lại kinh nghiệm chính mình. Ngoại tệ và vàng trở thành những hàng hóa cực hiếm và cực quý. Ông ta vào một nhà hàng, yêu cầu một bữa ăn giá trị bằng 5 bảng Anh. Thức ăn mà 5 bảng mua được rất nhiều, ông ta dùng không hết. Nhưng điều thật mà như đùa, trước khi ông ta chấm dứt bữa ăn, người bồi bàn đã đem thêm ra một vài món nữa. Cho biết rằng, đồng DM lại mất giá so với bảng Anh, và 5 bảng bây giờ có thể mua được thức ăn nhiều hơn 20 phút trước đó.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Fritz K. Ringer - The German Inflation of 1923 - Oxford University Press - New York Published - 1969 - P.102, 103

<sup>2</sup> Adam Fergusson - When Money dies: The Nightmare of the Weimar Collapse - London 1975 - P.163

Tình trạng của Đức, Bolivia và Việt Nam (1989 - 1990) không là phỏ biến. Nhưng nếu lạm phát vọt từ 3 chữ số trở lên, nền kinh tế sẽ suy sụp một cách nhanh chóng vì sản xuất không chịu hoạt động hoặc chỉ hoạt động cầm chừng, bởi vì khi họ càng sản xuất nhiều thì càng bị lỗ vì vật tư lên giá nhanh. Tiền sẽ trở nên khó được chấp nhận hơn trong những tình hình như vậy. Người ta sẽ quay về với buôn bán Barter thời cổ.

b) Về mặt định tính

Lạm phát được gọi tên thành các loại phỏ biến như sau:

- Lạm phát thuần túy:

Lạm phát thuần túy (Pure inflation) là trường hợp đặc biệt khi giá cả hàng hóa tiêu dùng và hàng hóa sản xuất đều tăng lên gần như cùng tỷ lệ % trong một đơn vị thời gian. Đây là trường hợp mà nhu cầu tiền thực tế tăng cùng chiều và khá tương đương với cung ứng tiền thực tế.

$$L = \frac{M}{P}$$

- Lạm phát cân bằng và không cân bằng:

Thí dụ đơn giản sau đây sẽ giúp chúng ta hiểu về lạm phát cân bằng. Giả định rằng vào tháng 5 năm 1992, một công nhân Việt Nam với mức lương bình quân 400.000VND một tháng, trường hợp xem giá gạo là giá cả đại diện cho các loại giá khác trên thị trường, với giá gạo là 2000 VND/kg.

$$1 \text{ tháng lương} = 400.000\text{VND} \text{ mua được } \frac{400.000}{2.000} = 200 \text{ kg gạo}$$

Mức sống của người công nhân nói trên được đo bằng 200kg gạo.

Giá định tiếp: đúng một tháng sau, tháng 6 năm 1992, giá gạo đã lạm phát 2%. Như vậy, qua 1 tháng, giá gạo đã tăng lên thành:

$$(2.000\text{VND/kg} \times 2\%) + 2.000\text{VND/kg} = 2.040\text{VND/kg}$$

Có 3 tình huống:

Thứ nhất, nếu lương của người công nhân vẫn không tăng, vẫn 400.000 VND/tháng.

$$\text{Vào tháng 6, lương anh ta sẽ tương đương với: } \frac{400.000}{2.040} = 196,08\text{kg gạo}$$

Như vậy, lạm phát trong tháng đã làm mất gần 4kg gạo của anh ta. Rõ ràng là anh ta nghèo hơn một chút, cuộc sống khó khăn hơn vì 196,08kg thì không thể bằng 200kg của tháng 5 trước đó.

Thứ hai, có thể nhà nước tiên liệu trước được tình hình lạm phát, quyết định tăng lương công nhân trong tháng 6. Cho rằng, hoặc vô tình, hoặc đôi khi được tính trước, tỷ lệ lương bình quân là 2% một tháng. Lúc đó:

$$\text{Lương tháng 6 của công nhân} = 400.000\text{VND} + (400.000 \times 2\%) = 408.000\text{VND}$$

$$\text{Lương này mua được (với giá gạo 2040 VND/kg)} = \frac{408.000}{2040} = 200\text{kg}$$

Mức sống của người công nhân này so với tháng 5 không có gì khác nhau. Lương vẫn được bảo đảm cho anh ta mua được ngàn ấy hàng hóa (đại diện là 200kg gạo). Anh ta không giàu hơn mà cũng không nghèo hơn so với tháng 5. Bởi vì, tuy lương tăng được 8000VND, nhưng giá cả tăng lên vừa đủ phần tăng lương này.

Thứ ba: Nếu nhà nước tăng lương công nhân hơi mạnh tay, lên đến 107,1% so với mức lương cũ.

$$\text{Lương tháng 6 của công nhân} = 400.000 \times 107,1\% = 428.400\text{VND/tháng}$$

$$\text{Đem tất cả lương này đi mua gạo, công nhân được } \frac{428.400}{2040} = 210\text{kg gạo}$$

Cảm giác của anh ta sẽ thế nào? Đương nhiên là sung sướng hơn. Bởi vì lương tháng 5 chỉ mua được 200kg hàng hóa, trong khi, sang tháng 6, lương đã mua được đến 210kg hàng

hóa. Anh ta giàu hơn tháng 5 là 10kg hàng hóa, và rõ ràng là cuộc sống của người này đã tốt hơn lén.

Vì sao vậy? Vì lạm phát giá cả là 2%/tháng, nhưng lương lại tăng hơn 2%.

Trường hợp thứ hai được gọi là lạm phát cân bằng. Hai trường hợp thứ nhất và thứ ba là không cân bằng. Như vậy, cân bằng ở đây là cân bằng so với thu nhập. Kết luận có được, là lạm phát được gọi là cân bằng khi nó tăng tương ứng với thu nhập. Nghĩa là, sự tồn tại của lạm phát không ảnh hưởng đến đời sống của nhân dân. Ngược lại, lạm phát không cân bằng khi nó tác động đến đời sống của người lao động, nó làm cho họ giàu hơn, nếu tỷ lệ % tăng lạm phát thấp hơn tỷ lệ % tăng lương trong cùng thời gian. Làm cho mọi người nghèo hơn, vất vả hơn, nếu tỷ lệ % của lạm phát cao hơn tỷ lệ % tăng của thu nhập cũng trong giai đoạn ấy.

Lạm phát không cân bằng là loại xảy ra phổ biến nhất.

- Lạm phát dự đoán trước và lạm phát bất thường

Khi lạm phát (thí dụ 8% năm) xảy ra liên tục trong một khoảng thời gian đủ dài (10 năm chẳng hạn), tâm lý và sự chờ đợi của nhân dân đã trở thành quán tính, người ta đã sống quen dần với lạm phát. Năm thứ 11, hay 12 trở đi, việc nền kinh tế sẽ có lạm phát 8% là chuyện bình thường và gần như được tin chắc, được đoán trước, được chờ đợi (expected inflation). Người ta gọi đây là loại lạm phát dự đoán trước.

Cũng có khi người ta có thể nhìn thấy trước về lạm phát và tin rằng nó sẽ xảy ra bởi các nguyên nhân (chúng ta sẽ phân tích sau) của nó đã bộc lộ đầy đủ và rõ ràng. Trong tình huống như vậy, người ta cũng sẵn sàng chờ đợi không bất ngờ với lạm phát.

Nhưng nếu lạm phát bùng ra thình lình, trước đó chưa hề có. Thí dụ như nền kinh tế đã quá quen với lạm phát rất thấp, bỗng nhiên lạm phát vọt lên như Nhật Bản vào năm 1979 - 1980, tâm lý, cuộc sống và thói quen của mọi người đều chưa thích nghi được với lạm phát. Người ta gọi đây là lạm phát bất thường (Unexpected inflation).

Lạm phát bất thường dễ gây sốc cho cuộc sống và mọi người. Bởi vì nhân dân chưa chuẩn bị về mặt tâm lý và tiêu xài để sống thích hợp với việc tăng giá đột ngột. Ở các nước Tây Âu và Bắc Mỹ, lạm phát bất thường dễ làm nhân dân mất niềm tin vào chính quyền đương nhiệm, và do vậy, sẽ khiến họ không tiếp tục ủng hộ hoặc bỏ phiếu cho nhà lãnh đạo ấy nữa. Khủng hoảng dầu lửa lần 2 đã làm cho bà Thatcher thắng cử, thay thế thủ tướng Anh cũ vào tháng 5/1979, ngay vào thời điểm lạm phát lên rất cao ở Anh. Cũng chính nó - lạm phát cao từ 1979 đến 1981 - đã làm cho Jimmy Carter thua đậm và Ronald Reagan bước vào Nhà trắng năm 1981 ở Hoa Kỳ.

Chương 14 của chúng ta sẽ còn trở lại chủ đề này.

- Lạm phát cao và lạm phát thấp:

Không thể đánh giá theo cách chủ quan của mình rằng đây là lạm phát cao (high inflation), kia là lạm phát thấp (low inflation) nếu không hiểu rõ tiêu chuẩn hoặc mốc để đánh giá. Bởi vì cao hay thấp không đơn thuần chỉ dựa vào tỷ lệ % năm của nó.

Theo Gary Smith và John K. Galbraith, lạm phát được gọi là cao khi tỷ lệ tăng bình quân năm của giá cả lớn hơn mức tăng của thu nhập trong cùng thời gian. Ngược lại, nó được gọi là thấp khi tỷ lệ tăng của nó từ nhỏ đến rất nhỏ so với mức tăng của thu nhập trong cùng thời gian.

Như vậy, mốc hoặc tiêu chuẩn đánh giá lạm phát là cao hay thấp là tỷ lệ tăng của thu nhập. Nếu chúng ta liên hệ với phần lạm phát cân bằng và không cân bằng vừa nghiên cứu thì tình huống thứ nhất sẽ được gọi là lạm phát cao. Tình huống thứ ba sẽ được gọi là lạm phát thấp. Lạm phát cao đến rất cao khi nó làm cho đời sống nhân dân trở nên ngày càng khó khăn hơn bởi vì, thu nhập thì không tăng hoặc tăng một tỷ lệ rất ít trong khi giá cả mỗi tháng một lần cao hơn. Lạm phát được gọi là thấp đến rất thấp nếu nền kinh tế tuy vẫn có lạm phát, nhưng tỷ lệ lạm phát ấy là nhỏ đến rất nhỏ so với mức tăng của thu nhập. Do đó, đời sống nhân dân vẫn tốt hơn, sung sướng hơn.

Trong tình huống thứ ba, chúng ta có mức tăng lạm phát là 2% tháng, hay xấp xỉ 25,8% năm. Nếu chỉ nhìn vào con số, người ta có thể gọi lạm phát như thế là cao. Tuy nhiên, vì thu nhập trong thí dụ tăng 7,1% tháng, hay 127,73% năm, cho nên lạm phát trở thành rất

thấp. Dĩ nhiên, trường hợp này chỉ có trong thí dụ, nhưng nó là cách để chúng ta phân biệt về khái niệm cao và thấp của lạm phát.

### 12.2.2. Nguyên nhân của lạm phát

Năm 1992, D.H. Robertson nhìn thấy những diễn biến của lạm phát ở nước Đức đã viết lại rằng: “tiền tệ, giống như lá gan của con người, chúng ta chẳng hề nhớ hoặc suy nghĩ đến nó khi nó vận động tốt. Tuy nhiên, mọi người bắt đầu sợ và lo lắng khi và chỉ khi nó hoạt động tốt”.

42 năm sau, năm 1963, tại một cuộc nói chuyện ở Bombay, Ấn Độ, Milton Friedman đã kết luận trong buổi trình bày về lạm phát bằng 4 vấn đề. Câu đầu tiên là “bất cứ nơi đâu và bao giờ, lạm phát cũng là một hiện tượng tiền tệ (inflation is always and everywhere a monetary Phenomenon)<sup>1</sup>”.

Không phải chỉ hai nhà kinh tế nói trên, hầu hết các học giả khác cũng đều khá thống nhất với nhau về những nguyên cớ từ tiền tệ dẫn đến lạm phát. Bởi thế, chúng ta sẽ bắt đầu phần này bằng việc nghiên cứu mối quan hệ giữa chính sách tiền tệ và lạm phát.

#### 12.2.2.1. Cung ứng tiền và lạm phát

a) Quan điểm của các nhà kinh tế học cổ điển

Căn cứ trên phương trình trao đổi (phương trình 11.01) ở Chương 11.

$$MV = PV \quad (12.21)$$

Các nhà kinh tế học cổ điển lập luận rằng:

Nếu gọi  $M_0$  là cung ứng tiền hiện có trong nền kinh tế vào thời điểm  $t = 0$ ,  $V_0$ ,  $P_0$  và  $Y_0$  lần lượt là vận tốc vòng quay của tiền tệ sinh lợi tức, giá cả và sản lượng tương ứng tại thời điểm nói trên.

Đến thời điểm  $t = 1$  (sau đó một năm chặng hạn), cung ứng tiền sẽ là  $M_1$ , vận tốc vòng quay tiền tệ, giá cả, sản lượng sẽ là  $V_1$ ,  $P_1$  và  $Y_1$ .

Bởi vì cung ứng tiền ở mỗi thời điểm luôn luôn khác nhau dù ít hay nhiều ( $M_1 \neq M_0$ ), cho nên, vận tốc vòng quay, giá cả, sản lượng cũng vậy. Ta cũng sẽ có  $V_1 \neq V_0$ ,  $P_1 \neq P_0$  và  $Y_1 \neq Y_0$ . Tạm chưa cần tìm hiểu  $M_1$ ,  $V_1$ ,  $P_1$  và  $Y_1$  sẽ lớn hơn hay nhỏ hơn so với  $M_0$ ,  $P_0$ ,  $V_0$  và  $Y_0$ . Vấn đề là khi chúng khác nhau, thì:

$$M_1 = M_0 + g_m M_0$$

$$V_1 = V_0 + g_v V_0$$

$$P_1 = P_0 + g_p P_0$$

$$Y_1 = Y_0 + g_Y Y_0$$

Với  $g_m$ ,  $g_v$ ,  $g_p$  và  $g_Y$  lần lượt là tỷ lệ thay đổi của mỗi đại lượng. Phần tăng lên này có thể âm hoặc dương tùy theo tình hình.

Vì tại thời điểm  $t = 1$ , ta cũng có:

$$M_1 V_1 = P_1 Y_1 \quad (12.22)$$

Cho nên, khi ráp các đại lượng phía trên vào đẳng thức 12.22 ta sẽ có:

$$M_0(1 + g_m) \times V_0(1 + g_v) = P_0(1 + g_p) \times Y_0(1 + g_Y) \quad (12.23)$$

Nhưng tại thời điểm  $t = 0$

$$M_0 V_0 = P_0 Y_0 \quad (12.24)$$

Mà tỷ lệ tăng trên tổng tiền tệ và sản lượng giữa 2 thời điểm  $t_0$  và  $t_1$  hoàn toàn có thể phản ánh được bằng cách lấy phương trình 12.24 chia cho 12.22.

$$\frac{M_1 V_1}{M_0 V_0} = \frac{P_1 Y_1}{P_0 Y_0} \quad (12.25)$$

Do vậy, nó cũng có thể viết thành:

$$(1 + g_m)(1 + g_v) = (1 + g_p)(1 + g_Y)$$

$$\text{Hay: } 1 + g_m + g_v + g_m g_v = 1 + g_p + g_Y + g_p g_Y \quad (12.26)$$

<sup>1</sup> Milton Friedman - Dollars and Deficits - Prentice Hall Inc. New Jersey 1968 - Part 1, P.39

Vì tích số MV luôn luôn phải bằng PY theo nguyên tắc của phương trình trao đổi, cho nên phương trình 12.26 có thể tóm tắt lại:

$$g_m + g_v = g_p + g_Y \quad (12.27)$$

Các nhà kinh tế học có diễn tả vấn đề về phương trình 12.27 là, vào bất kỳ thời điểm nào của nền kinh tế, khi so sánh với một thời điểm khác trước đó:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Tỷ lệ tăng} & \text{Tỷ lệ tăng} & \text{Tỷ lệ} & \text{Tỷ lệ tăng} \\ \text{trong cung} & \text{trong vận tốc} & \text{lạm phát} & \text{của sản lượng} \\ \text{ứng tiền} (\%) & \text{lưu thông tiền} & (\%) & (\%) \\ & & \text{tỷ \%} & \end{array} \quad (12.28)$$

Họ xem đây là mấu chốt cơ bản để hiểu về mối liên hệ giữa sự gia tăng trong cung ứng tiền với lạm phát. Giả sử vào một thời điểm nào đó tỷ lệ thay đổi của sản lượng và vận tốc lưu thông tiền tệ được xem là bằng không, lạm phát xảy ra khi và chỉ khi cung ứng tiền gia tăng.

Chính quan điểm trên đã được Friedman củng cố. Ông phân biệt là không phải mọi trường hợp lạm phát xảy ra đều trực tiếp gây nên bởi sự tăng cung ứng tiền. Nhiều trường hợp lạm phát bộc phát vì nhiều tác nhân khác. Tuy nhiên, điều cần nói là đằng sau những tác nhân này luôn luôn có sự đóng góp, hoặc vô trách nhiệm của chính sách tiền tệ. Cho nên, có thể nói là mấu chốt vẫn ở chế độ cung ứng tiền.

Chúng ta sẽ tiếp tục phân tích quan điểm của Friedman ở phần sau. Đối với ông, lạm phát được gây ra bởi một trong 3 nguyên nhân đó là:

- Cung ứng tiền tăng nhanh
- Chi phí đẩy giá lên cao
- Lãi suất hạ, tỷ giá nội tệ và ngoại tệ tăng.

Phần này sẽ tiếp tục với nguyên nhân đầu. Bảng 12.2 cho thấy mối liên quan giữa tỷ lệ lạm phát với sự thay đổi trong cung ứng tiền, vận tốc lưu thông của tiền và sản lượng tại Hoa Kỳ từ năm 1929 đến năm 1996. Cần lưu ý rằng cộng cột 2 và 3, ta luôn luôn có được kết quả chính xác như tổng giữa cột 4 và 5. Điều đó chứng minh tính hợp lý của phương trình 12.28, và nó là nguyên nhân vì sao cho đến nay, phương trình trao đổi vẫn tiếp tục còn giá trị.

**Bảng 12.2: Tỷ lệ thay đổi bình quân của cung ứng tiền, vận tốc tiền tệ, giá cả và sản lượng tại Hoa Kỳ (1929 - 1996)**

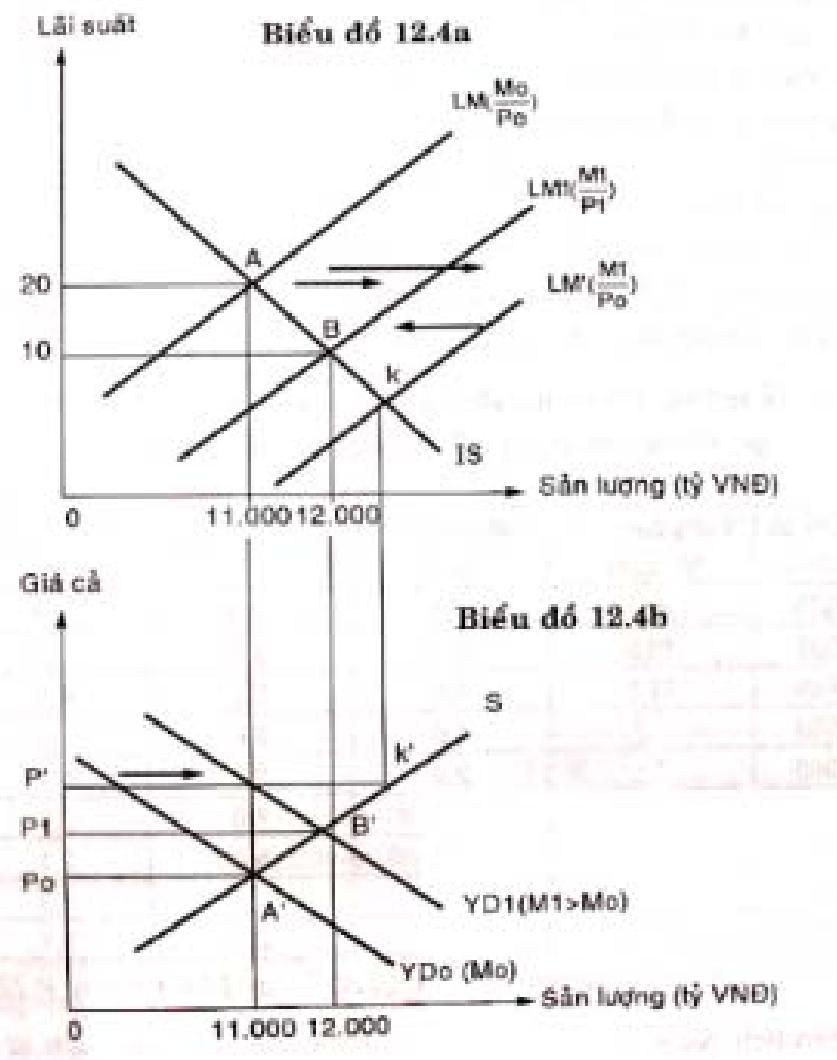
Năm	Chi số	Cung ứng tiền M <sub>1</sub> (g <sub>m</sub> )	Vận tốc LTTT (g <sub>v</sub> )	Giá cả (g <sub>p</sub> )	Sản lượng (g <sub>Y</sub> )	% năm
1929 - 1933		-6.7	-8.1	-6.4	-8.4	
1934 - 1939		10.5	-2.1	2.1	6.2	
1940 - 1949		11.7	-0.9	6.3	4.5	
1950 - 1969		3.8	2.9	2.7	4.1	
1970 - 1979		6.5	3.3	7.0	2.8	
1980 - 1985		9.5	-1.4	5.8	2.1	
1986 - 1991		4.4	1.4	3.8	1.9	
1992 - 1996		3.5	5.0	2.8	5.7	

Nguồn: Federal Reserve Bulletin P.A4, A50, A52 - and Meir Kohn, P.723

### b) Phân tích của Keynes

Quan điểm của Keynes có thể được biểu diễn lại qua biểu đồ 12.3b. Khi cung ứng tiền tăng 7500 tỷ lên 8000 tỷ, bản thân sự tăng của cung ứng tiền về mặt ngắn hạn không ảnh hưởng đến các hằng số của phương trình 12.13 cho nên đường IS không đổi. Tuy nhiên, sự tăng nói trên lại tác động đến đường LM. LM dịch qua bên phải và ứng với sự dịch chuyển này sản lượng tăng lên 12.000 tỷ VND từ mức 11.000 tỷ VND.

Chúng ta có thể xem lại nội dung của biểu đồ 12.3b ở phần trước. Biểu đồ này được vẽ lại thành biểu đồ 12.4a dưới đây. Điều quan trọng thứ nhất là theo Keynes, cung ứng tiền tăng chưa tác động trực tiếp ngay đến giá cả mà tác động trước hết là sản lượng. Cung ứng tiền tăng làm sản lượng tăng.



Bước tiếp theo là khi sản lượng tăng, nó làm tăng nhu cầu về tiền, nhu cầu về hàng hóa nhập khẩu và nhu cầu về các loại hàng hóa khác kể cả tài sản. Hơn nữa, lãi suất hạ vì đường LM trượt dọc theo IS, cũng là nhân tố làm cho chi phí cơ hội của việc giữ tiền và tiêu tiền trở nên thấp hơn. Nhu cầu tăng làm đường tổng cầu trên thị trường hàng hóa cũng dịch qua bên phải trượt dọc theo đường sản lượng  $Y_S$  đến giao điểm B'. Tại mức giao điểm mới này giá cả trên thị trường hàng hóa đã tăng từ  $P_0$  lên  $P_1$  (Biểu đồ 12.4b).

Sự tăng lên của cung ứng tiền chuyên hóa thành lạm phát thông qua sự kích thích để tăng sản lượng danh nghĩa và tổng cầu. Đó là cách giải thích của Keynes. Ông đi xa hơn khi cho rằng vào thời điểm đầu, LM thể hiện qua cung ứng tiền thực tế sẽ bằng  $\frac{M_0}{P_0}$ . Sự tăng của cung ứng tiền  $M_0$  lên  $M_1$  sẽ diễn ra theo 2 giai đoạn. Ông lý luận rằng, vào ngay lúc đầu  $M_0$  tăng lên thành  $M_1$  trong lúc giá cả chưa biến động, vẫn ở mức  $P_0$ , sẽ làm cho LM thay đổi rất lớn. LM dịch lên tới  $LM' = \frac{M_1}{P_0}$  và sản lượng danh nghĩa vọt lên đến hơn 12.000.

Khi sản lượng tăng, nó thực sự kích thích tổng cầu tăng, giai đoạn hai bắt đầu. Giá cả lên từ  $P_0$  đến  $P'$ . Lạm phát đạt mức rất cao. Lúc này thương số  $M_1/P'$  làm cho mức cung tiền thực tế trở nên nhỏ hơn giai đoạn 1.  $P'$  càng lớn bao nhiêu, cung tiền tệ thực tế  $L$  càng nhỏ bấy nhiêu, Hiệu ứng ngược của lạm phát là nó bắt đầu làm giảm  $L$ . Khi  $L$  giảm, đường LM dịch từ vị trí  $LM'$  về bên trái thành  $LM_1$  với  $LM_1$  là hàm số của  $\frac{M_1}{P_1}$ . Với sự dịch qua trái của đường LM, sản lượng đã tụt xuống 12.000. Do sản lượng tụt, tổng cầu giảm theo và kết quả là giá hạ bớt từ  $P'$  xuống  $P_1$ . Lạm phát thực sự từ hậu quả của việc tăng cung ứng tiền từ  $M_0$  lên  $M_1$  là đoạn  $P_1, P_0$ .

Một cách tóm tắt, Keynes tổng kết phân tích của ông qua 6 điểm:

- Cung ứng tiền danh nghĩa tăng khi giá chưa thay đổi, làm cung ứng tiền thực tế tăng.
- LM dịch chuyển khá mạnh qua phải, sản lượng tăng khá nhanh.
- Tổng cầu tăng, gây ra lạm phát.
- Lạm phát làm cho mức cung ứng tiền thực tế nhỏ lại so với ban đầu.
- LM qua trái trở lại một ít. Sản lượng tụt, tuy vẫn cao hơn mức khởi điểm.
- Giá cả từ đỉnh lạm phát xuống thấp hơn.

Do sự chuyên tiếp của việc tăng cung ứng tiền qua tổng cầu (Aggregate demand) để làm nên lạm phát, các nhà kinh tế học cổ điển còn gọi tên cách phân tích của Keynes về lạm phát là lạm phát do cầu kéo (Demand - Pull inflation).

c) Quan điểm của các nhà kinh tế tiền tệ

Nếu gọi  $M_S$  là mức cung tiền danh nghĩa,  $P$  là giá cả bình quân và  $L$  là mức cung ứng tiền thực tế thì:

$$L_S = \frac{M_S}{P} \quad (12.29)$$

Gọi  $M_d$  là nhu cầu về tiền danh nghĩa thì  $L_d$  sẽ là nhu cầu về tiền thực tế, với:

$$L_D = \frac{M_d}{P} \quad (12.30)$$

Milton Friedman đặt tên cho các khái niệm này vào thập niên 50. Trong phương trình (11.12) về lý thuyết định lượng của ông ở chương XI, chúng ta đã nhắc đến rồi. Và nhu cầu về tiền thực tế trong nền kinh tế  $L_d$  được xác định bởi:

$$L_D = \frac{M_d}{P} = aY^b \quad (12.31)$$

Thị trường tiền tệ chỉ quan bình khi lượng cung về tiền thực tế là tương đương với lượng cầu về tiền thực tế. Nghĩa là  $L_S = L_d = aY^b$ . Vì  $a$  và  $b$  - theo Friedman - là những hằng số khá ổn định về mặt dài hạn, nên thị trường chỉ cân bằng nếu  $L_S$  và  $L_d$  tăng gần tương ứng với mức tăng của  $Y$ . Do vậy, khả năng ngược lại, là khi  $Y$  cố định về mặt ngắn hạn, sự tăng cung tiền tệ  $M_S$  sẽ chỉ có thể được cân đối nếu có sự tăng tương ứng của cầu tiền tệ danh nghĩa  $M_d$ . Bởi vì thị trường tiền tệ luôn luôn có xu hướng quay về cân bằng ở vị trí mà:

$$\frac{M_S}{P} = \frac{M_d}{P} = aY^b \quad (12.32)$$

Nếu  $Y$  không đổi,  $a$  và  $b$  không đổi.  $M_S$  tăng khi 1 trong 3 trường hợp:

- $M_d$  phải tăng tương ứng để tạo thế cân bằng
- $P$  phải tăng
- $M_d$  và  $P$  cùng tăng

Vì  $M_d$  thường là cố định vào những khi  $M_S$  tăng đột ngột, cho nên chỉ có trường hợp 2 là diễn ra một cách phổ biến nhất. Giá cả phải tăng để tạo cân bằng trên thị trường tiền tệ. Nếu  $M_d$  hoàn toàn không tăng, phần tăng của giá được giải thích như sau:

Gọi  $\Delta M_S$  là tỷ lệ tăng của cung ứng tiền.

$\Delta P$  là tỷ lệ tăng của giá cả.

Thì để thị trường toàn bộ cân bằng như cũ khi cung ứng tiền danh nghĩa tăng, ta phải có:

$$\frac{M_d + M_d \Delta M_s}{P + P \Delta P} = \frac{M_d}{P} \quad (12.33)$$

Hay

$$\frac{M_d (1 + \Delta M_s)}{P(1 + \Delta P)} = \frac{M_d}{P} \quad (12.34)$$

Vì ở thời điểm cũ, thị trường tiền tệ và hàng hóa quân bình, nghĩa là  $\frac{M_s}{P} = \frac{M_d}{P}$ , cho nên, khi chia cả 2 vè của phương trình 12.34 cho  $\frac{M_s}{P}$ , chúng ta còn:

$$\frac{1 + \Delta M_s}{1 + \Delta P} = 1 \text{ hay } \Delta M_s = \Delta P \quad (12.35)$$

Kết luận thứ nhất, khi Y không đổi và  $M_d$  tức nhu cầu về tiền danh nghĩa của nhân dân tạm ổn định, bất cứ tỷ lệ % tăng nào của cung ứng tiền danh nghĩa sẽ tạo ra đúng tỷ lệ % tăng ấy về giá cả.

Tuy nhiên, chúng ta thừa hiểu rằng nhu cầu về tiền, lãi suất, sản lượng rất nhạy cảm với chính sách tiền tệ, cho nên, khi cung ứng tiền danh nghĩa tăng, có thể sản lượng chưa thay đổi kịp. Nhưng lãi suất và do đó - nhu cầu về tiền danh nghĩa - sẽ biến động ngay. Bởi thế, phương trình 12.34 được viết thành:

$$\frac{M_s (1 + \Delta M_s)}{P(1 + \Delta P)} = \frac{M_d}{P} (1 + \Delta M_d)$$

Hay

$$\frac{1 + \Delta M_s}{1 + \Delta P} = 1 + \Delta M_d$$

Và  $1 + \Delta M_s = 1 + \Delta P + \Delta P \Delta M_d + \Delta M_d$

Kết quả là:

$$\Delta P = \frac{\Delta M_s - \Delta M_d}{1 + \Delta M_d} \quad (12.36)$$

Từ phương trình 12.36, kết luận thứ hai của các nhà kinh tế tiền tệ là về mặt thực tiễn khi cung ứng tiền danh nghĩa tăng một tỷ lệ là  $\Delta M_s$ , nó sẽ gây ra lạm phát với tỷ lệ chính thức là bằng tỷ lệ tăng của cung ứng tiền danh nghĩa, trừ đi tỷ lệ tăng của nhu cầu tiền danh nghĩa, chia cho tổng của 1 cộng với tỷ lệ tăng trong nhu cầu về tiền danh nghĩa.

Rõ ràng là dù nhu cầu về tiền danh nghĩa có tăng hay không, mọi sự tăng lên của cung ứng tiền danh nghĩa - về mặt ngắn hạn - đều nhanh chóng gây ra lạm phát. Về mặt dài hạn, khi sản lượng đã phần nào được mở rộng theo cung ứng tiền, thì sự chuyển tiếp từ sản lượng qua gia tăng tổng cầu trên thị trường hàng hóa, tiếp tục là bàn tay gây ra lạm phát theo quan điểm Keynes. Dù trực tiếp hay gián tiếp, ngắn hạn hay dài hạn, cung ứng tiền tăng là lý do thường thấy nhất của vấn đề lạm phát.

### 12.2.2.2. Lạm phát do chi phí lên cao

Vì chi phí sản xuất cấu thành giá cả hàng hóa, cho nên sự biến động của chi phí sản xuất là nguyên nhân thứ hai có thể gây ra lạm phát.

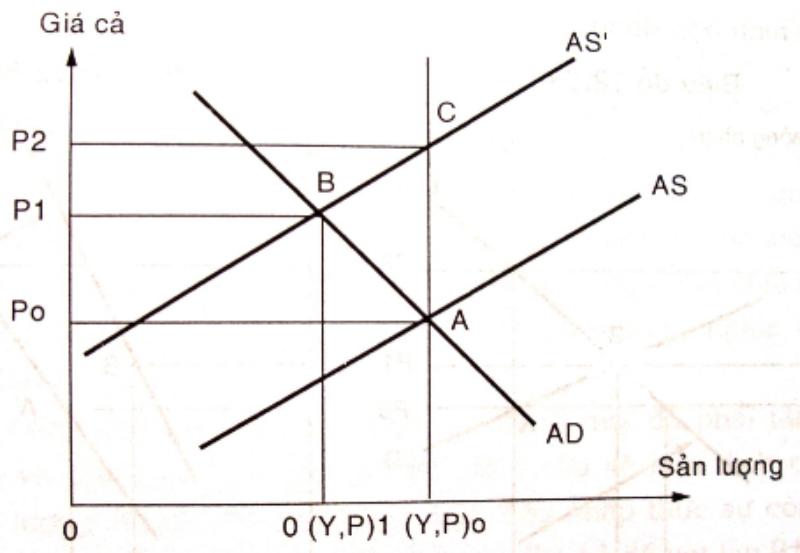
Có rất nhiều loại chi phí mà sự biến động của nó ảnh hưởng ngay đến giá cả hàng tiêu dùng. Năm 1973, 1978, OPEC nâng giá dầu thô. Năm 1990 - 1991, khủng hoảng Vịnh Persian, cả 3 lần, giá cả hàng hóa bình quân ở hầu như tất cả các nước trên thế giới đều tăng. Biểu đồ 35 cho thấy rằng ngay ở các nước công nghiệp phát triển nhất trên thế giới, lạm phát vẫn bùng lên vào các thời điểm nói trên.

Vì dầu thô là nhiên liệu chủ yếu của ngành vận tải, trong khi tất cả các loại hàng hóa đều liên quan không ít thì nhiều đến vận tải, do đó, sự lên giá dầu kéo theo sự lên giá của tất

cả các loại hàng hóa khác là điều tất nhiên. Đây là loại chi phí thứ nhất mà sự lên giá của nó kéo theo lạm phát.

Khi giá dầu tăng, tổng cầu về hàng nhập và các loại hàng hóa khác theo đó giảm đi. Ảnh hưởng của sự tăng giá dầu đối với lạm phát có thể được quan sát qua biểu đồ 12.5. Vào lúc đầu có thể thị trường hàng hóa cân bằng tại A với mức sản lượng và thu nhập ròng là  $Y_0$ , giá bình quân trên thị trường là  $P_0$ . Giá dầu tăng làm chi phí sản xuất lên cao, nhất thời không phù hợp với nhu cầu về giá của sản xuất và tiêu dùng. Do đó, đường cung hàng hóa và dịch vụ lêch qua trái, từ AS đến AS'.

Biểu đồ 12.5



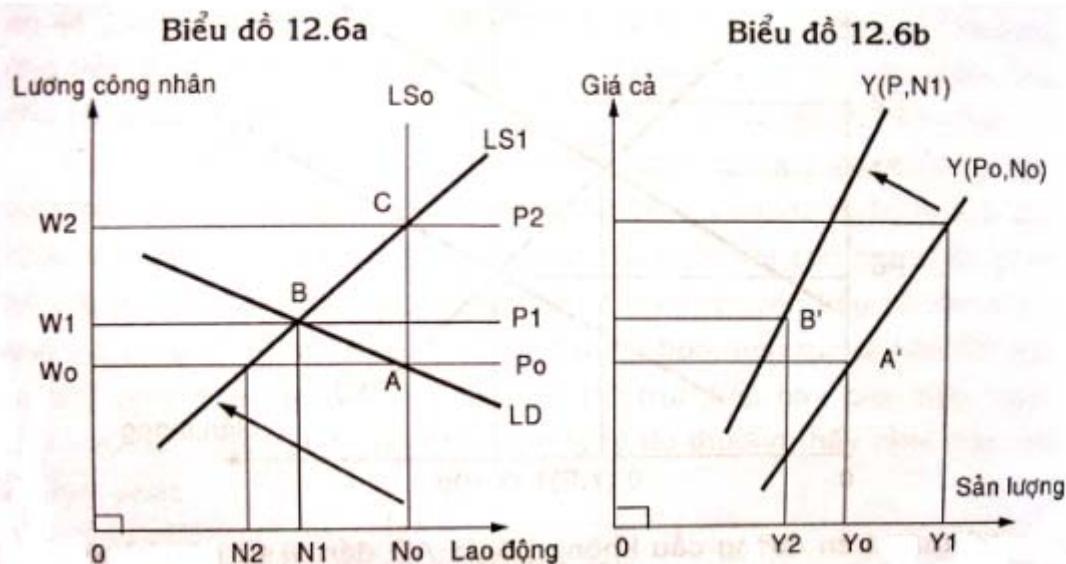
AS trượt trên đường cầu không đổi là AD đến vị trí cân bằng mới tại B. Sản lượng hụt đi, đến  $Y_1$ . Với giá dầu cao hiện tại, các nhà sản xuất chỉ có thể sản xuất đạt mức sản lượng cũ là  $Y_0$ , khi và chỉ khi hàng hóa của họ tiêu thụ được và được thị trường chấp nhận ở mức giá là  $P_2$ . Nhưng vì rất nhiều bộ phận người tiêu dùng không chịu nổi giá  $P_2$  cho nên điểm cân bằng lê ra ở C thì lại ở B do giá tăng làm giảm tổng cầu.

Dầu lửa đã làm cho cả cầu và cung đều giảm. Giá tăng đến  $P_1$  và sản lượng hụt đi chỉ còn  $Y_1$  nhỏ hơn mức  $Y_0$  ban đầu. Nếu cầu ít co dãn với giá, sản lượng có thể vẫn nằm ở  $(Y, P_0)$ . Nhưng lúc đó, giá cả sẽ lên đến  $P_2$ .

Tình trạng thứ 2 cũng có thể gây ra lạm phát là chi phí về tiền lương. Các xí nghiệp trong những nền kinh tế thị trường thường phải chịu rất nhiều áp lực về vấn đề lương bổng. Trong thời hạn ngắn, các hợp đồng lao động còn hiệu lực, chi phí cho nhân công không biến động lớn. Nhưng trong thời hạn dài, khi nhiều đợt hợp đồng cũ lần lượt hết hạn, hợp đồng mới bắt đầu ký, những ảnh hưởng của công đoàn, thuế thu nhập và các yếu tố khác như chi phí đào tạo bắt đầu chi phối và tạo sức ép nâng giá tiền lương.

Biểu đồ 12.6 cho biết về quan hệ giữa tiền lương và lạm phát. Khi những hợp đồng cũ còn hiệu lực, các công ty tuyển một lượng nhân công là  $N_0$  với mức lương là  $W_0$ . Đường cung lao động thẳng đứng ( $LS_0$ ) với mức lương cố định tại điểm cân bằng A trên thị trường lao động (biểu đồ 12.6a) được các nhà kinh tế học thuộc trường phái Keynes gọi là mô hình hợp đồng.

Không có biến động gì về tiền lương và tỷ lệ nhân công, điểm cân bằng A kéo theo sự cân bằng trên thị trường sản xuất hàng hóa ở  $A'$  với mức sản lượng là  $Y_0$  và giá cả sản phẩm được sản xuất ra là  $P_0$ . Giả định rằng trong thời gian hợp đồng còn hạn, trong nền kinh tế có một vài biến cố nhỏ, như nhà nước tăng thuế thu nhập. Sự tăng thuế làm cho tiền lương thực tế của công nhân đột ngột giảm đi. Vì hợp đồng còn hiệu lực, họ đành chịu đựng khó khăn, chờ đến ngày tái ký sẽ xin điều chỉnh lương. Hoặc, công đoàn đấu tranh đòi tăng lương, giờ làm vì họ so sánh với mức lương hiện nay ở các nước xung quanh. Các tình huống như thế hoàn toàn có khả năng xảy ra.



Đến khi có những đợt hợp đồng cũ hết hạn và cần thương lượng để ký lại, vấn đề nâng lương được đặt ra. Rất nhiều công nhân không chịu làm ở mức lương  $W_0$  nữa. Vì khó khăn, và các lý do khác..., họ có thể thà chịu thất nghiệp, với hy vọng rằng sẽ kiếm được một công việc khác lương cao hơn vào một ngày nào đó nay mai. Tâm lý này thường rơi vào tình trạng khi mà thuế thu nhập đã thực sự cao hơn trước, hoặc công đoàn hăng hái bảo vệ cho họ. Tình hình này làm cho đường cung lao động xoay từ  $LS_0$  sang  $LS_1$ . Toàn bộ công nhân cũ chỉ chịu đi làm lại, nếu xí nghiệp đồng ý nâng lương lên  $W_2$ .

Các xí nghiệp thì không vui vẻ và hăng hái như thế trong việc nâng lương. Để nâng lương lên từ  $W_0$  đến  $W_2$  là cả một vấn đề. Giá cả hàng hóa bán ra không thể tăng một cách dễ dàng. Tình trạng lưỡng nan của họ là, nếu muốn duy trì sản lượng cũ (số việc làm  $N_0$ ), họ buộc phải tăng lương lên  $W_2$ , đẩy điểm cân bằng lên C. Điều đó sẽ buộc họ phải tăng giá lên  $P_2$ . Nhưng vì đa số thị trường chỉ chấp nhận giá sản phẩm không tới mức  $P_2$ , cuối cùng, họ phải giảm sản lượng. Biểu đồ 12.6a cho thấy, lẽ ra ở C, cân bằng tụt xuống B cho biết tại điểm này, lương đã buộc phải tăng một ít lên  $W_1$ . Số công nhân chịu đi làm ở mức lương  $W_1$  là  $N_1$  người. Dù sao thì  $N_1$  vẫn lớn hơn  $N_2$  (là số công nhân chịu đi làm ở mức lương  $W_0$  cũ), tuy nhỏ hơn khá nhiều so với  $N_0$ , nghĩa là thất nghiệp đã lên cao hơn.

Lương công nhân trong hợp đồng lao động mới đã phải tăng. Sự tăng lương và giảm số việc làm ở biểu đồ 12.6a sẽ làm dịch chuyển đường sản lượng ở biểu đồ 12.6b qua trái. Thu nhập thực sự còn mức  $Y_2$  do thất nghiệp gia tăng, sản xuất thụ hẹp. Giá cả đã vọt lên  $P_1$ .

Lạm phát do chi phí sản xuất như giá dầu, vật tư khác, tiền lương lên cao đẩy giá cả hàng hóa lên được gọi là lạm phát do chi phí đẩy (cost - push inflation)

### 12.2.2.3. Lạm phát theo tỷ giá hối đoái

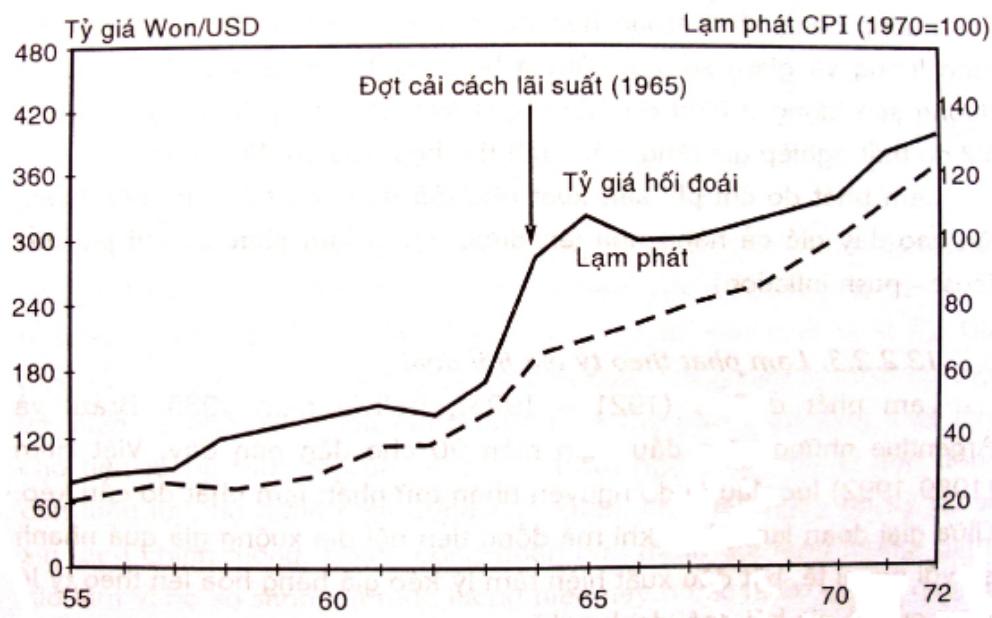
Lạm phát ở Đức (1921 - 1923), Bolivia năm 1985, Brazil và Argentina những năm đầu thập niên 90 cho đến gần đây, Việt Nam (1989 - 1992) lúc đầu là do nguyên nhân thứ nhất: lạm phát do cầu kéo. Giữa giai đoạn lạm phát, khi mà đồng tiền nội địa xuống giá quá nhanh so với ngoại tệ, bắt đầu xuất hiện tâm lý kéo giá hàng hóa lên theo tỷ lệ tăng của tỷ giá hối đoái danh nghĩa.

Trong chương IX, chúng ta đã thấy rằng tỷ giá hối đoái thực sự quan hệ chặt chẽ với giá cả hàng hóa xuất và nhập khẩu. Do đó, nó gắn bó trực tiếp với tất cả các loại giá cả khác trên thị trường (xin xem lại bảng thức 11.01). Tỷ giá giữa tiền nội địa và tiền nước ngoài càng lên (tiền nội địa xuống giá), hàng hóa càng lên giá. Và giá hàng lên càng kéo tỷ giá lên nhanh hơn, kinh tế càng bị lạm phát.

Một số nền kinh tế đang triển cũng có trường hợp này. Nói cho cùng, mối liên quan giữa lạm phát và tỷ giá có thể quy về nguyên nhân thứ nhất và sự gia tăng của cung ứng tiền. Tuy nhiên, các nhà kinh tế ở khắp các nước vẫn thừa nhận rằng: có vai trò của tâm lý

trong khuynh hướng kéo giá hàng hóa lên theo tỷ giá trong khi lạm phát đã thực sự hình thành. Khuynh hướng đó rất đặc trưng ở khu vực xuất nhập khẩu. Khu vực này chi phối mạnh mẽ tình hình sản xuất, chi phí và giá cả các khu vực còn lại trong nền kinh tế, nhất là ở các nước phát triển hướng ngoại. Nên khi khu vực xuất nhập khẩu lên giá hàng hóa của họ theo tỷ giá, những giá cả còn lại đồng loạt lên theo. Biểu đồ 12.7 cho thấy tình hình trên tại Hàn Quốc trong giai đoạn đầu của thời kỳ phát triển hướng ngoại (1955 - 1972). Lạm phát chạy theo rất sát với tỷ giá hối đoái trừ đợt cải cách lãi suất năm 1965.

**Biểu đồ 12.7: Tỷ giá hối đoái và lạm phát ở Hàn Quốc 1955-1972**



*Nguồn: Bank of Korea - Economic Statistical yearbook 4, 260, 265  
and Economic Planning Board - Economic Statistical yearbook 1976 - P. 361*

Nhìn chung, có thể nói rằng nếu phân tích chi tiết, lạm phát xảy ra do 3 nguyên nhân: cầu kéo, chi phí đẩy, và tỷ giá lên cao. Tuy nhiên, hai nguyên nhân sau sẽ không có cơ sở bộc phát nếu cung ứng tiền danh nghĩa không gia tăng (hoặc không chạy theo nhu cầu về tiền danh nghĩa) bởi sự lên giá hàng hóa, lao động và ngoại tệ. Chính cung ứng tiền đã gián tiếp là cơ sở cho hai nguyên nhân sau, vì nếu cung ứng tiền danh nghĩa không tăng nhanh, nếu NHTW quản lý chặt việc phát hành tiền ra trong lúc giá lao động, dầu thô, ngoại tệ lên.

Sự thắt chặt chắc chắn sẽ dẫn tới giảm sức mua nhanh chóng, cầu giảm, sản lượng sụt, thắt nghiệp tăng, giá lao động hạ trôi lại và quá trình lạm phát sẽ bị kìm hãm. Dĩ nhiên, tình huống này đòi hỏi phải trả giá để ngăn chặn lạm phát. Nhưng điều rõ ràng ở đây là thậm chí khi cung ứng tiền không là tác nhân trực tiếp gây ra lạm phát ở 2 trường hợp sau, thì nó vẫn là tác nhân gián tiếp. Hơn nữa, nó hoàn toàn có khả năng hình thành phòng tuyến để giữ cho giá cả hạ trôi lại.

Vì những lý do đó, cuối cùng, chính chính sách tiền tệ, là nguyên nhân đích thực của lạm phát.

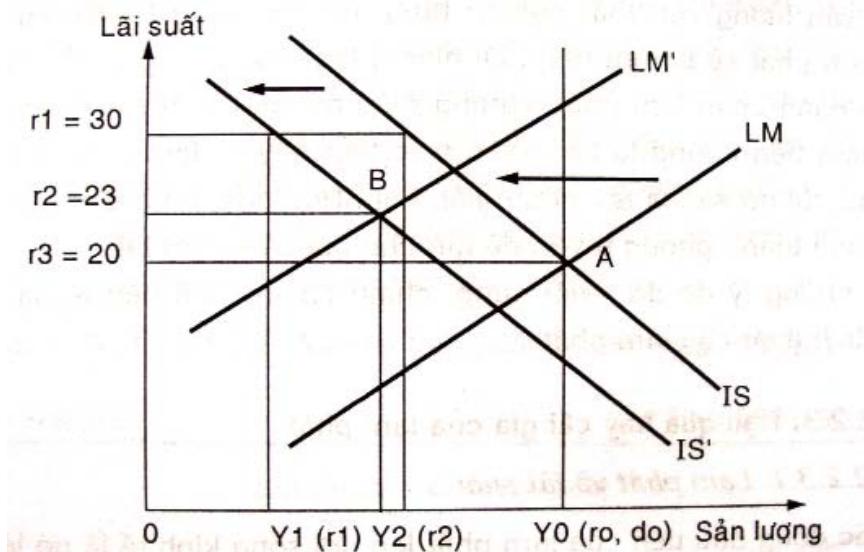
### 12.2.3. Hậu quả hay cái giá của lạm phát

#### 12.2.3.1. Lạm phát và lãi suất

Tác động đầu tiên của lạm phát lên đời sống kinh tế là nó làm thay đổi lãi suất. Và vì lãi suất ngày nay tác động nhiều mặt đến thu nhập, tiêu dùng và đầu tư, cho nên thông qua lãi suất, lạm phát tác động đến nhiều khía cạnh của đời sống kinh tế vi mô và vĩ mô.

Để giữ cho tài sản nợ và có có hiệu quả không đổi, hệ thống ngân hàng sẽ luôn cố gắng giữ cho lãi suất thực tế cố định. Nhưng vì lãi suất thực tế = lãi suất danh nghĩa - tỷ lệ lạm phát nên nếu muốn cho lãi suất thực tế không đổi, lãi suất danh nghĩa phải tăng cùng với tỷ lệ lạm phát. Phương trình 12.13 và 12.14 cho biết rằng khi lãi suất danh nghĩa tăng, làm cho đường IS dịch qua phía trái. Biểu đồ 12.8 cho thấy khi IS dịch qua thành  $IS'$ , vào giai đoạn đầu, nhu cầu về các loại tài sản khác, tiền tăng làm giảm tổng cầu. Sản lượng về mặt lý thuyết sẽ phải tụt xuống mức  $Y_1 (r_1)$ . Nhưng sau đó, khi nhu cầu về tiền danh nghĩa giảm, xuất hiện thừa cung trên thị trường tiền tệ. Cơ chế cân bằng tự nhiên sẽ ép đường LM cũng phải dịch qua bên trái. Sự dịch qua trái của LM kết thúc khi thừa cung về tiền được san lấp. Cân bằng giữa đường LM' và  $IS'$  là điểm B. Lúc này lãi suất danh nghĩa có hạ hơn do giá cả đã hạ vì cung trên thị trường giảm. Lãi suất xuống  $r_2$ , nhưng điều đáng nói là sản lượng tụt xuống  $Y_2 (r_2)$  từ mức cao là  $Y_0 (r_0, d_0)$ . Do hỗn hợp ISLM đã biến động về lãi suất.

Biểu đồ 12.8



Khi các ngân hàng và hệ thống tài chính tăng lãi suất danh nghĩa theo lạm phát, hậu quả mà nền kinh tế phải gánh lấy là suy thoái và thất nghiệp gia tăng. Phương trình 12.10 cho biết rằng lãi suất càng tăng, đầu tư thực tế càng giảm. Về mặt lâu dài, sự cân bằng trên thị trường hàng hóa và tiền tệ sẽ kéo cả lạm phát và lãi suất xuống khi không có sự can thiệp của NHTW. Nhưng cái giá phải trả là tiềm năng sản xuất bị lãng phí. Số việc làm giảm và đời sống nhân dân thêm khó khăn.

### 12.2.3.2. Lạm phát và thu nhập thực tế

Chúng ta đã biết ở những phần trước là lạm phát làm mất đi tài sản. Làm giảm các loại giá trị một cách vô hình, 1000 VND, ngày hôm nay mua được 1 quyển vở, nhưng nếu giả định đất nước có mức lạm phát 50% một năm, thì vào đúng 1 năm sau, 1000 VND chỉ còn mua được 2/3 quyển vở, bị mất đi 1/3 quyền.

Lạm phát không chỉ làm hao mòn giá trị của tài sản không có lãi tức tiền mặt, nó còn làm hao mòn giá trị cả những tài sản có lãi. Thí dụ sau đây giải thích hậu quả này của lạm phát. Giả sử rằng vào thời điểm bạn bỏ tiền ra gửi ngân hàng, hoặc mua trái phiếu, lạm phát bằng 0, lúc đó, nếu ngân hàng hoặc chủ trái phiếu trả cho bạn mức lãi 10% một năm, 1.000.000VND đầu tư sẽ mang đến tiền lãi (sau 1 năm) là:

$$1.000.000VND \times 10\% = 100.000VND$$

Nếu nhà nước quy định thuế thu nhập phải đúng là 30%, không trừ một ai, thu nhập thực tế, hay tính bằng lãi suất ròng từ tài sản ở ngân hàng hoặc trái phiếu của bạn, còn là:

$$10\%(1 - 30\%) = 7\%$$

$$\text{Tiền lãi thực sự là } 1.000.000 \times 7\% = 70.000VND$$

Bây giờ giả định tiếp, đất nước có lạm phát 10% năm. đương nhiên, để hấp dẫn bạn và mọi người, ngân hàng và chủ trái phiếu phải nâng lãi suất danh nghĩa lên 20% năm, để lãi suất thực tế mà bạn có được khi đầu tư vẫn là 10% năm (= 20% lãi suất danh nghĩa - 10% lạm phát). Có như thế, bạn mới chịu bỏ tiền ra mua tài sản là trái phiếu hay chứng thư của ngân hàng.

Lãi suất của bạn ở trường hợp sau này, sau khi trừ thuế thu nhập 30% năm, còn lại là:

$$20\% (1 - 30\%) = 14\%$$

Lãi suất ròng thực sự mà bạn được nhận:

$$14\% - 10\% (\text{lạm phát}) = 4\% \text{ năm}$$

Tiền lãi thực sự còn là:  $1.000.000\text{VND} \times 4\% = 40.000\text{VND}$

Có điều gì không ổn ở đây làm cho bạn chỉ còn hưởng được 4% lãi suất thay vì 7% khi đất nước chưa có lạm phát? Chỗ không ổn là khi ngân hàng nâng lãi suất danh nghĩa lên 20% để bù vào khoản lạm phát 10%, thì 20% lãi danh nghĩa này đã bao gồm cả 10% lạm phát. Thực chất, lãi suất thực của nó chỉ là 10%. Nếu nhà nước chỉ đánh thuế thu nhập của bạn trên 10% lãi suất thực này thôi, thì hoàn toàn không có trực trặc gì xảy ra. Lúc đó:

$$\text{Lãi suất thực} = 20\% - 10\% (\text{lạm phát}) = 10\%$$

$$\text{Lãi suất ròng} = \text{lãi suất thực} \times (1 - 30\% \text{ thuế thu nhập}) = 7\%$$

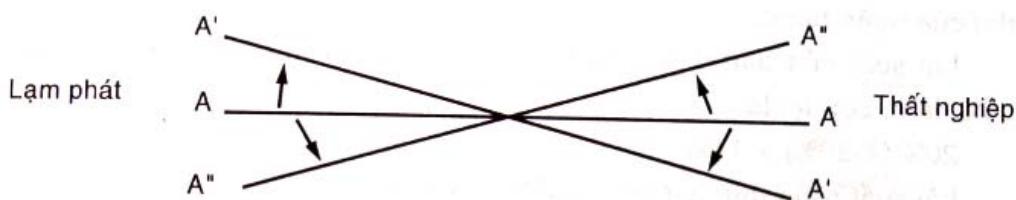
Thế nhưng, vì nhà nước đánh thuế trên cả 20% lãi suất danh nghĩa, thành ra bạn phải trả thuế luôn cho tác nhân đáng ghét là lạm phát trong 20% từ thuế thu nhập (30%) trả cho lãi suất thực (10%) và từ thuế (30%) trả cho 10% của lạm phát, giá trị mà bạn không hề được hưởng.

Bởi vì mức thuế thì được áp định cho cả năm hoặc nhiều năm, nên trong thời hạn ngắn, nó rất khó điều chỉnh, trong khi lạm phát có thể xảy ra vào bất cứ lúc nào. Vì vậy, vô hình chung, khi lạm phát xảy ra càng chất thêm gánh nặng thuế thu nhập và các loại thuế khác lên bạn. Kết quả là lạm phát càng cao, thu nhập thực tế của nhân dân càng giảm. Đời sống họ khó khăn hơn, ngay cả khi lãi suất và tiền lương được điều chỉnh theo cùng tỷ lệ lạm phát.

#### 12.2.3.3. Lạm phát và thất nghiệp

Mọi người đều không ưa gì lạm phát. Nhưng để đẩy lùi nó bao giờ cũng phải có những giải pháp nhất định. Chi phí để chống lạm phát cũng là một trong những hậu quả của lạm phát đối với nền kinh tế.

Từ thập niên 40, Keynes và những nhà kinh tế theo trường phái của ông đã cho rằng thất nghiệp là một đầu của cán cân mà đầu bên kia là lạm phát. Người ta chỉ có thể dìm đầu này xuống khi và chỉ khi chịu chấp nhận cho đầu kia vọt lên.



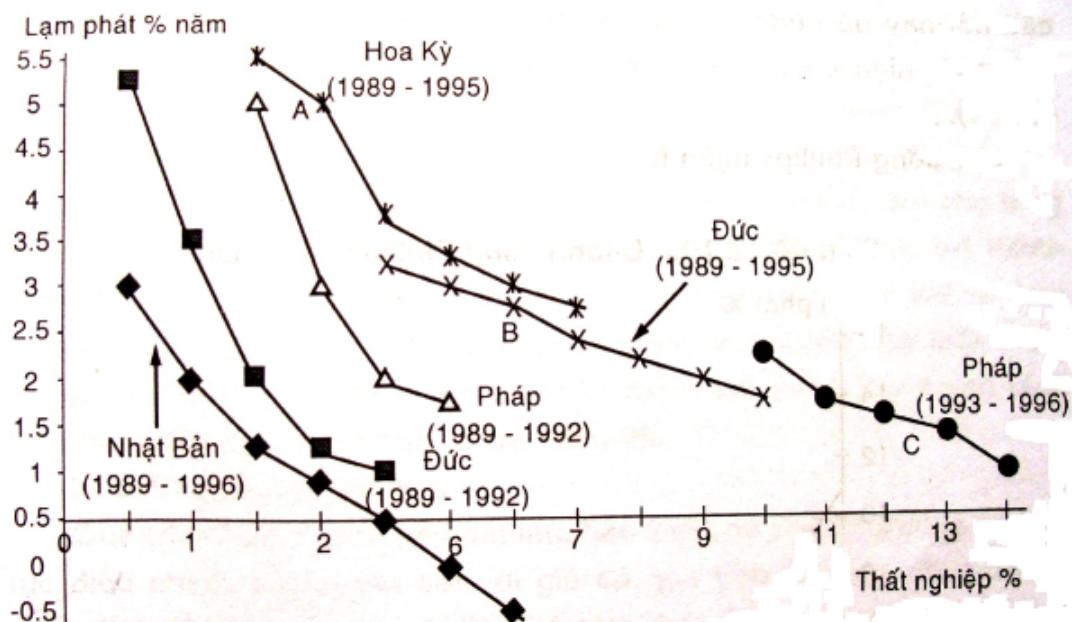
Năm 1958, A.W. Phillips diễn tả điều trên bằng đường cong mà sau này được mệnh danh là đường cong Phillips. Các nhà kinh tế học trường phái Keynes cho rằng đường cong này cung cấp cho các nhà làm chính sách kinh tế một thực đơn để chọn lựa. Một nhà hoạch định chính sách kinh tế ở Mỹ cho rằng, nếu muốn giảm thất nghiệp xuống mức thấp hơn các mức của năm 1990 - 1995, sẽ phải chọn điểm A trên biểu đồ 12.9. Biểu này cho biết một sự kết hợp mà ở đó mức thất nghiệp sẽ ở tỷ lệ 3% nhỏ hơn bất kỳ mức nào từ năm 1990 đến năm 1995. Nhưng đánh đổi lại, lạm phát sẽ cao hơn 5% một năm.

Sự chọn lựa theo hướng kiểm soát để hạn chế lạm phát thấp hơn sẽ phải trả giá một cách tương đương bằng thất nghiệp cao hơn. Trong trường hợp Đức và Pháp, điểm B và C cho biết các nước này sẽ có được tỷ lệ lạm phát thấp hơn so với năm 1994 (ở Đức) và các năm từ 1993 đến nửa đầu 1996 (ở Pháp). Tuy nhiên, điều đánh đổi cho những thành quả ấy là tỷ lệ thất nghiệp có thể sẽ cao hơn rất nhiều.

Càng đi về phía dưới của đường cong, lạm phát càng thấp dần và có thể bằng không (hoặc âm) như điểm E trong đường Phillips của Nhật Bản. Thế nhưng điều đi liền với nó là tỷ lệ thất nghiệp chắc chắn phải cao hơn. Ngược lại, bằng việc chấp nhận đi về phía trên của đường cong, cam chịu lạm phát, quốc gia đó có thể mở rộng được số việc làm và sản lượng.

Đó là nội dung của đường cong Phillips. Nó giải đáp những câu hỏi về hậu quả và cái giá phải trả cho lạm phát từ thập niên 60, thời kỳ huy hoàng của học thuyết Keynes. Bằng cách lựa chọn chính sách thuế và tiền tệ, chính phủ có thể gián tiếp kiểm soát tiêu dùng, tiến đến hạn chế tổng cầu và ngăn chặn những bước tiến cao hơn của lạm phát. Nhưng điều đó sẽ làm gia tăng thất nghiệp tự nguyện và kết quả là tỷ lệ thất nghiệp nói chung sẽ cao.

**Biểu đồ 12.9: Đường cong Phillips của 4 nước công nghiệp lớn nhất thế giới (1989-1996)**



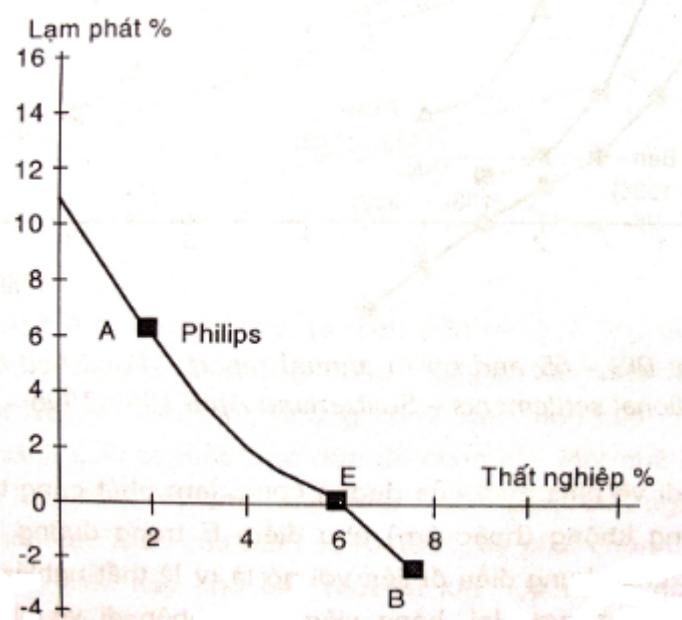
Nguồn: BIS - 65 and 66<sup>th</sup> annual report - Published by the Bank for International settlements - Switzerland April 1995 - 1996 - P.12 - 19

Sau thập niên 70, nhiều vấn đề đặt ra đã làm cho lập luận này không còn hoàn toàn chính xác. Ngay trên biểu đồ 12.9, chúng ta cũng có thể đặt ra vài câu hỏi, chẳng hạn như: (1) Tại sao đường Phillips lại quá dốc cho cả 4 nước. (2) Tại sao đường Phillips của Đức và Pháp lại dịch chuyển cả về bên phải với mức độ rất lớn, cho biết trong khi tỷ lệ lạm phát dao động không nhiều, thất nghiệp đã vọt lên rất cao. Những câu hỏi này đã được các nhà kinh tế học tiền tệ lý giải. Từ sự lý giải này xuất hiện cách gọi đường Phillips ngắn hạn (SRPC) và dài hạn (LRPC).

#### a) Đường Phillips ngắn hạn

Biểu đồ 12.10a cho thấy tình hình của đường Phillips ngắn hạn (Short-Run Phillips Curves). Điểm cân bằng E trên trực hoành cho biết để có lạm phát bằng không, Phillips cho rằng mức thất nghiệp (thí dụ) 6% là giá phải trả cho kết quả này. Tại điểm E, ngoại trừ lượng cung và cầu lao động đã cân bằng, trong nền kinh tế có một lực lượng lao động chưa có việc làm. Chính sách nói rộng tiền tệ sẽ có thể làm gia tăng tổng cầu, kích thích việc mở rộng sản xuất. Nền kinh tế trượt tới điểm A với tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn 4%. Nghĩa là hơn 2% lực lượng lao động đã có được việc làm. Nhưng điểm A cũng cho biết rằng tổng cầu tăng và lương tăng (do lực lượng lao động mới có việc làm) sẽ làm cho giá cả không còn ở mức lạm phát 0% nữa mà đã vọt lên 6%.

Biểu đồ 12.10a: Đường cong Phillips ngắn hạn



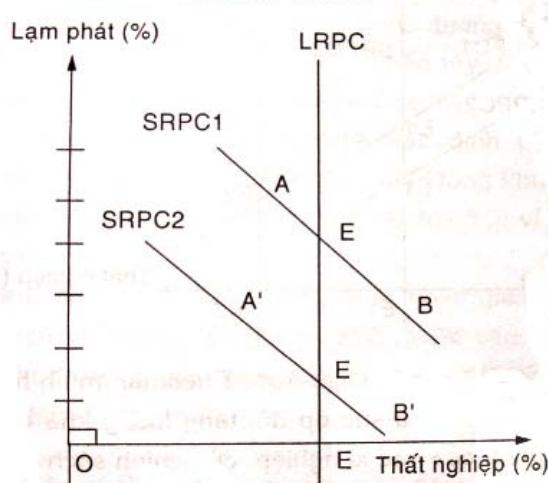
Nhưng nền kinh tế không ổn định lâu ở A với chính sách tiền tệ cũ. Giá cả tăng làm cho cung tiền tệ thực tế giảm. Và tự động, lạm phát 6% được cộng vào lãi suất. Sự tăng của lãi suất, làm giảm hố nhu cầu về tiền. Tổng cầu lại giảm trở lại, sản xuất kém mờ rộng hơn và thất nghiệp lại tăng. Điểm A lại trượt xuống phía dưới. Khi giá cả và tiền lương đã tăng đủ để làm giảm mức cung tiền, và lãi suất đã tăng tới mức kéo sản lượng tụt lùi và nhu cầu về tiền giảm xuống, điểm cân bằng sẽ từ A trở lại dao động xung quanh E.

Ngược lại với sự thắt chặt, tiền lương ngắn hạn sẽ có thể làm cho tổng cầu xuống thấp tới mức đưa lạm phát xuống dưới không, trở thành giảm phát. Điều đương nhiên là mức tổng cầu thấp như thế sẽ kéo lượng cung giảm theo. Các xí nghiệp giảm sản lượng, sa thải nhân công. Nền kinh tế có thể xoay quanh điểm cân bằng B với lạm phát chỉ còn -3% nhưng thất nghiệp gần đến 8%.

#### b) Đường Phillips dài hạn

Quá trình trên không kéo dài lâu, bản thân cơ chế thị trường lại tiếp tục điều chỉnh. Lạm phát âm với giá cả quá thấp đã làm tăng trở lại cung ứng tiền thực tế ( $L_s = M/P$ ). Giá càng hạ, cung tiền tệ thực tế càng tăng. Do cung tiền tệ tăng, lãi suất giảm và tổng cầu phục hồi dần dần, kéo theo sự tăng sản lượng trở lại. Nên kinh tế sẽ dần dần chuyển dịch lên E từ vị trí của B.

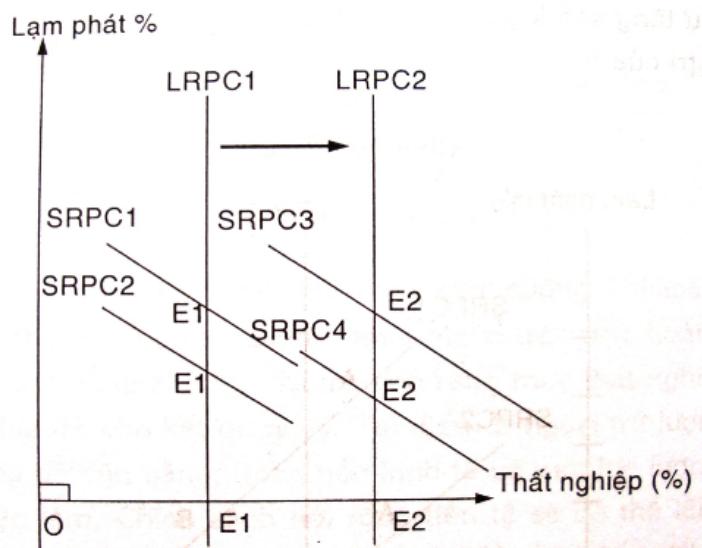
Biểu đồ 12.10b



Như vậy, có một cơ chế tự động điều chỉnh dài hạn để kéo điểm kết hợp giữa thất nghiệp và lạm phát - điểm E - về vị trí cân bằng giữa thị trường tiền tệ và hàng hóa. Điểm E cho phép xác định đường Phillips dài hạn. Milton Friedman cho rằng nó có hình thẳng đứng. Và các đường Phillips tạm thời hay ngắn hạn, thì dao động lên xuống dọc theo trục thẳng đứng này (Biểu đồ 12.10b).

Quan điểm thứ nhất của hỗn hợp đường Phillips - Friedman là do những cơn sốc của tổng cầu về sự thay đổi hàng năm trong cung ứng tiền, giá cả và thất nghiệp sẽ đánh đổi cho nhau theo đường Phillips ngắn hạn trong những khoảng thời gian từ 1 năm trở lại. Trong thời gian dài thì mọi nền kinh tế chỉ quan tâm đến các diễn biến dài hạn hơn là ngắn hạn - Do xu thế đánh đổi giữa sự tăng giảm của giá cả với sự tăng giảm của cung ứng tiền tệ thực tế, tổng cầu và lãi suất luôn có khuynh hướng kéo dần lượng Y trở về cân bằng cũ. Kết nối các điểm cân bằng dài hạn này, đường Phillips dài hạn (Long-Run Phillips Curves) sẽ là đường thẳng đứng lại điểm cân bằng, mà ở đó tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên cao đã trả giá cho mức lạm phát bằng không (Biểu đồ 12.10c).

Biểu đồ 12.10c



Quan điểm thứ 2 của Phillips được Friedman minh họa qua biểu đồ 12.10c. Ở những nước mà sức ép đòi tăng lương khá cao và vượt quá khả năng cho phép của các xí nghiệp, của chính sách tiền tệ, luôn luôn có sự gia tăng nhanh của lực lượng thất nghiệp tự nguyện. Bên cạnh sự tăng về mặt cơ học so với tốc độ tăng trưởng kinh tế, rất nhiều nhóm lao động chấp nhận lĩnh trợ cấp thất nghiệp để: vừa hy vọng rằng sẽ có một ngày nào đó trong tháng tới, tìm được việc làm tốt với mức lương cao hơn trước, mặt khác, vẫn tham gia biểu tình đòi tăng lương mỗi ngày để giết thời giờ nhàn rỗi chứ không chịu đi làm việc với mức lương cũ.

Trong thời gian dài, chính phủ và công đoàn không thể giải quyết hết mọi yêu cầu. Và thực sự chưa bao giờ có chính phủ nào làm nổi việc ấy. Bởi thế, ngay cả đường Phillips dài hạn (LRPC) cũng sẽ có khuynh hướng dịch chuyển dần dần qua phải theo trình độ công nghiệp hóa của các nước.

Quan điểm này giải đáp câu hỏi vì sao đường Phillips của Pháp và Đức trong biểu đồ 12.9 lại di động qua phải nhanh hơn, trong khi lạm phát giảm rất ít và có những năm hoàn toàn không giảm. Milton Friedman chỉ bỏ qua, không nhắc đến một ngoại lệ về sự biến động trong LRPC của ông là tình hình có thể khác đi một ít vì yếu tố văn hóa và triết học. Với những quốc gia Đông Phương có những nguồn nhân lực ham làm việc, cần cù và chịu khó như Nhật Bản, người ta đi làm việc không đơn thuần vì vấn đề tiền lương để sống. Họ vẫn có thể ở không để lĩnh trợ cấp thất nghiệp như ở Châu Âu. Nhưng còn vì người ta muốn đi làm để: (1) Thấy mình

đang sống có ích, (2) Để hàng xóm và bạn bè không coi khinh vì không có việc làm, (3) Vì ham làm việc, sáng tạo, (4) Không thể chịu nổi cảnh ngồi không. Từ những nguyên nhân đó, không những LRPC có thể dịch qua trái, thay vì qua phải, mà SRPC chỉ dao động xung quanh góc của trực tọa độ như đường Phillips của Nhật. Nước Nhật có cả lạm phát và thất nghiệp thuần túy. Mức độ ảnh hưởng lẫn nhau nhỏ hơn nhiều so với châu Âu và Bắc Mỹ.

Tuy nhiên, khi Phillips và Friedman xác định phổ biến đường Phillips, mô hình nước Nhật và các nền kinh tế Đông Phương khác chưa phổ biến. Tuy là thiểu số nhưng tư tưởng của hai ông vẫn đúng đối với phần lớn thế giới.

Có thể tóm tắt rằng độ dao động tăng hoặc giảm của tỷ lệ thất nghiệp tự nguyện và không tự nguyện khác mức cân bằng, là cái giá phải trả cho những tỷ lệ lạm phát khác không. Và điều này đúng cả trong thời gian dài và tạm thời.

#### **12.2.3.4. Phân phối thu nhập không bình đẳng**

Khi chúng ta cho các ngân hàng vay tiền bằng cách gửi tiền vào tài khoản có kỳ hạn, có thể hợp đồng cho vay này, hay một số hợp đồng tương tự khác trong cuộc sống, đã chỉ tính tới trường hợp có lạm phát. Thí dụ, ngân hàng đồng ý trả lãi suất cho chúng ta 20%, trong đó 10% được dự tính bù trừ cho lạm phát. Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu lạm phát thực sự vọt lên tới 30% chứ không phải 10% trong năm nói trên?

Lạm phát bất thường cao như vậy không phải là điều hiếm có, nó thường xảy ra, và vì hợp đồng cho vay đã ký cho cả năm với lãi suất danh nghĩa là 20% năm, chúng ta không thể thương lượng lại với ngân hàng. Kết quả là:

Khi bạn cho vay 1.000.000VND, bạn dự tính sau một năm sẽ có được cả vốn lẫn lãi là:

$$1.000.000VND \times (1 + 0,2) = 1.200.000VND$$

Với 1.200.000VND, bạn dự định là sẽ có thể mua được hàng hóa mà giá của chúng chỉ tăng từ 100.000 lên 1.100.000VND, lạm phát 10% theo dự tính. Nhưng vì lạm phát thực tế vọt lên 30%, lãi suất thực tế là -10%, bạn thu về chỉ có 1.200.000VND trong khi giá hàng hóa đã lên đến 1.300.000VND. Bạn thiệt mất 100.000VND.

Người vay tiền của bạn (ngân hàng chẳng hạn) thì thế nào? Với 1.000.000VND khi vay đem đầu tư vào hàng hóa như bất động sản, chưa kể đến việc đã đầu tư là phải có lãi, chỉ nói việc giá cả bất động sản lên 30% đã làm cho tài sản của ngân hàng, vào năm sau, khi bán ra, đem lại:

$$1.000.000 \times (1 + 0,3) = 1.300.000VND$$

Sau khi trả cho bạn 1.200.000VND, ngân hàng vẫn còn lãi 100.000VND. Lạm phát đã móc túi của bạn 100.000VND nói trên để cho thêm vào túi của ngân hàng.

Thông thường, đối tượng đi vay là các nhà kinh doanh. Thành phần cho vay cuối cùng là nhân dân với các khoản tiền tiết kiệm nhỏ bé của họ. Lạm phát làm cho các nhà kinh doanh có được phân thu nhập tăng thêm do thiệt hại của các thành phần nhân dân nghèo. Đời sống nhân dân lao động đã khó lại càng thêm khổn khổ.

Những người thừa tiền và giàu có thì sao? Lạm phát bất thường kéo họ vào thị trường đầu cơ tài sản và hàng hóa. Trong khi dân nghèo không có đủ tiền để mua sắm hàng tiêu dùng cho một tháng, thì họ có thể mua hàng núi hàng hóa để tích trữ, chờ giá lên tung ra bán. Chính sự đầu cơ này càng làm cho cung hàng hóa khan hiếm, và giá cả càng lên cơn sốt. Cuối cùng là dân lao động không mua nổi ngay cả hàng hóa tiêu dùng cần thiết để sống, trong khi những kẻ đầu cơ bán ra hàng hóa với giá cao và càng trở nên giàu có hơn.

Lạm phát như thế có thể dẫn đến rối loạn kinh tế và làm cho hố ngăn cách thu nhập giữa người giàu và kẻ nghèo thêm lớn hơn. Quá trình phân phối lại thu nhập, do lạm phát, thường là không hợp lý và làm tăng thêm sự bất bình đẳng.

#### **12.2.3.5. Lạm phát và nợ quốc gia**

Nếu ở phần trên chúng ta thấy rằng lạm phát làm cho chính phủ được lợi nhiều hơn từ thuế thu nhập đánh vào nhân dân, chính phần thu nhập thực tế mà nhân dân mất đi đã chạy vào ngân sách của chính phủ, thì ngược lại, trong quan hệ kinh tế đối ngoại, những khoản nợ

quốc gia của chính phủ đối với các nước sẽ trở nên trầm trọng hơn trước. Chính phủ được lợi trong nước nhưng lại bị thiệt đối với nợ nước ngoài. Bởi vì:

$$\frac{\% \text{ tăng, giảm}}{\text{tỷ giá}} = \frac{\% \text{ lạm phát của}}{\text{VND}} - \frac{\% \text{ lạm phát của}}{\text{ngoại tệ}}$$

Thí dụ:

Vào thời điểm tháng 1/1996 cho rằng Việt Nam nợ nước ngoài khoảng 10 tỷ USD. Lạm phát ở Việt Nam là 3%, ở Hoa Kỳ (nước chủ nhà của đồng USD) cũng là 3%. Tỷ giá E giữa VND/USD = 11.000.

Khoản nợ của chính phủ đối với nước ngoài sẽ là tương đương ( $10 \text{ tỷ USD} \times 11.000$ ) = 110.000 tỷ VND.

Giả định đến tháng 1 năm 1997 (sau đúng 1 năm), lạm phát ở Mỹ vẫn là 3%, nhưng ở Việt Nam đã lên đến 13%. Như vậy, tỷ giá bây giờ sẽ là:

$$\% \text{ tăng e} = 13\% - 3\% = 10\%$$

$$e = 11.000 + (11.000 \times 10\%) = 12.100$$

Khoản nợ của chính phủ đối với nước ngoài sẽ thành ( $10 \text{ tỷ USD} \times 12.100$ ) = 121.000 tỷ VND.

Trong khi được lợi từ các khoản thuế đánh trong nước do lạm phát, chính phủ nợ thêm nặng nề hơn đối với nước ngoài, cũng do lạm phát. Nguyên nhân là vì lạm phát làm e tăng và đồng tiền trong nước trở nên mất giá nhanh hơn so với tiền tệ nước ngoài tính trên các khoản nợ.

Cũng cần nói thêm rằng nếu lạm phát trong nước không đổi, lạm phát ở Mỹ tăng cao, tình trạng đó sẽ làm cho đồng tiền nội địa lên giá và chính phủ sẽ vui mừng vì các khoản nợ của nước ngoài nhỏ lại. Tuy nhiên, niềm vui này sẽ không được bao lâu, bởi cái được từ việc giảm nợ nước ngoài không thể bù nổi với cái mất từ sự thiệt hại xuất khẩu và sản lượng.

Ngoài những hậu quả vừa kể trên, cái giá phải trả cho lạm phát vẫn còn nhiều những tác động phụ xảy ra ở vòng ngoài. Lạm phát cao và kéo dài thường làm cho nhân dân không dám giữ tiền lâu. Họ tranh nhau mua hàng, chi phí thì giờ và tâm trí vào việc sử dụng tiền nhanh, và mua sắm cái gì đó làm hao tốn rất nhiều sinh lực của nền kinh tế. Đầu óc đầu cơ, con buôn và trực lợi theo kiểu cơ hội sẽ nảy sinh nhiều hơn. Nhưng điều quan trọng hơn nữa là lạm phát cao và kéo dài sẽ làm cho thuế trở thành gánh nặng, lãi suất cao hơn, cung ứng tiền thực tế rút hẹp hơn... Kết quả là dẫn đến tình trạng suy thoái trong tổng sản lượng quốc gia.

### **12.3. LẠM PHÁT - SUY THOÁI**

Tình trạng lạm phát kéo theo suy thoái đã được gọi là lạm phát suy thoái (Stagflation) từ thời của Keynes. Vì tính chất quan trọng của nó, người ta không liệt suy thoái vào nhóm hậu quả của lạm phát, mà đặt nó riêng ra thành một nhân tố của biến động vĩ mô.

Cho đến nay, người ta định nghĩa: Sự giảm liên tục của sản lượng từ 6 tháng liên tiếp là tình trạng suy thoái kinh tế. Có 2 loại lạm phát suy thoái. Lần lượt là:

#### **12.3.1. Lạm phát suy thoái do chi phí đẩy**

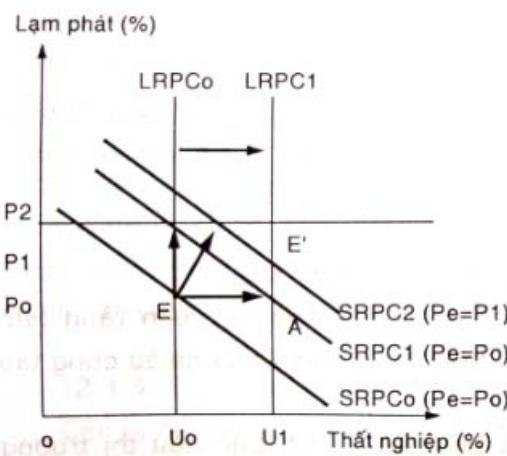
Giá dầu thô lên, lao động đắt đỏ hơn..., đều là những nguyên nhân có thể tạo ra lạm phát và tiếp đến là suy thoái. Biểu đồ 12.11a và 12.11b minh họa vấn đề này.

Giả sử vào thời điểm thứ nhất, đường Phillips dài hạn ở  $U_0$  trên biểu đồ 12.11a cho biết điểm cân bằng tạm thời giữa lạm phát và thất nghiệp là E ( $U_0, P_0$ ). Tương ứng với mức giá  $P_0$  này, thị trường hàng hóa ở biểu đồ 12.11b cho biết đường tổng cung ( $AS_0$ ) và tổng cầu ( $AD_0$ ) về hàng hóa kết hợp cũng ở E, sản lượng lúc này là  $Y_0$ .

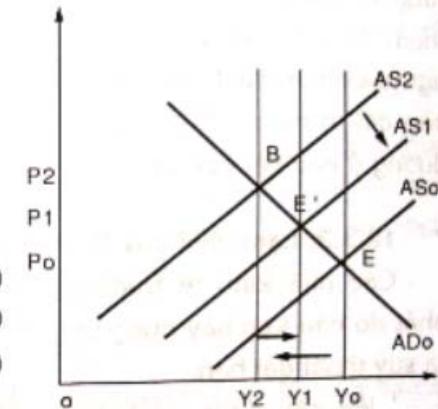
Giả định giá dầu thô bất thắn, hoặc hợp đồng lao động đã hết hạn và công nhân đòi lương cao hơn mới chịu làm việc tiếp tục. Các hàng và xí nghiệp bắt buộc phải nâng giá thành phẩm lên theo. Ở đâu ra? Lạm phát bùng nổ với  $P_0$  vọt lên thành  $P_2$  ở cả 2 thị trường.

Điều gì sẽ xảy ra? Giá lên cao quá nhanh làm tổng cầu giảm đột ngột từ  $Y_0$  xuống  $Y_2$  trên biểu đồ 12.11b. Sức cung chưa giảm ngay, nên thị trường lao động vẫn ở  $U_0$ . Nhưng dần dần, hàng hóa bán không hết khiến các xí nghiệp phải thu hẹp sản xuất. Cung hạ nhanh xuống  $AS_2$  cân bằng với  $AD_2$  tại B. Cung giảm bất ngờ làm đường Phillips tạm thời (SRPC) dịch từ  $SRPC_0$  lên  $SRPC_1$  rồi dịch tiếp lên  $SRPC_2$  để cân bằng với lạm phát. Hệ quả cuối cùng là đường Phillips dài hạn cũng bị đẩy từ  $LRPC_0$  lên  $LRPC_1$ . Thất nghiệp lan ra đến  $U_1$ , do sự cho nghỉ bớt nhân công hoặc giảm giờ làm của các xí nghiệp.

Biểu đồ 12.11a



Biểu đồ 12.11b



Do thất nghiệp tăng lên, chi phí lao động giảm bớt, giá cả bắt đầu hạ bên thị trường lao động (biểu đồ 12.11a). Giá cả hạ xuống làm lãi suất giảm theo, một mặt kích thích cầu tăng trở lại, mặt khác, cung ứng tiền thực tế tăng vì giá cả hạ (xuống  $P_1$ ) đã phục hồi phần nào sản xuất, cũng tăng từ  $AS_2$  lên  $AS_1$  trên thị trường hàng hóa với sản lượng được nâng lên một ít tới  $Y_1$ .

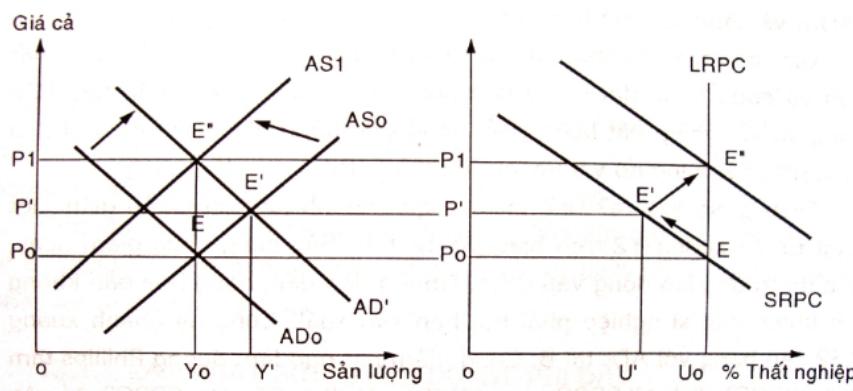
Lạm phát đã làm cho sản lượng giảm từ  $Y_0$  xuống  $Y_1$ . Thất nghiệp tăng từ  $U_0$  lên  $U_1$  (đoạn EA). Nói cách khác, nó đã kéo theo sự suy thoái. Khủng hoảng và chiến tranh vùng Vịnh Persian năm 1990 - 1991 là nguyên nhân chính đẩy các nước công nghiệp vào đợt suy thoái chu kỳ kéo dài từ năm 1991 đến năm 1993, sau khi lạm phát bùng lên mở đường ở hầu hết các nước từ năm 1989 đến năm 1991.

### 12.3.2. Lạm phát suy thoái do cung ứng tiền tăng

Các nhà kinh tế trường phái Milton Friedman lập luận rằng lạm phát do cầu kéo hay cung ứng tiền tăng bất ngờ và quá nhiều cũng tạo ra suy thoái dài hạn.

Điều này được minh họa qua biểu đồ 12.12. Lúc đầu thị trường hàng hóa đạt cân bằng tại E với mức sản lượng là  $Y_0$ , giá là  $P_0$ . Tương ứng với trạng thái cân bằng này, thị trường lao động ổn định cũng tại E với mức độ thất nghiệp là  $U_0$ .

Biểu đồ 12.12a



Biểu đồ 12.12b

Cho rằng nhà nước vì thâm hụt trong tài khóa, quyết định tài trợ bằng cách in tiền. Mọi lý do khác của việc tăng bất ngờ cung ứng tiền cũng đều gây ra hậu quả tương tự như sau: Tổng cầu ở biểu đồ 12.12a lập tức dịch chuyển qua phải, từ vị trí AD sang AD'. Tổng cầu tăng bất ngờ làm sản lượng tăng đến Y' và giá cả cũng leo lên đến P'. Đường Phillips ngắn hạn bên biểu đồ 12.12b cho thấy rằng tỷ lệ thất nghiệp đã giảm đến U' tạm thời.

Các nhà Friedman học lý luận rằng lúc đầu tổng cầu tăng kéo theo sản lượng tăng bởi lúc đó giá cả chưa tăng kịp với cung ứng tiền, sức mua thực tế lớn, nên sản lượng được kích thích để tăng theo từ khoảng 6 tháng trở lên, khi giá cả lên. Thứ nhất, lãi suất cũng lên làm giảm sản lượng. Thứ hai, chính giá cả lên làm cho lượng cầu thực tế về hàng hóa ( $= \frac{\Delta D}{P}$ ) giảm. Với một lượng thu nhập đã ổn định theo các hợp đồng đã ký từ 6 tháng trước, giá lên chỉ làm cho khả năng mua hàng giảm đi. Chính 2 nhân tố trên đã làm đường cung dịch về bên trái nhanh hơn cầu. Sản lượng thực tế rơi trở lại mức cũ. Trong khi thất nghiệp tăng từ U' lên  $U_0$ , lạm phát vẫn tiếp tục cao.

### **12.3.3. Suy thoái từ các nguyên nhân khác**

Các phần trên cho thấy logic của suy thoái ngắn hạn đến dài hạn đi từ chính sách tiền tệ - qua lạm phát rồi đến thất nghiệp tăng. Ngoài những nguyên nhân logic này, chính sách tiền tệ có thể trực tiếp gây ra suy thoái.

#### **12.3.3.1. Việt Nam 1988 - 1992**

Sự thâm hụt ngân sách do Liên Xô cắt giảm viện trợ vào năm 1988, kết hợp với bù lỗ liên tục cho khu vực kinh tế cũng đã buộc chính phủ phải in thêm rất nhiều tiền. Nhiều nguyên nhân khác đã làm nặng nề thêm quá trình lạm phát. Mức lạm phát cao nhất là hơn 500% năm vào năm 1989.

Không có một cơ chế lãi suất nào có thể tăng kịp để đảm bảo lãi suất thực dương với mức lạm phát như thế. Cầu tiền tệ thực tế cực nhỏ. Người ta đua nhau đầu tư vào vàng, ngoại tệ, bất động sản và hàng hóa bởi lẽ tiền mất giá quá nhanh. Sản xuất không được kích thích vì một mặt thiếu vốn do cơ chế vay khó khăn, mặt khác do bán hàng ra xong khó mà mua được nguyên liệu vào với giá cũ vì lạm phát quá nhanh. Buôn bán và đầu cơ trở nên tràn lan trừ khu vực nông nghiệp. hầu hết sản xuất đình đốn, kinh tế suy thoái và lạm phát tiếp tục lên cao bởi hàng hóa khan hiếm.

Ngoài yếu tố cấm vận, sự suy thoái nói trên là hậu quả trực tiếp của việc tăng đến mức không lồ về cung ứng tiền danh nghĩa. Trong khi đó thì hoạt động chậm chạp, trì trệ của hệ thống ngân hàng quốc doanh không điều tiết lãi suất để hút bớt nhu cầu tiền và kích thích sản xuất. Điều đó càng thể hiện rõ ràng hơn khi Ngân hàng Nhà nước chấm dứt chính sách tài trợ, thất chặt bớt cung ứng tiền, cởi trói cho ngoại thương nhằm gia tăng nhập khẩu để chống khan hiếm hàng hóa, vì vậy lạm phát giảm dần xuống khoảng 70% vào các năm 1990 - 1991. Sản xuất hồi phục, suy thoái bị đẩy lùi, cả lạm phát và thất nghiệp cũng giảm vì LRPC dịch dần sang phía trái.

Dù công khai thừa nhận hay không, chính sách tiền tệ vẫn phải chịu trách nhiệm về đợt suy thoái kèm theo lạm phát, cũng như các thành công trước và sau 1988 - 1992.

#### **12.3.3.2. Chính sách thất chặt cung ứng tiền**

Khi nền kinh tế đang tăng trưởng, không ở trong tình trạng lạm phát quá cao, nhưng chính sách thất chặt cung ứng tiền quá mạnh và quá dài vì muốn bảo vệ giá tiền nội địa, vì quá lo lắng đến lạm phát, vì những dự đoán quá thận trọng về tình hình giá cả trong nước trong một vài quý (hay vài năm tới...) đều có thể gây ra suy thoái.

Lãi suất tăng vì tiền trở nên khan hiếm hơn sẽ làm đầu tư suy giảm, người ta lao vào các dịch vụ đầu tư ngắn hạn mang nhiều tính ăn xổi của thị trường chứng khoán. Đầu tư dài hạn thiếu vốn bởi không ai dám trả lãi suất cao. Nhập khẩu hàng tiêu dùng gia tăng sẽ gây sức ép cho sản xuất nội địa. Hàng xuất khẩu kém hẳn sức cạnh tranh vì tiền nội địa lên giá. Ngoại

thương thâm hụt sẽ tiếp tục đẩy tỷ giá lên cao và khiến cho sản xuất nội địa đình đốn. Dự trữ quốc gia suy giảm.

Thất nghiệp tăng và tình trạng lãng phí vì không tận dụng được tài nguyên đã đầu tư và tài nguyên chưa đầu tư gây ra áp lực rối loạn về cơ cấu. Suy thoái là cha đẻ của rối loạn. Dĩ nhiên, ngoài chính sách thất chật tiền tệ, các nhân tố như cấm vận, khủng hoảng chính trị, chiến tranh, bạo loạn... cũng có thể gây ra suy thoái. Nhưng chúng ta chỉ quan tâm đến suy thoái gây ra từ chính sách tiền tệ như đã giới hạn từ đầu.

Người ta có thể ngăn chặn lạm phát và suy thoái như thế nào. Mọi giải pháp đều phải xuất phát từ nguyên nhân. Phải chính người thất nút mới gỡ được nút. Chính sách tiền tệ đã gây ra những biến động như thế, thì mọi cố gắng chống lại suy thoái hay lạm phát đều phải được bắt đầu bằng chính sách tiền tệ. Chương tiếp theo sẽ giới thiệu về những nỗ lực, mà NHTW và chính sách của nó có thể làm, để tác động đến nền kinh tế, sửa chữa sai lầm hoặc cải thiện tình hình kinh tế.

## TÓM TẮT

1) John Maynard Keynes trong các phân tích kinh tế vĩ mô của ông, cùng với John Hicks và các nhà kinh tế học cổ điển khác cho rằng: chính sách tiền tệ làm thay đổi lãi suất, cung ứng tiền, nhu cầu về tiền từ đó, mà tác động toàn diện tới sản lượng, thu nhập, đầu tư và tiêu dùng.

2) Mô hình ISLM là minh họa nổi tiếng của Keynes và các nhà khoa học khác về luận điểm trên.

3) Lạm phát gây ra do sự gia tăng cung ứng tiền.

4) Cung ứng tiền gia tăng trực tiếp tạo ra cầu kéo lạm phát, gián tiếp gây ra chi phí đẩy lạm phát và tỷ giá hối đoái tăng, kéo lạm phát tăng theo. Đó là 3 nguyên nhân chính.

5) Lạm phát có nhiều loại và nhiều cách gọi. Về định lượng có các loại lạm phát: 1 chữ số, 2 chữ số và 3 chữ số cho đến siêu lạm phát.

Về mặt định tính có: lạm phát thuần túy, lạm phát cân bằng, không cân bằng. Lạm phát dự đoán trước, lạm phát bất thường, lạm phát cao và lạm phát thấp.

6) Lạm phát gây ra ít nhất 5 loại hậu quả: Nó là lãi suất danh nghĩa tăng do vậy sản xuất trì trệ, làm thu nhập thực tế của nhân dân giảm. Chi phí để giảm nó là thất nghiệp cao, gây ra tình trạng phân phối thu nhập bất bình đẳng, tăng thêm nợ cho nền kinh tế quốc gia.

7) A.W.Phillips vẽ ra đường cong mang tên ông năm 1958, thể hiện tỷ lệ bù trừ giữa lạm phát và thất nghiệp trong thời gian ngắn. Sau này Milton Friedman bổ sung thêm lý thuyết ổn định thất nghiệp trong tình hình có đủ thông tin để vẽ nên đường cong Phillips dài hạn.

8) Lạm phát cũng gây ra suy thoái bởi chi phí đẩy và cầu kéo,

9) Các nhà Friedman học thì bổ sung thêm tình trạng suy thoái dài hạn do lạm phát cung ứng tiền quá giới hạn. Ngoài ra, thất chật quá lâu và chật tay trong cung ứng tiền cũng tạo ra suy thoái.

10) Tóm lại, suy thoái xảy ra do nguyên nhân là lạm phát có căn nguyên từ chính sách tiền tệ, và cũng có thể trực tiếp do tác động của chính sách tiền tệ, khi nó đi vào hướng cực đoan, quá mở rộng hoặc quá thắt trong thời gian dài ■

## **Chương 13 - CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT KINH TẾ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG**

Ở mỗi quốc gia, với tư cách là thiết chế đầu não của toàn bộ hệ thống tài chính và ngân hàng, NHTW là cơ quan chủ chốt, thiết kế và quyết định chính sách tiền tệ.

Vì chính sách tiền tệ là hoạt động có ý thức của NHTW, cho nên những tác động của nó đến nền kinh tế mà chúng ta đã nghiên cứu ở chương trước phải được hiểu là nằm trong hệ thống các mục đích mà NHTW cần đạt, bất kể nó là tốt hay xấu. Do NHTW được sinh ra để phục vụ cho công cuộc củng cố và phát triển hệ thống kinh tế xã hội, các chính sách của nó suy cho cùng, là hướng về việc điều tiết kinh tế để đạt các mục tiêu đã định.

NHTW nắm trong tay quyền quyết định về cung ứng tiền, dự trữ, lãi suất chiết khấu, và ở nhiều nước, còn nắm cả việc áp đặt lãi suất tại các ngân hàng trung gian, tỷ giá hối đoái và kiểm soát tín dụng. Quyền hạn này rất rộng, và do vậy mọi hoạt động của NHTW đều ảnh hưởng mật thiết đến nền kinh tế. Khi nó thay đổi cung ứng tiền thì việc tiêu dùng, đầu tư, giá cả và sản lượng đều biến động.

Logic quan hệ trên đã làm cho NHTW từ sau Chiến tranh thế giới II và đặc biệt là từ cuối thập niên 60, trở nên là một định chế rất quan trọng trong việc tạo ra những tác động có ý đồ nhằm định hướng và điều tiết nền kinh tế. Đối với NHTW, điều tiết kinh tế có nghĩa là điều tiết nền cung ứng tiền (Money supply regulation) bởi vì khối lượng cung ứng tiền ảnh hưởng một cách cực kỳ quan trọng, toàn diện đến sản xuất, trao đổi và thu nhập trong nền kinh tế. Để có thể nhận thức được đầy đủ vì sao khi NHTW điều tiết cung ứng tiền, nó đã thực sự điều tiết kinh tế vĩ mô, trước hết chúng ta cần hiểu tóm tắt trở lại ảnh hưởng của cung ứng tiền đến mọi khía cạnh của hoạt động kinh tế vĩ mô.

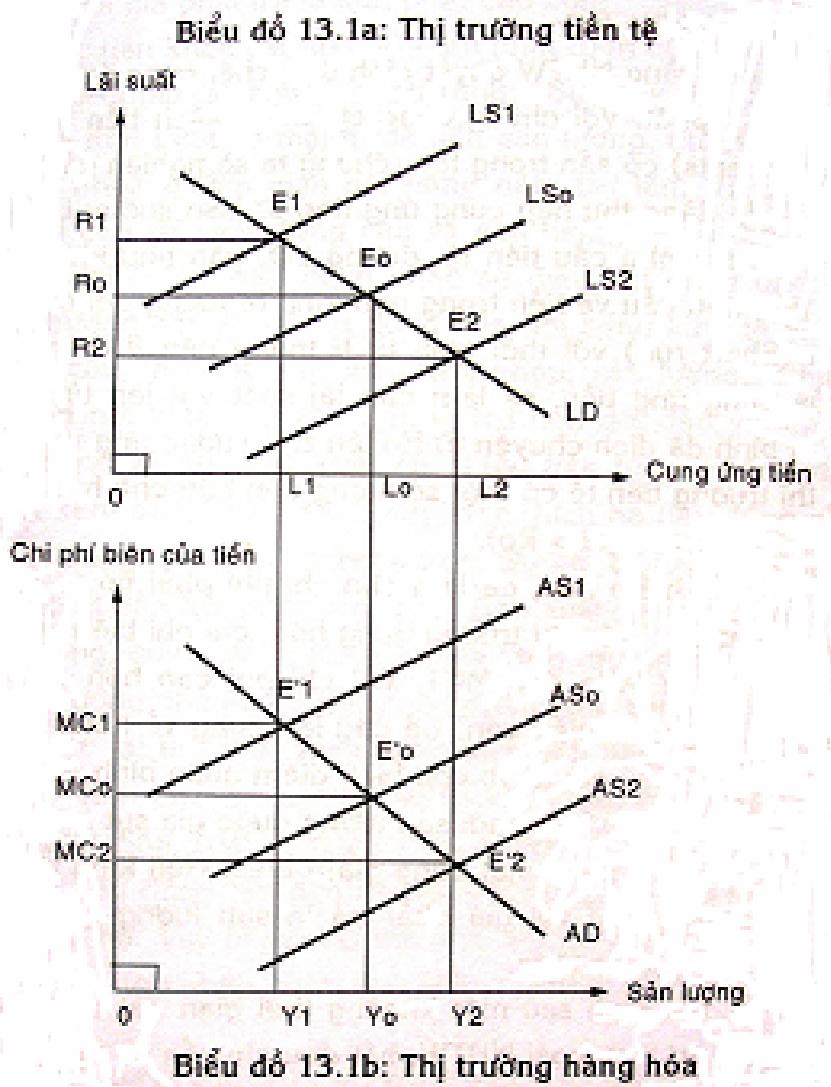
### **13.1. KHÁI QUÁT LẠI ẢNH HƯỞNG CỦA CUNG ỦNG TIỀN ĐẾN NỀN KINH TẾ**

Sự khác biệt lớn nhất trong chính sách cung ứng tiền là khoảng cách giữa chính sách cung ứng nới lỏng (easy monetary policy) và chính sách cung ứng thắt chặt (tight monetary policy). Biểu đồ 13.1 diễn tả sự khác biệt này trong hai loại chính sách tiền tệ của NHTW.

Giả sử vào thời điểm thứ nhất ta nghiên cứu, đường cung ứng tiền của NHTW là đường  $LS_0$ , tương ứng với nhu cầu tiền trong nền kinh tế là  $LD$ . Nền kinh tế đạt bình quân tạm thời trên thị trường tiền tệ tại điểm bình quân  $E_0$  cho biết, với mức bình quân ấy, lượng cung ứng tiền đã có trong nền kinh tế là  $L_0$  và lãi suất của tiền là  $R_0$  (biểu đồ 13.1a).

Biểu đồ 13.1b cho biết, với mức cung ứng tiền  $L_0$  và lãi suất  $R_0$ , nhu cầu về hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế là đường  $AD$ . Nhu cầu ấy được cân bằng với sản lượng quốc gia tại điểm  $E'_0$ . Điểm  $E'_0$  cho biết trên thị trường hàng hóa, tổng cung bằng tổng cầu tại sản lượng  $Yo$  với chi phí biên (MC) để có thêm tiền là  $MC_0$ . Chi phí biên ấy cho biết, với lượng cung ứng tiền  $L_0$  và lãi suất  $R_0$ , để có thêm một đơn vị tiền mới cho tiêu dùng hoặc sản xuất, nhà sản xuất hoặc nhân dân phải trả một chi phí là  $MC_0$ .

Bây giờ, giả sử rằng NHTW quyết định thắt chặt cung ứng tiền để hạn chế áp lực lạm phát. Với những công cụ chính sách tiền tệ (Monetary policy instruments) có sẵn trong tay (chúng ta sẽ nghiên cứu ở phần kế tiếp), NHTW dễ dàng thu hẹp cung ứng tiền từ  $LS_0$  xuống  $LS_1$  (biểu đồ 13.1a). Trong lúc nhu cầu tiền tệ, đường  $LD$ , gần như không đổi - về mặt thực tiễn nhu cầu về tiền trong nền kinh tế tương đối ổn định trong ngắn hạn (Short run) với thời gian từ 6 tháng đến 9 tháng, sự giảm nhanh của cung ứng tiền, sẽ làm cho lãi suất vọt lên từ  $R_0$  đến  $R_1$ . Điểm bình quân đã dịch chuyển từ  $E_0$  lên  $E_1$ . Tương ứng với điểm quân bình  $E_1$ , thị trường tiền tệ có một số lượng tiền hạn chế hơn là  $L_1$  ( $L_1 < L_0$ ) với lãi suất là  $R_1$  ( $R_1 > R_0$ ).



Tiền tệ khan hiếm hơn, đã làm cho chi phí phải bỏ ra để có được tiền trở nên đắt đỏ. Trên thị trường hàng hóa, chi phí biên của tiền vì lý do đó, tăng lên từ  $MC_0$  đến  $MC_1$ . Với chi phí cao hơn của tiền, tiêu dùng và sản xuất đều thiếu vốn. Cả cầu lẫn cung về hàng hóa và dịch vụ đều giảm sút. Biểu đồ 13.1b cho biết điểm quân bình đã chuyển  $E'_0$  lên  $E'_1$ . Với điểm bình quân mới, sản lượng quốc gia sụt xuống  $Y_1$ , mặc dù với nhu cầu giảm, lạm phát cũng giảm theo. Nền kinh tế đã có một mức độ lạm phát thấp với giá phải trả là sản lượng giảm, thu nhập giảm và thất nghiệp gia tăng.

Ngược lại, giả định sau một khoảng thời gian dài chống lạm phát với cái giá của sự suy thoái, NHTW bắt đầu chuyển từ chính sách cung ứng tiền hạn chế (tight - money supply) sang chính sách cung ứng tiền nới lỏng (easy - money supply). Tổng cung tiền tệ vọt lên từ  $LS_1$  lên  $LS_2$  trên biểu đồ 13.1a. Đường cung ứng tiền  $LS_2$  cắt đường cầu LD tại điểm bình quân  $E_2$  cho biết rằng, tổng khối tiền tệ trong nền kinh tế đã tăng lên từ  $L_1$  lên  $L_2$ , và cung ứng tiền tăng ồ ạt đã làm lãi suất hạ từ  $R_1$  xuống  $R_2$ .

Lãi suất hạ rất thấp làm cho chi phí biên để có được tiền, vốn, hạ từ  $MC_1$  xuống  $MC_2$  trên thị trường hàng hóa (biểu đồ 13.1b). Cung ứng tiền dồi dào và chi phí của tiền thấp đã kích thích tiêu dùng, đầu tư và sản xuất. Cả tiêu dùng lẫn sản xuất đều tăng. Đường AD cắt đường tổng cung hàng hóa mới  $AS_2$  tại  $E'_2$  cho biết, sản lượng quốc gia đã tăng từ  $Y_1$  lên  $Y_2$ . Và dĩ nhiên, tiêu dùng tăng đã làm cho giá cả hàng hóa bắt đầu leo thang. GNP tăng, thu nhập nhân dân tăng và thất nghiệp giảm với giá phải trả là lạm phát cao hơn.

Bằng thực tiễn khảo sát hơn 80 năm phát triển của nền kinh tế Hoa Kỳ, Milton Friedman đã chứng minh rằng: "Sự thay đổi của cung ứng tiền tác động mật thiết và mạnh mẽ

đến sản lượng, thu nhập và giá cả trong những khoảng thời gian dài hàng năm trở lên. Và nó tác động nhanh chóng đến lãi suất, tổng cầu và sản lượng trong thời gian ngắn một năm trở lại”<sup>1</sup>. Nói một cách khác, sự điều tiết cung ứng tiền của NHTW ảnh hưởng đến mọi biến động của đời sống kinh tế vĩ mô như: giá cả, tổng cầu, lãi suất, sản xuất, thu nhập, sản lượng... Chính sách cung ứng tiền nói lỏng làm cho tiền tệ trở nên dồi dào với chi phí hạ. Người tiêu dùng và nhà sản xuất có nhiều tiền hoặc không mấy khó khăn và tốn kém để có tiền. Điều này kích thích họ tiêu dùng cho cuộc sống và tiêu dùng cho đầu tư nhiều hơn. Sự gia tăng tiêu dùng và đầu tư, làm sản xuất liên tục được mở rộng. Sản xuất mở rộng đã tuyển mộ thêm công nhân, giảm thất nghiệp và gia tăng thu nhập quốc dân. Nền kinh tế tăng trưởng nhanh và giá cả có phần tăng cao hơn trước.

Điều ngược lại là chính sách cung ứng tiền hạn chế hay cung ứng tiền thắt chặt làm cho chi phí để có tiền trở nên cao hơn, và tiền trở nên khan hiếm. Sản xuất bị thiếu vốn, người mua bị thiếu tiền buộc họ phải giảm giá cả tiêu dùng lẩn đầu tư. Tiêu dùng giảm kéo theo tổng cầu giảm và giá cả hạ. Tuy nhiên cái giá phải bỏ ra là sản xuất bị thu hẹp, thất nghiệp tăng, thu nhập nhân dân giảm, GNP giảm và nền kinh tế rơi vào suy thoái.

Do đó, việc cung ứng tiền là sức mạnh đầy quyền lực của NHTW. Khi NHTW biết điều tiết cung ứng tiền có nghĩa nó bắt đầu tiến hành điều tiết nền kinh tế. Ảnh hưởng của cung ứng tiền đến nền kinh tế vĩ mô là khi NHTW thắt chặt cung ứng tiền, nghĩa là nó chống lạm phát, và nền kinh tế 6 tháng sau hầu như rơi vào tình trạng trì trệ. Ngược lại, khi NHTW các nước như Nhật Bản, Cộng hòa Liên bang Đức và Hoa Kỳ nói lỏng cung ứng tiền, các nhà quan sát đều hiểu rằng nó muốn đẩy lùi suy thoái và kích thích kinh tế tăng trưởng nhanh hơn.

## **13.2. VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT NỀN KINH TẾ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG**

### **13.2.1. Mục tiêu của điều tiết**

Tất cả các NHTW của các quốc gia trên thế giới hiện nay đều có những mục tiêu khá giống nhau trong việc thiết kế chính sách tiền tệ và điều kiện cung ứng tiền. Khi mà giới hạn của sự phát triển kinh tế quốc gia, sản lượng tiềm năng vẫn còn chưa khai thác hết, năng lực mở rộng, sản lượng tiềm năng và đường giới hạn khả năng sản xuất của mỗi nước vẫn còn, thì cho đến lúc ấy, tất cả những nỗ lực của chính sách tiền tệ hầu như đều hướng về sự ổn định và tăng cường khả năng khai thác, sáng tạo của nền kinh tế.

Trên đại thể, mục tiêu của chính sách tiền tệ và điều tiết, hay nói khác hơn, mục tiêu của NHTW, có thể quy về các nhóm sau đây:

#### **13.2.1.1. Chính sách tiền tệ phải phục vụ cho mục đích bảo đảm nền kinh tế có tăng trưởng kinh tế thực tế**

Tăng trưởng kinh tế thực tế (real - economic grow) là phần tăng trưởng có được (lớn hơn không) sau khi lấy phần tăng trưởng danh nghĩa, trừ đi phần tăng giá trong tăng trưởng. Tăng trưởng kinh tế thực tế dương cao như Hoa Kỳ trong các năm 1983 - 1988, 1993 - 1994, Hàn Quốc trong các năm 1986 - 1990 và 1992 - 1994 là đồng nghĩa với việc giải quyết các mục tiêu kinh tế khác của chính sách tiền tệ như giảm thất nghiệp, gia tăng thu nhập quốc dân và mở rộng tiềm năng sản xuất, chống suy thoái...

#### **13.2.1.2. Chính sách tiền tệ phải hướng về việc ổn định giá cả**

Giá cả có tỷ lệ lạm phát thấp là mục tiêu của mọi nền kinh tế. Khi giá cả lạm phát thấp, mức tăng thu nhập nhân dân thực tế sẽ dương, do vậy đời sống người lao động tốt hơn. Nhân dân tin tưởng vào chính quyền và chính sách của nhà nước. Giá cả có tỷ lệ lạm phát thấp sẽ đồng thời làm cho lãi suất thực tế dương và lãi suất danh nghĩa (nominal interest rates) sẽ thấp hơn. Sản xuất sẽ có vốn với chi phí hạ về mặt dài hạn và do đó nền kinh tế sẽ có sức bật đầu tư về lâu dài. Khi giá cả có tỷ lệ lạm phát thấp, hiện tượng đầu cơ sẽ biến mất, giá trị đồng tiền nội địa sẽ được ổn định.

Ngược lại, khi giá cả lạm phát cao, thu nhập của người lao động không tăng kịp so với phần tăng giá, làm cho đời sống của họ thêm khó khăn. Nạn đầu cơ phát sinh sẽ tạo cho một

bộ phận giàu lên rất nhanh trong khi đại đa số nhân dân trở nên nghèo hơn. Khoảng cách giàu và nghèo lớn dần và nhân dân mất niềm tin vào chính quyền.

Ôn định giá cả, vì thế, là một trong những mục tiêu quan trọng nhất của chính sách tiền tệ. Đó là lý do giải thích vì sao “tăng trưởng nhanh với giá cả ổn định” (high economic growth with stable prices) luôn luôn là phương châm của mọi chính sách tiền tệ, của việc điều tiết cung ứng tiền.

#### **13.2.1.3. Chính sách tiền tệ phải tạo cho nền kinh tế một nền tảng tài chính ổn định (stable financial background)**

Milton Friedman cho rằng, tạo một nền tảng tài chính ổn định, để hệ thống ngân hàng và tổ chức tín dụng có thể hoạt động có hiệu quả và hỗ trợ một cách tốt nhất cho tăng trưởng kinh tế cao, lạm phát thấp, cũng như hạn chế các khuyết tật của hệ thống tài chính là mục tiêu chủ đạo của chính sách tiền tệ. Ngoài những mục tiêu nói trên, nền tảng tài chính ổn định được hiểu là bằng các chính sách tiền tệ, NHTW phải điều hòa hoạt động của hệ thống tài chính trong nước một cách gián tiếp. Tăng cường hiệu quả cho nó, kê cả thu nhập thông tin, hướng dẫn, ngăn ngừa rủi ro cho các tổ chức tài chính trong chiều hướng quản lý hoạt động của nó phù hợp với các mục tiêu kinh tế của nền kinh tế. Bản thân hệ thống tài chính có những mục tiêu riêng, và nhiều khi những mục tiêu này đối chọi với mục tiêu chung của nền kinh tế. Do vậy, vai trò của chính sách tiền tệ là làm hài hòa một cách tối ưu giữa các mục tiêu nói trên. Để phục vụ tốt nhất cho lợi ích chung của nền kinh tế mà không làm tổn hại, hay hạn chế khả năng phát triển của hệ thống tài chính, chúng ta sẽ thấy trong phần cuối chương, NHTW Cộng hòa Liên bang Đức (Deutsche BundesBank) đã thành công và thất bại như thế nào trong vai trò điều tiết để đạt được mục tiêu thứ 3 này.

#### **13.2.1.4. Chính sách tiền tệ phải góp phần liên tục mở rộng sản lượng tiềm năng của nền kinh tế quốc gia**

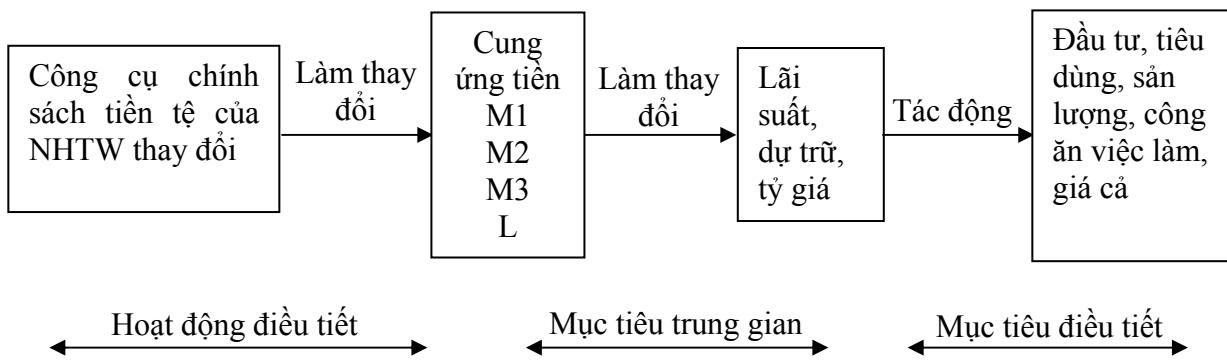
Trong mỗi quốc gia, sản lượng tiềm năng (Potential output) phụ thuộc vào các biến số như đất đai - tài nguyên thiên nhiên - nguồn lực con người - tiềm năng khoa học kỹ thuật và vốn. Với những đại lượng cho trước về các thành phần nói trên, nền kinh tế có những giới hạn tối đa về khả năng sản xuất ra sản phẩm và dịch vụ các loại. Đất đai và tài nguyên thiên nhiên thì không mở rộng được, mà chỉ có thể hiệu quả hóa. Cho nên sự mở rộng đến bao nhiêu và bao giờ về sản lượng tiềm năng, phụ thuộc vào 3 biến số sau cùng.

Mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ là phải góp phần khai thác và phát triển các nguồn lực nói trên một cách hiệu quả nhất, sao cho số lượng đơn vị sản phẩm được tạo ra từ mỗi đơn vị con người, khoa học kỹ thuật, vốn, đất đai và tài nguyên phải không ngừng được tăng lên theo thời gian. Để làm được điều đó, chính sách cung ứng tiền phải ngày càng linh động, chính xác và hiệu quả trong quản lý và điều tiết lưu lượng tiền tệ.

### **13.2.2. Các phương thức điều tiết kinh tế hiện nay**

Xuất phát từ những mục tiêu điều tiết kinh tế ở trên, vai trò điều tiết vĩ mô của NHTW thể hiện ở chỗ điều tiết cung ứng tiền phù hợp, để thúc đẩy nền kinh tế vươn tới những tiêu chuẩn đã vạch ra. Thông thường cung ứng tiền điều tiết kinh tế thông qua các mục tiêu trung gian (intermediate targets). Phổ biến nhất là lãi suất - tỷ giá hối đoái và dự trữ (biểu đồ 13.2).

**Biểu đồ 13.2: Hệ thống điều tiết kinh tế vĩ mô của NHTW**



Chúng ta sẽ nghiên cứu về các công cụ của chính sách tiền tệ của NHTW ở phần kế tiếp. Trong sự quan tâm đến phương thức điều tiết kinh tế vĩ mô bằng điều tiết cung ứng tiền của NHTW, chúng ta cần hiểu rõ về các mục tiêu trung gian này.

#### 13.2.2.1. Mục tiêu trung gian trong điều tiết kinh tế thông qua điều tiết cung ứng tiền

Khi chúng ta nhìn mục tiêu trung gian như lãi suất, dự trữ và tỷ giá trong toàn bộ hoạt động điều tiết vĩ mô của NHTW, những mục tiêu này thực chất chỉ là phương tiện giúp NHTW đạt cái nó cần đạt cuối cùng là điều tiết kinh tế. Khi xác định như vậy, chúng ta hiểu rằng về mặt dài hạn, với những chiến lược điều tiết và tác động đến nền kinh tế từ vài năm trở lên, lãi suất, tỷ giá, dự trữ chỉ là phương tiện của NHTW. Nhưng khi chúng ta nhìn gần hơn, về mặt ngắn hạn từ 1 năm trở lại, lãi suất, tỷ giá, dự trữ thay đổi, ảnh hưởng một cách nhanh chóng đến tiêu dùng và đầu tư, do vậy, đến toàn bộ nền kinh tế vĩ mô. Từ lý do đó, trong ngắn hạn, các nhà kinh tế học tiền tệ xem 3 tác nhân trên là những mục tiêu trung gian.

#### a/ Lãi suất (Interest rates)

Xin nhắc lại, lãi suất là tỷ lệ % giữa khoản tiền người vay phải trả cho người cho vay trên tiền vốn, trong những khoảng thời gian nhất định như 1 tháng, 1 năm.

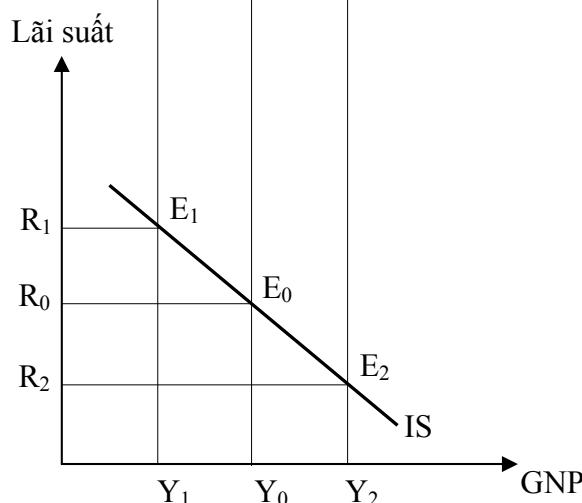
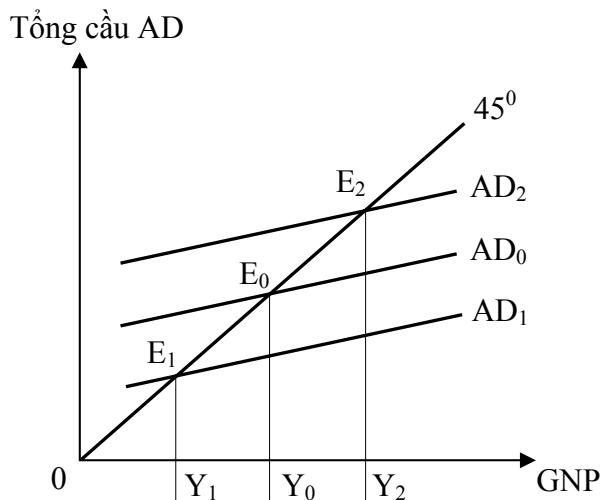
Lãi suất về mặt chủ thể có 2 loại là lãi suất cho vay và lãi suất vay đối với hoạt động của ngân hàng và tổ chức tín dụng. Chi tiết về lãi suất, chúng ta đã có dịp nghiên cứu ở các phần trước mà đặc biệt là ở mục A phần IV thuộc chương VII về “Hoạt động của ngân hàng trung gian”. Tại đây, chúng ta chỉ giới thiệu để cùng nhau nhớ lại phạm trù này trước khi xét đến vai trò của nó với tư cách là “mục tiêu trung gian” trong điều tiết kinh tế của NHTW.

Lãi suất tác động một cách mạnh mẽ đến nhu cầu tiền tệ của nhân dân cho tiêu dùng và đầu tư, và do đó tác động lên các biến động kinh tế vĩ mô thông qua nhu cầu tiền tệ. Biểu đồ 13.3a và 13.3b diễn tả mối quan hệ này. Ở biểu đồ 45, chúng ta sẽ khảo sát mối quan hệ giữa cung ứng và lãi suất, cũng như giữa cung ứng tiền trực tiếp với tổng cầu và sản lượng. Biểu đồ 13.3 trình bày mối quan hệ gián tiếp giữa lãi suất với tổng cầu và sản lượng thông qua sự thay đổi tiêu dùng và đầu tư.

Giả sử lúc đầu, lãi suất của thị trường tiền tệ (biểu đồ 13.3b) là  $r_o$ , ở mức lãi suất này nhu cầu đầu tư với chi phí vốn như thế, ở vào điểm E'o. Tương ứng với nó, nhu cầu tiêu dùng của nhân dân là đường Ado (biểu đồ 13.3a) và sản lượng quốc gia là Yo.

Bây giờ, cho rằng NHTW và chính phủ quyết định nâng lãi suất lên  $r_1$  để hạn chế lạm phát. Các công cụ của chính sách tiền tệ giúp NHTW thực hiện điều này rất dễ dàng. Lãi suất cao hơn đã làm cho chi phí của vốn vay và tiền trong tay nhân dân trở nên quá lớn. Sản xuất không dám dùng nhiều vốn vì chi phí đắt đỏ. Nhu cầu vốn cho đầu tư giảm kéo đi kèm đầu tư lùi xuống E'1. Bên cạnh đó, chi phí cơ hội cao của việc giữ tiền đã làm cho nhân dân trở nên gửi tiền vào ngân hàng nhiều hơn, tiết kiệm chi tiêu. Kết quả là nhu cầu tiêu dùng giảm, điểm tiêu dùng trượt từ Eo xuống E1 (biểu đồ 13.3a) với đường tổng cầu AD1 nhỏ hơn. Tiêu dùng và đầu tư giảm đã làm sản lượng sụt xuống Y1 và nền kinh tế rơi vào suy thoái.

**Biểu đồ 13.3a: Thị trường hàng hóa**



**Biểu đồ 13.3b: Thị trường tiền tệ**

Ngược lại, khi NHTW chuyển sang chống suy thoái, chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ làm cho lãi suất rót từ  $r_1$  xuống  $r_2$ . Với mức lãi suất thấp  $r_2$  chi phí cơ hội của việc giữ tiền để tiêu dùng và vay tiền để đầu tư trở nên nhỏ. Tiêu dùng tăng, đẩy đường tổng cầu từ  $AD_1$  lên  $AD_2$ , và đầu tư tăng lên với điểm đầu tư mới là  $E'_2$ , công ăn việc làm có thêm nhiều, sản lượng và thu nhập từ  $Y_1$  lên  $Y_2$ . Nên kinh tế tiền gần hơn đến toàn dụng.

Lãi suất do đó là con bài chủ đạo tác động đến tiêu dùng và đầu tư, là hành lang mà từ đó những thay đổi trong cung ứng tiền dẫn đến sự thay đổi trong kinh tế vĩ mô.

#### b/ Dự trữ (Reserves)

Dự trữ của ngân hàng thương mại và tổ chức tín dụng (gọi chung là hệ thống NHTG) quyết định số lượng và tốc độ cung ứng tiền tệ của hệ thống NHTG thông qua thừa số tiền tệ mà chúng ta đã nghiên cứu ở phần trước. Ở đây có một mối quan hệ hai chiều:

Thứ nhất: Khi NHTW sử dụng tỷ lệ dự trữ bắt buộc như một công cụ, nó tác động trực tiếp đến cung ứng tiền thông qua thừa số tiền tệ. Lúc đó tỷ lệ dự trữ bắt buộc mà cung ứng tiền là mục tiêu.

Thứ hai: Khi NHTW không sử dụng cách điều tiết trực tiếp bằng việc áp đặt tỷ lệ dự trữ bắt buộc, nó có thể tác động đến dự trữ bắt buộc bằng cung ứng tiền. Đây là cách điều tiết gián tiếp. Bằng việc bán chứng khoán ra và thu tiền về (giảm cung ứng tiền), NHTW làm giảm dự trữ bắt buộc trong hệ thống NHTG, do vậy làm tăng lãi suất và hạn chế cho vay tiêu dùng và đầu tư. Khi NHTW xuất tiền ra (tăng cung ứng tiền) để mua chứng khoán, nó làm

tăng dự trữ của hệ thống NHTG. Do đó khuếch trương khả năng cho vay tiêu dùng và đầu tư của hệ thống NHTG và làm giảm lãi suất. Trong trường hợp này, cung ứng tiền là công cụ mà dự trữ là mục tiêu.

Từ năm 1980 trở về trước, Hoa Kỳ, Tây Đức, Nhật Bản, Pháp thường sử dụng cách thứ nhất. Đây là cách quản lý và điều tiết cổ điển, trực tiếp và hiệu quả rất khẩn khiếp. Do vậy, nó bị phê phán liên tục. Từ sau năm 1980, hầu như các nước không mấy khi thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc, mà sử dụng cách thứ hai (gián tiếp) nhiều hơn. Vài nước khác như Hàn Quốc, vẫn tiếp tục sử dụng cách thứ nhất cho đến những năm 1980. Tuy nhiên trong 5 năm gần đây, NHTW Hàn Quốc cũng chuyển sang quản lý dự trữ theo cách thứ hai.

Ở một số nước kém phát triển và đang phát triển khác, cách quản lý dự trữ thứ nhất vẫn còn phổ biến. Thông qua áp đặt tỷ lệ dự trữ bắt buộc, NHTW quản lý dự trữ, do vậy quản lý được cung ứng tiền của NHTG và quản lý được cả lãi suất, cho vay tiêu dùng và đầu tư. Cách thứ hai cho phép NHTW dùng chính cung ứng tiền để quản lý dự trữ theo ý muốn nhằm quản lý lãi suất và cho vay (banking - granted lending).

Phương trình VI.09 ở mục B phần II chương VI cho biết rằng, dự trữ tự do của các NHTG bằng số lượng dự trữ bắt buộc do NHTW quy định trừ đi dự trữ tự nguyên được để lại bởi các NHTG. Dự trữ tự do (FR) là đại lượng phản ánh rõ ràng nhất tình trạng cho vay của các ngân hàng. Nếu NHTW quy định (RR) = 10, nhưng các NHTG chỉ để lại dự trữ có 5, lúc đó dự trữ tự do FR = 5 và điều đó có nghĩa là NHTG đã hạ thấp dự trữ bắt buộc để tăng lượng cho vay. Cũng với thí dụ trên, nhưng nếu NHTG để lại dự trữ đến 15, lúc đó FR = -5 và như thế, NHTG đã để lại dự trữ quá nhiều, lượng cho vay ít. Hay nói cách khác, hoạt động không hiệu quả.

Như vậy, khi FR tăng, NHTG đã tăng khối lượng cho vay. Khi FR giảm, NHTG đã cho vay ít hơn. Từ trước 1980, NHTG các nước công nghiệp đi vào quản lý BR và RR. Từ năm 1980 đến nay, các NHTQ chỉ quản lý NBR thông qua điều tiết cung ứng tiền. Từ việc quản lý NBR, NHTW quản lý được FRR và do vậy quyết định khối lượng tín dụng được cấp cho tiêu dùng và đầu tư, ảnh hưởng tổng cầu. Từ đó tạo ra các biến động kinh tế vĩ mô. Đây là phương pháp mới của Hoa Kỳ trong điều tiết kinh tế.

### c/ Tỷ giá hối đoái (Exchange rate)

Mỗi quốc gia đều có một đồng tiền riêng. Trên cơ sở của đồng tiền này, giá cả của hàng hóa, dịch vụ trong sản xuất, trao đổi giữa nội bộ nền kinh tế và với nước ngoài được định lượng. Khi trao đổi và chuyển nhượng diễn ra giữa các nước với nhau, giá cả và lượng tiền phải trả cho hàng hóa dịch vụ bằng đồng tiền của quốc gia này sẽ được tính toán để xác định giá cả và tiền phải trả bằng đồng tiền của quốc gia đối tác (và ngược lại) trên cơ sở của cái gọi là: Tỷ giá trao đổi (exchange rate) giữa hai đồng tiền hay tỷ giá hối đoái.

Tỷ giá hối đoái là sự so sánh giá của một đồng tiền này với một đồng tiền khác. Gọi tỷ giá hối đoái là e thì:

$$e = \text{đồng tiền trong nước} / \text{đồng tiền ngoài nước} \quad (13.01)$$

Lúc đó giá cả trong nước của hàng hóa nước ngoài được tính theo công thức

$$\text{Giá trong nước} = e \times \text{giá ở ngoài nước} \quad (13.02)$$

Đây là công thức đã được nghiên cứu ở chương 9 về “Hệ thống tiền tệ quốc tế”. Tác động của tỷ giá sẽ được nhìn thấy rõ ràng hơn thông qua việc nhắc lại thí dụ đơn giản sau: cho rằng e giữa VND/USD hiện nay là 11.000. Điều đó sẽ làm cho một máy tính của Mỹ giá 1.000 USD, sẽ là tương đương với  $1.000 \text{ USD} \times 11.000 = 11.000.000 \text{ VND}$ .

Ở chương 9, chúng ta đã nghiên cứu để biết rằng giá trị thực của đồng tiền nội địa so với ngoại tệ (real value) hay RV là một đại lượng biến đổi ngược chiều với e. Khi e tăng, RV giảm và ngược lại. Có hai trường hợp mà tỷ giá tác động đến nền kinh tế với tư cách là “mục tiêu điều tiết trung gian của NHTW”.

Về mặt dài hạn, tỷ giá hối đoái được quyết định bởi tiềm lực kinh tế của mỗi nước. Cùng với thí dụ trên, giả định rằng giá vi tính của Mỹ 10 năm sau vẫn giữ nguyên là 1.000 USD. Trong khi vào thời gian 10 năm nói trên, nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng liên tục. Kết quả của sự tăng trưởng ấy là nhiều hàng hóa chất lượng cao tương đương với Mỹ đã

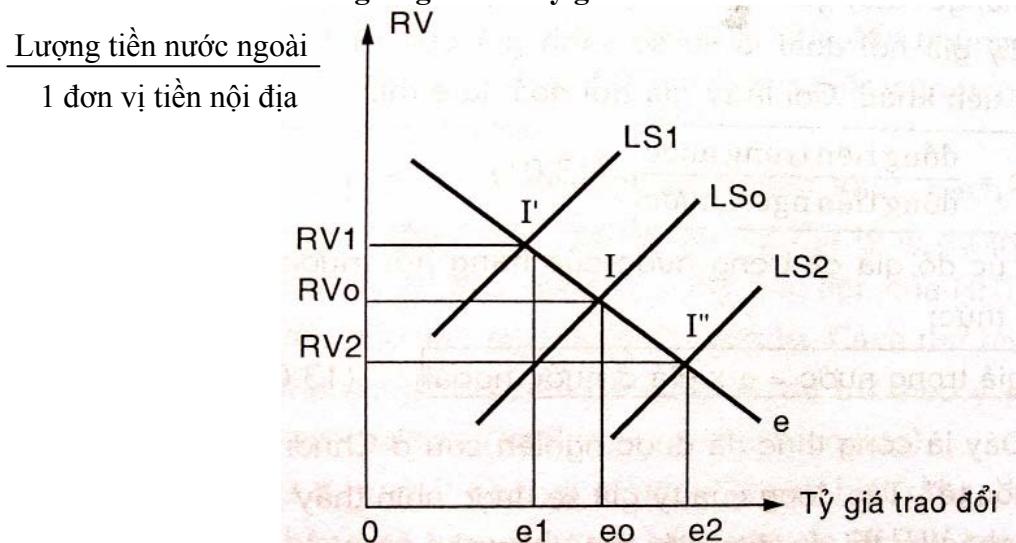
được sản xuất trong nước với giá rẻ hơn. Máy vi tính, và nhiều loại hàng hóa khác nhau sau 10 năm, tính theo giá trị tiền Việt Nam đã rẻ hơn rất nhiều. Giả sử máy tính sản xuất tại Việt Nam hoặc mua từ Mỹ về giá chỉ còn 8.000.000 VND.

Nếu giá máy vi tính của Mỹ vẫn là 1.000 USD, cơ chế sức mua tương đương (Purchasing Power Parity) sẽ hoạt động trong môi trường tỷ giá thả nổi (Floating exchange rate) đẩy tỷ giá trao đổi giữa VND và USD xuống chỉ còn:

$$e = P_1/P_2 = 8.000.000/1.000 = 8.000$$

Đồng tiền Việt Nam đã lên giá so với đồng USD của Mỹ.

**Biểu đồ 13.4: Cung ứng tiền và tỷ giá hối đoái**



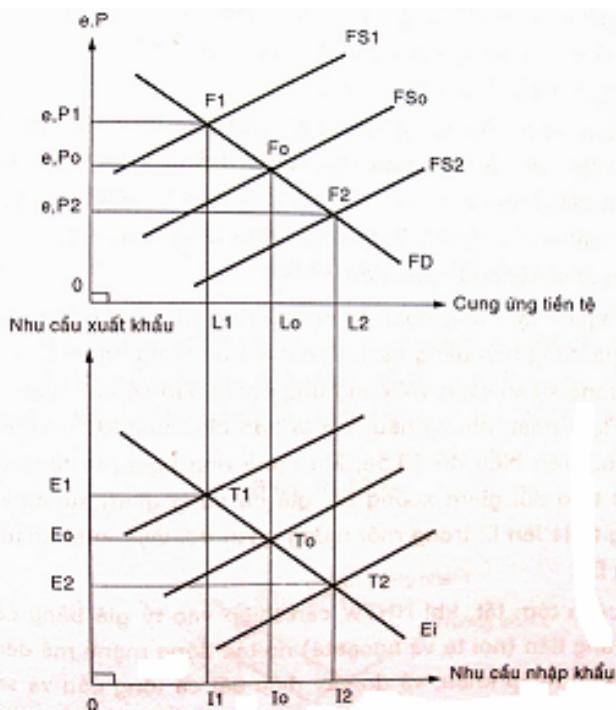
\* Tuy nhiên về mặt ngắn hạn, tỷ giá hối đoái bị ảnh hưởng bởi cung ứng tiền của NHTW. Bằng việc thay đổi cung ứng tiền, NHTW có thể làm tăng giá đồng tiền nội địa so với nước ngoài. Biểu đồ 13.4 cho thấy rằng khi NHTW tăng cung ứng tiền từ  $LS_0$  lên  $LS$ , có quá nhiều đơn vị tiền nội địa trong sự so sánh với một đơn vị tiền nước ngoài. Hay nói cách khác, chỉ cần ít tiền nước ngoài hơn để đổi lấy một đơn vị tiền nội địa. Do vậy, giá trị đồng tiền trong nước giảm từ  $RV_0$  xuống  $RV_2$ . Trường hợp ngược lại, khi NHTW thắt chặt tiền tệ, giảm cung ứng tiền từ  $LS_2$  xuống  $LS_1$ , đồng tiền trong nước trở nên khan hiếm hơn, vì thế cần phải có nhiều ngoại tệ để trao đổi một đơn vị tiền trong nước  $RV$  tăng từ  $RV_2$  lên  $RV_1$  hay  $e$  đã giảm đi, từ  $E_2$  xuống  $E_1$ .

NHTW cũng có thể thay đổi tỷ giá bằng phương pháp hỗn hợp như Mỹ đã làm 5 lần trong năm 1994, 8 lần trong năm 1995 (xem Chương 6) nhằm can thiệp vào tỷ giá.

Phương pháp hỗn hợp là phương pháp bán ra ngoại tệ để rút tiền nội địa về (thu hẹp cung ứng tiền) nhằm làm tăng giá đồng tiền nội địa so với đồng tiền được đem bán. Hoặc tung tiền nội địa ra (mở rộng cung ứng tiền) để mua ngoại tệ cần can thiệp nhằm làm giảm giá tiền nội địa so với đồng tiền được mua. Trong năm 1995, Fed bán ra 3250 triệu DM, mua vào một số lượng tương đương USD để tăng giá USD so với đồng DM. Cùng năm ấy, 3303,3 triệu USD bằng 1 Yên Nhật so với USD. Tổng cộng, Fed đã bán ra 6553,3 triệu USD ngoại tệ trong năm 1995, thu về đúng 6553,3 triệu USD để làm tăng giá đồng USD so với DM và Yên Nhật.

Điều quan trọng với nền kinh tế vĩ mô là khi tỷ giá được NHTW thay đổi về mặt ngắn hạn, nó lập tức ảnh hưởng đến nhiều khía cạnh của nền kinh tế. Biểu đồ 13.5 giải thích cho chúng ta mối quan hệ giữa tỷ giá  $e$  và các vấn đề kinh tế vĩ mô có liên quan. Giả sử vào thời điểm mà ta đang xét, thị trường ngoại tệ được biểu diễn bằng biểu đồ 13.5a. Lúc đó cầu ngoại tệ đường FD cân đối với cung ngoại tệ  $FS_0$  tại  $F_0$  cho biết lượng cung và cầu ngoại tệ được thỏa mãn ở mức  $L_0$ . Và ở mức này, tỷ giá trao đổi là  $e_0$ , tương ứng với giá cả nội địa là  $P_0$ .

**Biểu đồ 13.5a: Thị trường ngoại tệ**



**Biểu đồ 13.5b: Thị trường hàng hóa**

Biểu đồ 13.5b cho biết nhu cầu xuất khẩu và nhập khẩu quân bình ở  $T_0$ . Nay giả thiết rằng, NHTW quyết định phá giá đồng tiền nội địa 20%. Những biện pháp nghiệp vụ cần thiết sẽ được thực hiện để thắt chặt cung ứng ngoại tệ từ  $L_0$  xuống  $L_1$  trong sự tương quan với cung ứng nội tệ. Sự khan hiếm hơn của ngoại tệ sẽ đẩy giá trao đổi  $e$  từ  $E_0$  lên  $E_1$  và khi  $e$  tăng, nó kéo theo sự tăng giá của tất cả hàng hóa nhập từ nước ngoài với ngoại tệ nói trên. Như thế, giá cả bắt đầu leo thang từ  $P_0$  lên  $P_1$  (biểu đồ 13.5a).

Sự khan hiếm của ngoại tệ với giá cao của nó làm cho xuất khẩu trở nên có lãi hơn và hàng hóa nhập khẩu trở nên đắt hơn. Những yếu tố này làm giảm nhu cầu về hàng nhập khẩu, và tăng nhu cầu về sản xuất cho xuất khẩu. Kết quả là xuất khẩu tăng từ  $E_0$  lên  $E_1$  và nhập khẩu giảm từ  $I_0$  xuống  $I_1$  (Biểu đồ 13.5b).

Điều ngược lại cũng hoàn toàn đúng về mặt ngắn hạn. NHTW có thể tăng giá đồng tiền bằng cách làm cho cung ứng ngoại tệ trở nên dồi dào hơn trong sự so sánh với cung ứng nội tệ. Nó sẽ làm giảm  $e$  và do vậy giảm lạm phát, nhưng hậu quả là hạn chế xuất khẩu và kích thích nhập khẩu. Trên biểu đồ 13.5a, khi cung ứng ngoại tệ tăng từ  $L_1$  lên  $L_2$ , tỷ giá trao đổi giảm xuống  $E_2$ , giá cả cũng giảm xuống  $P_2$ . Nhập khẩu tăng từ  $I_1$  lên  $I_2$  trong mối tương quan với việc giảm xuất khẩu từ  $E_1$  xuống  $E_2$ .

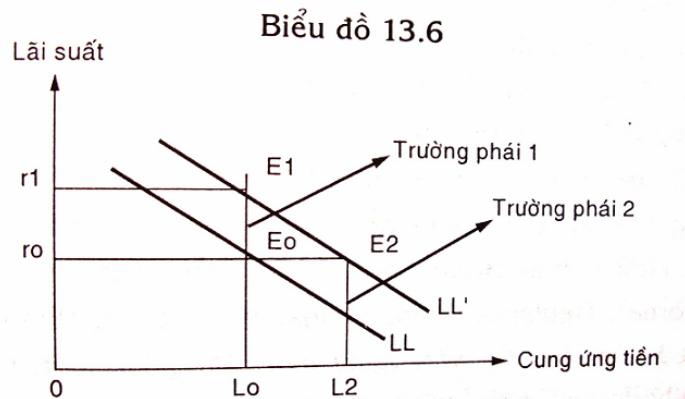
Một cách tóm tắt, khi NHTW can thiệp vào tỷ giá bằng cách điều tiết cung ứng tiền (nội tệ và ngoại tệ) nó tác động mạnh mẽ đến giá cả, nhu cầu xuất nhập khẩu, và do vậy điều tiết cả tổng cầu và sản lượng quốc gia.

### 13.2.2.2. Các phương thức điều tiết kinh tế vĩ mô hiện nay

Mỗi quan hệ giữa điều tiết cung ứng tiền với điều tiết kinh tế thông qua 3 mục tiêu trung gian nói trên, đã làm xuất hiện nhiều cách thức điều tiết kinh tế. Cho đến hiện nay, trong phạm vi các nước công nghiệp đã phát triển (OECD, một số quốc gia Đông Á như Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia và một số nước khác thuộc cộng đồng Âu Châu, có 2 trường phái được phân biệt một cách khá rõ ràng trong điều tiết kinh tế vĩ mô, đó là trường phái điều tiết thiên hướng chống lạm phát và trường phái điều tiết thiên về hướng chống suy thoái.

a/ Trường phái điều tiết kinh tế về hướng chống lạm phát

Trường phái này coi trọng việc ổn định giá cả về mặt dài hạn. Ảnh hưởng một phần bởi tư tưởng của Milton Friedman “bất cứ nơi đâu và bao giờ lạm phát là một hiện tượng tiền tệ”, chính phủ và NHTW các nước theo trường phái này “tìm mọi cách quản lý nhu cầu tiền tệ và mức cung ứng tiền” hàng năm. Phương thức này đưa đến việc NHTW và chính phủ thường định trước mức cung ứng tiền, vận tốc cung ứng theo những mục tiêu về tăng trưởng và ổn định giá cả đã được vạch ra từ trước. Mức cung ứng tiền nói trên được thiết lập bằng các công cụ của các chính sách tiền tệ và được giữ khá ổn định trong ngắn hạn. Biểu đồ 13.6 cho thấy đường cung ứng tiền được trường phái này giữ khá cố định ở  $L_0$ . Khi nhu cầu về tiền trong nền kinh tế tăng lên (vì kinh tế tăng trưởng, vì nhu cầu tiêu dùng và đầu tư đột ngột tăng...) nhu cầu tăng về tiền trong bối cảnh của cung ứng ổn định ở  $L_0$ , sẽ đẩy lãi suất tăng từ  $r_o$  lên  $r_1$  để tự điều chỉnh. Lãi suất tăng sẽ làm chi phí cơ hội của việc giữ tiền tăng, do đó nhân dân sẽ tự giảm bớt tiêu dùng và gửi tiền vào ngân hàng. Nhu cầu tiền sẽ dao động quay trở lại cân bằng tại  $E_1$ .



Tóm lại: lãi suất sẽ được thả linh hoạt để điều chỉnh nhu cầu về tiền trong nền kinh tế. Với lượng cung ứng tiền cố định, giá cả sẽ ổn định có mức lạm phát rất thấp. Tuy nhiên, vì cung ứng tiền khá cố định về mặt ngắn hạn, tăng chậm về mặt dài hạn, nền kinh tế thiếu vốn mới sẽ kích thích đầu tư cho nên cũng tăng trưởng rất chậm.

#### b/ Trường phái điều tiết thiên về hướng chống suy thoái

Trường phái thứ hai bao gồm một số nước khác như Nhật Bản, CHLB Đức, Thái Lan, Đài Loan, Malaysia, Brazil, Mehico và một số nước khác..., thiên về hướng coi trọng việc kích thích kinh tế tăng trưởng hơn là kiềm chế lạm phát. Họ lập luận rằng, kinh tế tăng trưởng thực dương, bản thân nó có thể liên tục mở rộng xuất khẩu, bành trướng với số lượng hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng trong nước với vận tốc nhanh hơn lạm phát. Như vậy, sẽ có thể tăng giá trị đồng tiền, giảm lãi suất, tăng thu nhập và ổn định giá cả.

Xuất phát từ quan niệm trên, trường phái này chủ trương: “tăng trưởng kinh tế trước hết”. Do vậy họ cố định lãi suất (để ổn định sản xuất và kích thích đầu tư mở rộng) và thả nổi cung ứng tiền theo nhu cầu phát triển của nền kinh tế. Biểu đồ 13.6 cho thấy lãi suất được cố định thấp ở  $r_o$ . Khi nhu cầu về tiền tăng lên (từ  $LL$  lên đến  $LL'$ ), cung ứng tiền sẽ được mở rộng theo nhu cầu và chuyển từ  $L_0$  đến  $L_2$ . Ngược lại, khi nhu cầu về tiền giảm (do nhân dân tiết kiệm được nhiều hơn, hoặc do kinh tế trì trệ), cung ứng tiền sẽ được thắt lại tương ứng để kiềm chế lạm phát. Lãi suất  $r_o$  vẫn không đổi.

Đó là sự khác nhau trong phương thức điều tiết kinh tế vĩ mô của các NHTW hiện nay. Tuy nhiên, điều cần phải nói ngay là sự khác nhau trong hai phương thức điều tiết nói trên, chỉ cần được phân biệt trên chiến lược dài hạn (3 năm đến 10 năm hay hơn nữa) của các NHTW. Về mặt ngắn hạn, sự khác biệt rất rõ ràng. Khi cần chống suy thoái, nhiều NHTW vẫn mở rộng cung ứng tiền một cách ôn áat để kích thích kinh tế tăng trưởng. Bên cạnh đó, khi áp lực lạm phát gia tăng quá nhanh, các NHTW như Ngân hàng Nhật Bản, Ngân hàng Hàn Quốc (Bank of Korea), Deutsche BundesBank, Ngân hàng Pháp (Banque de France), Fed của Hoa Kỳ vẫn quay sang tăng lãi suất, thu hẹp cung ứng tiền. Do đó có thể kết luận như sau:

- Về mặt ngắn hạn mọi phương thức điều tiết đều được sử dụng lẩn lộn theo mục tiêu kinh tế
- Về mặt dài hạn có sự phân biệt thành 2 trường phái nói trên, phản ánh khuynh hướng và đặc thù trong chiến lược phát triển của các nền kinh tế khác nhau

### **13.2.3. Các công cụ của điều tiết**

Chính sách tiền tệ của NHTW về điều tiết cung ứng tiền để hình thành lãi suất, dự trữ, tỷ giá nhằm điều tiết kinh tế vĩ mô được thực hiện thông qua các công cụ của nó. Những công cụ này là những thao tác nghiệp vụ mà NHTW thực hiện thường xuyên như những hoạt động mỗi ngày. Có các loại công cụ chủ yếu sau:

#### **13.2.3.1. Nghiệp vụ thị trường mở (Open market operations)**

Công cụ được sử dụng thường xuyên nhất, hiệu quả nhất, ảnh hưởng rộng rãi nhất và được xem là quan trọng nhất đối với Ngân hàng trung ương các nước công nghiệp là nghiệp vụ thị trường mở. Ở Mỹ nó được sử dụng thường xuyên ít nhất mỗi ngày một lần.

Nghiệp vụ thị trường mở có hai loại: Loại được phép mua hoặc bán lại chứng khoán vào những thời điểm nhất định sau khi nghiệp vụ được tiến hành (repurchase agreements and Reserve Repurchase Agreements), và loại không được phép mua hay bán lại (outright Purchases or Sales)

Khi NHTW đem chứng khoán ra thị trường mở để bán, nó thu tiền mặt hoặc séc về, cho nên:

1) Nó giảm lượng cung ứng tiền mặt trong lưu thông từ đó giảm khả năng và cường độ giao dịch trong nền kinh tế.

2) Khi các ngân hàng trung gian mua chứng khoán của NHTW, dù nó trả bằng séc hay tiền mặt thì dự trữ của nó cũng giảm đi. Khi dự trữ của NHTG giảm, một lần nữa nó làm giảm khả năng cấp phát tín dụng của các ngân hàng, và như thế cung ứng tiền trong nền kinh tế càng bị thắt chặt hơn nữa.

Bên cạnh đó, khi NHTW bán chứng khoán để thu tiền về, lượng chứng khoán tuôn ra thị trường đột ngột trở nên rất lớn. Chứng khoán dư thừa, làm giá của nó hạ và do vậy, lãi suất của chứng khoán tăng lên. Lãi suất của chứng khoán tăng, sẽ buộc các NHTG phải tăng lãi suất ngân hàng lên để tránh tình trạng nhân dân và các nhà đầu tư rút tiền khỏi ngân hàng, đem đầu tư vào chứng khoán (tình trạng Disintermediation). Lãi suất lên làm khan hiếm thêm cung ứng tiền. Và cung ứng tiền khan hiếm làm giảm tỷ giá và giá cả hàng hóa.

Như vậy, khi NHTW thực hiện nghiệp vụ bán, nó thắt chặt cung ứng tiền, tăng lãi suất, giảm dự trữ, giảm tỷ giá và giảm phát giá cả.

Khi NHTW đem tiền mặt hoặc séc ra thị trường mở để mua chứng khoán, ảnh hưởng của nó hoàn toàn ngược lại. Lượng tiền mặt trong lưu thông tăng lên, làm tăng dự trữ, tăng lượng tín dụng được cấp phát bởi hệ thống NHTG. Lượng chứng khoán được NHTW mua làm khan hiếm chứng khoán và đẩy giá chứng khoán lên. Giá chứng khoán tăng làm giảm lãi suất của nó, và đến lượt, làm giảm lãi suất của cả hệ thống NHTG. Cung ứng tiền làm tăng giá và giá cả leo thang.

Như vậy, NHTW thực hiện nghiệp vụ mua mở rộng cung ứng tiền, giảm lãi suất, tăng dự trữ, tăng tỷ giá và lạm phát giá tăng.

#### **13.2.3.2. Lãi suất cho vay chiết khấu (discount widow rates)**

Lãi suất cho vay chiết khấu được NHTW quyết định trong cả hai trường hợp: (1) Cho vay bình thường với ký quỹ (collateral) khi NHTG kẹt thanh khoản và (2) Cho vay dưới hình thức cứu cánh cho vay cuối cùng (lender of last resort).

Lãi suất cho vay chiết khấu có hai tác dụng, một trực tiếp, một gián tiếp. Tác dụng gián tiếp là nó làm tăng, giảm lãi suất cho vay của NHTG và do đó tác động đến cung ứng tiền và tín dụng. Tác động trực tiếp là nó làm tăng hay giảm dự trữ của NHTG. Do vậy tác động đến lượng cho vay tiêu dùng và đầu tư trong nền kinh tế.

Khi NHTW quyết định tăng lãi suất chiết khấu. Đó là một biến cố quan trọng giống như sự thay đổi chính sách tiền tệ. Lãi suất chiết khấu tăng sẽ làm cho NHTG không thể vay của NHTW nhiều và dễ dàng như trước. Nó phải giảm bớt cho vay để đảm bảo dự trữ trở lại. Như vậy, tác động thứ nhất là nó trực tiếp làm tăng dự trữ, giảm cho vay và hậu quả là tổng cầu và sản lượng giảm theo. Tác động thứ hai, là nó làm cho NHTG ý thức rằng, trong trường hợp khẩn cấp cần vay nóng của NHTW, NHTG phải trả lãi suất cao. Điều này buộc NHTG từ từ nâng lãi suất lên theo để khỏi thiệt hại nặng khi phải vay của NHTW. Lãi suất tăng tiếp tục thắt chặt cung ứng tiền và tác động đến nền kinh tế.

Khi NHTW tuyên bố giám lãi suất chiết khấu, nó khuyến khích các NHTG đến vay nhiều hơn. Điều này trước hết làm tăng cung ứng tiền, làm tăng dự trữ. Dự trữ tăng, kích thích các NHTG cho vay nhiều hơn, dễ dàng hơn và tăng nhanh hơn nữa cung ứng tiền, tổng cầu và sản lượng. Bên cạnh đó, khi NHTG có thể vay tiền của NHTW với lãi suất hạ, nó sẽ dễ dàng hạ lãi suất khi cho sản xuất và tiêu dùng vay. Toàn bộ lãi suất, do vậy, sẽ giảm theo, kích thích đầu tư và mở rộng sản xuất.

Từ ngày 1 tháng Giêng năm 1960 đến ngày 1 tháng Giêng năm 1970, New York Fed thay đổi lãi suất chiết khấu 13 lần. Sau đó, từ ngày 1 tháng Giêng năm 1970 đến ngày 1 tháng Giêng năm 1980, nó thay đổi lãi suất chiết khấu 36 lần<sup>1</sup>. Công cụ này đã và đang là công cụ quan trọng trong điều tiết cung ứng tiền, lãi suất và kinh tế vĩ mô của Hoa Kỳ.

### 13.2.3.3. Dự trữ bắt buộc (reserves requirements)

Dự trữ không vay mượn (NBR) của các NHTG bị tác động bởi nghiệp vụ thị trường mở. Dự trữ vay mượn (BR) bị tác động bởi lãi suất cho vay chiết khấu. Tuy nhiên dự trữ bắt buộc (RR) bị tác động trực tiếp bởi tỷ lệ dự trữ bắt buộc quy định của NHTW.

Xin nhắc lại rằng, ở Chương 7 chúng ta đã khảo sát để biết rằng thừa số tiền tệ (TSTT) trong cung ứng tiền của NHTG phụ thuộc vào 2 biến số sau:

$$TSTT = \frac{1+r}{R+r} \quad (13.03)$$

Với r là tỷ lệ % giữa tiền mặt mà nhân dân muốn giữ trong tay với lượng tiền ký gửi của họ tại NHTG và R là dự trữ thực tế của các ngân hàng. Giả định rằng  $r = 0$ , thừa số tiền tệ sẽ hoàn toàn phụ thuộc vào tỷ lệ dự trữ bắt buộc (R) mà NHTW đã quy định cho hệ thống NHTG, lúc đó thừa số tiền tệ sẽ bằng:

$$TSTT = \frac{1}{R} \quad (13.04)$$

Nghĩa là, nếu dự trữ tiền mặt mà NHTW quy định cho các NHTG là 10% trên tổng ký thác, thừa số tiền tệ sẽ bằng  $1/10\% = 10$  lần. Từ một khoản ký gửi là 1.000.000 VND, hệ thống NHTG sẽ tạo ra một tổng bút tệ hay tổng cung ứng tiền ngân hàng =  $1.000.000 \times 10 = 10.000.000$  VND.

Nếu tỷ lệ dự trữ bắt buộc mà NHTW quy định là 20%, thừa số tiền tệ sẽ bằng  $1/20\% = 5$  lần. Từ một khoản ký gửi là 1.000.000 VND tiền mặt, NHTG sẽ chỉ tạo ra tổng tiền ngân hàng =  $1.000.000 \times 5 = 5.000.000$  VND. Trong cấu phần của tổng cung tiền tệ cả nền kinh tế, ngoài tiền mặt trong lưu thông với số lượng tương đối nhỏ, tiền ngân hàng (bank-notes) là thành phần quan trọng nhất của cả M<sub>1</sub> và M<sub>2</sub>. Do vậy, sự thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc làm tăng, giảm nhanh chóng M<sub>1</sub>, tổng cung tiền tệ và ảnh hưởng một cách sâu sắc đến giá cả, tổng cầu và sản lượng quốc gia.

### 13.2.3.4. Cung ứng tiền hay tiền mặt pháp định (monetary base supply)

Ngoài việc có thể làm tăng giảm cơ sở tiền tệ thông qua nghiệp vụ thị trường mở và cho vay chiết khấu, NHTW có thể trực tiếp làm tăng giảm cơ sở tiền tệ, tức là làm tăng giảm

---

<sup>1</sup> Roger Leroy Miller & David D. Vanhoose - Modern Money and Banking - P.18

dự trữ và cung ứng tiền, bằng các nghiệp vụ trên thị trường ngoại tệ và nghiệp vụ cho vay với chính phủ.

Khi NHTW tung tiền mặt ra mua ngoại tệ trên thị trường ngoại tệ, nó làm tăng ngay tức khắc cơ sở tiền tệ, nâng tỷ giá lên cao (nghĩa là phá giá đồng tiền nội địa). Cung ứng tiền tổng thể lập tức bị bành trướng.

Khi NHTW đem ngoại tệ ra bán, nó thắt chặt cơ sở tiền tệ, giảm nhanh cung ứng tiền, hạ tỷ giá xuống thấp hơn (nghĩa là tăng đồng tiền nội địa).

Khi NHTW thực hiện các nghiệp vụ với chính phủ, nó cũng làm thay đổi cơ sở tiền tệ. Vào những lúc mà ngân sách chính phủ thâm hụt (budget deficit), nhu cầu vay mượn của khu vực công (Public sector borrowing requirements) - PSBR phát sinh, NHTW thường phải cho chính phủ vay tiền. Lượng tiền mặt nó cho vay làm tăng cơ sở tiền tệ và tăng cung ứng tiền trong nền kinh tế thông qua việc chi tiêu của chính phủ.

Đến lúc ngân sách thặng dư, NHTW đòi nợ và chính phủ trả nợ. Một lượng lớn tiền mặt của chính phủ (do nhân dân nộp thuế) được NHTW rút về. Cơ sở tiền tệ giảm và cung ứng tiền tệ trong lưu thông giảm theo.

#### **13.2.3.5. Kiểm soát tín dụng (selective credit controls)**

Công cụ kiểm soát tín dụng được áp dụng ở rất nhiều ngân hàng trung ương cho mãi đến hiện nay như: Ngân hàng Nhật Bản, Pháp, Hàn Quốc, Deutsche BundesBank, Fed của Hoa Kỳ... Năm 1980, Tổng thống Carter của Mỹ còn cho phép Fed được quyền yêu cầu các NHTG phải giữ ít nhất 15% tài sản dưới dạng dễ thanh khoản (hoặc có thanh khoản cao). Trong trường hợp khẩn cấp của sức ép lạm phát tăng nhanh, NHTW kiểm soát tất cả những khoản cho vay lớn của NHTG. Hạn chế cho vay tiêu dùng và cho vay trả chậm, hoặc cho vay cầm cố (mortage loans). Tín dụng cho vay để đầu tư vào chứng khoán cũng bị quản lý (như luật Margin requirement) ở Mỹ.

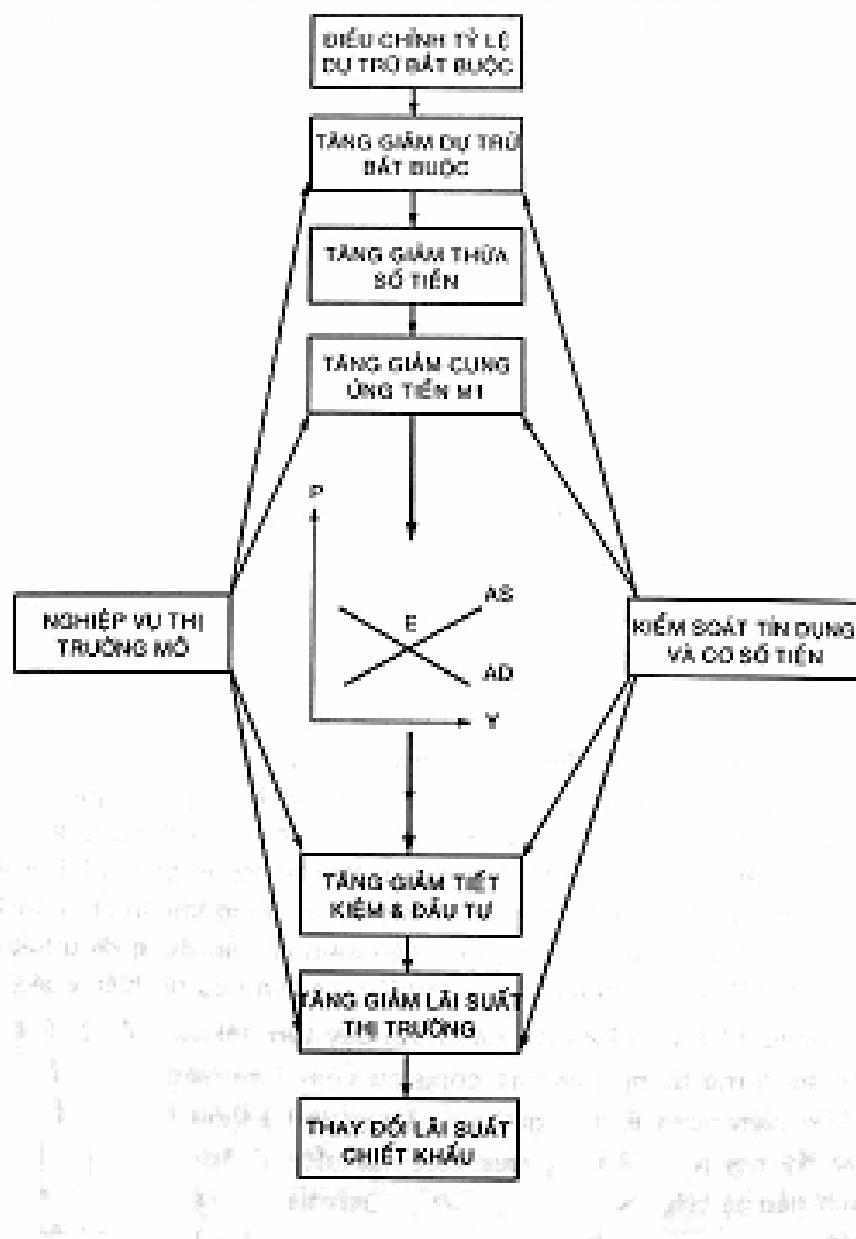
Bằng việc theo dõi các hạng mục tài sản khác nhau của hệ thống NHTG, NHTW gián tiếp thay đổi lưu lượng cấp phát tín dụng tiêu dùng, đầu tư từ ngắn hạn sang trung hạn hoặc ngược lại. Từ đó, nó gián tiếp điều tiết cung ứng tín dụng. Bên cạnh đó, kiểm soát tín dụng và cấp phát tín dụng ưu đãi là chính sách khá phổ biến của một số NHTW như BOK của Triều Tiên, BOJ của Nhật Bản... nhằm mục tiêu khuyến khích các ngành sản xuất mũi nhọn, sản xuất hướng về xuất khẩu, hoặc thay đổi cơ cấu đầu tư.

Năm 1983, tổng tín dụng mà các NHTG được Fed cho phép cấp phát để nhân dân vay mua chứng khoán là 23 tỷ USD. Đến tháng 12 năm 1995, nó tăng lên 76,68 tỷ USD. Tuy nhiên, cuối tháng 1 năm 1996, nhận thấy áp lực lạm phát hơi gia tăng, Fed quyết định thắt chặt cung ứng tiền. Và một trong các công cụ được vận dụng là kiểm soát tín dụng cho vay đầu tư chứng khoán. Vay tín dụng bị siết lại. Kết quả là giữa tháng 2/1996, tín dụng cho vay mua chứng khoán chỉ còn 73,53 tỷ USD<sup>1</sup>. Trong những trường hợp nền kinh tế cần được điều tiết nóng như vậy, kiểm soát tín dụng cho vay là một công cụ rất hiệu quả.

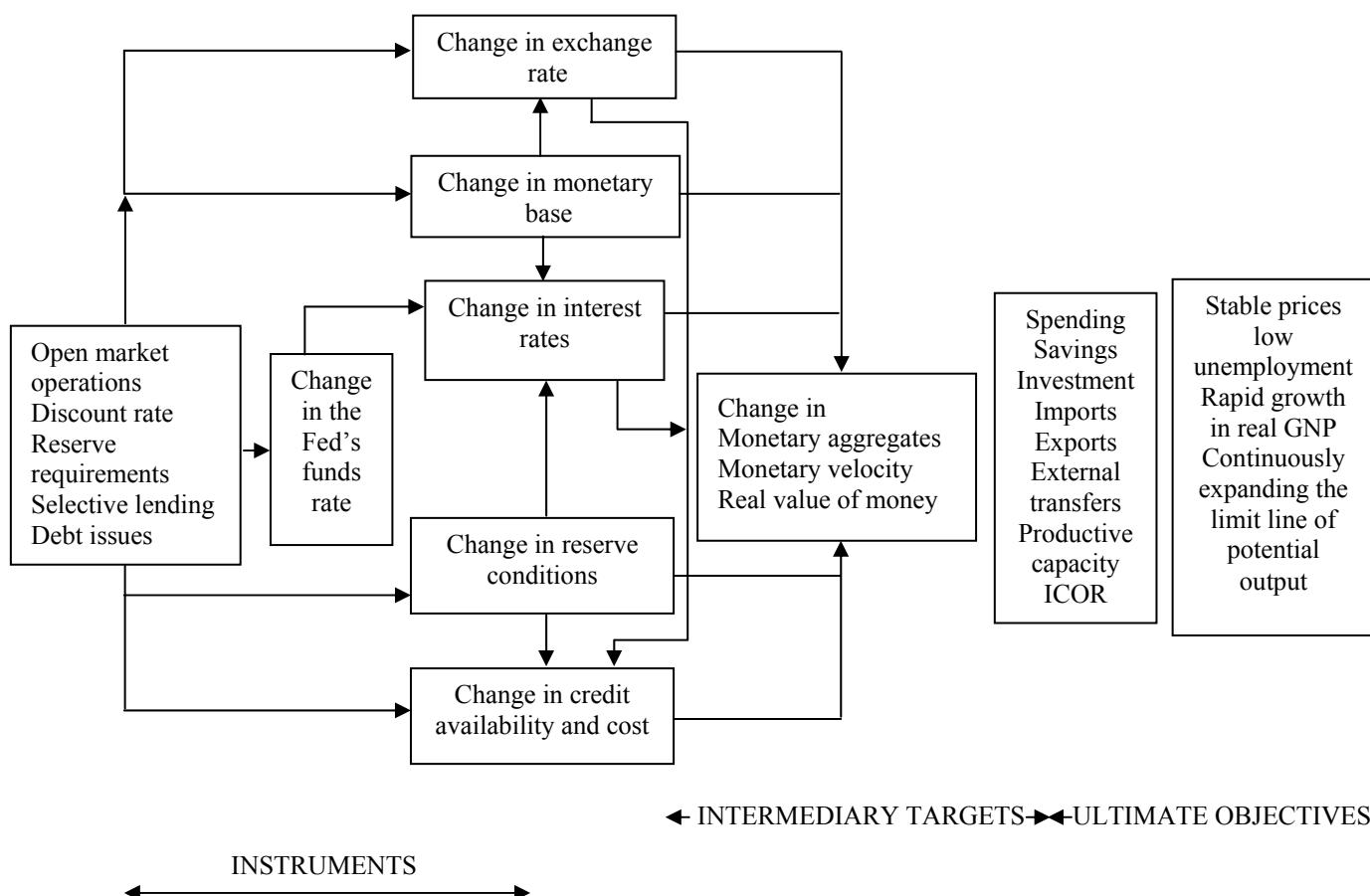
Bảng 13.1 và 13.2 dưới đây trình bày tóm tắt về mô hình điều tiết kinh tế vĩ mô thông qua các công cụ của chính sách tiền tệ của các NHTW hiện nay trên thế giới nói chung và hệ thống dự trữ Liên bang Hoa Kỳ nói riêng. Thông qua việc vận động các công cụ của chính sách tiền tệ, NHTW thiết kế chính sách tiền tệ, mục tiêu trung gian được điều tiết và thay đổi, kéo theo mọi thay đổi khác trong nền kinh tế một cách có định hướng.

<sup>1</sup> Federal reserve Bullentin April 1996, P.A27

**Đảng 13.1: Mô hình điều tiết kinh tế vĩ mô của NHTW**



**Bảng 13.2. The Fed's Framework**



Nguồn: Lê Vinh Danh - *Monetary Policy instrument of the Central Bank, Lessons of Japan - Republic of Korea and the United States* - Chulalongkorn University Press - Thailand August, 1996 - P.285

### 13.3. KINH NGHIỆM ĐIỀU TIẾT KINH TẾ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG ĐỨC (DEUTSCHE BUNDES BANK)

Không có gì minh họa và biện luận tốt cho lý thuyết bằng hoạt động thực tiễn. Ngày nay tất cả các NHTW trên thế giới dù trực tiếp hay gián tiếp đều tham gia quyết định chính sách tiền tệ để điều tiết kinh tế và kinh nghiệm thành bại của họ là cả một kho bài học quý giá cho các quốc gia cùng nhìn vào và học tập. Vì rằng khoa học và những nỗ lực đạt kết quả bao giờ cũng xuất phát từ sự đúc kết tri thức. Mà tri thức lại được làm nên từ kinh nghiệm. Cho nên, chính thực tiễn là tấm gương giải thích lý thuyết một cách rất điển hình.

Trong hai trường phái điều tiết đã phân tích ở trên, Mỹ, Anh, Pháp gần như là đại diện cho trường phái thứ nhất, với sự thận trọng trong cách nhìn về lạm phát cũng như quan tâm đến lá phiếu bầu của đại đa số nhân dân có thu nhập ổn định vốn chỉ lo ngại tài sản tích lũy được sẽ bay hơi theo giá cả. Các nước phát triển công nghiệp lâu đời khác như Italy, Canada, Hà Lan, Áo... cũng mang theo tâm trạng này trong chính sách tiền tệ và điều tiết.

Ngược lại với xu hướng trên là các nước công nghiệp trẻ, dồi dào sức phát triển, tự tin, mạnh mẽ và kể cả tham vọng vươn nhanh đến vị trí lãnh tụ thế giới về kinh tế. Các nước này chú trọng điều tiết để tăng trưởng hơn là điều tiết chống lạm phát. Điển hình là Đức, Nhật, Ái Nhĩ Lan, Mexico, Brazil, và các nước mới công nghiệp hóa như Hàn Quốc, Đài Loan, Singapore... Sự khác biệt giữa hai xu hướng này được nhìn thấy khá rõ rệt về mặt dài hạn và

trong những thao tác kéo dài một cách có hệ thống đến cả thập niên của hoạt động điều tiết và chính sách tiền tệ.

Do đó, kể cả chúng ta có đủ dữ liệu thực tế và nắm rõ hơn về vai trò điều tiết, công cụ và phương thức điều tiết kinh tế của NHTW qua việc thiết kế chính sách tiền tệ, phần này sẽ đi vào phân tích kinh nghiệm của những hoạt động của một NHTW trong một khoảng thời gian đủ dài (16 năm) để chúng ta có thể rút ra kết luận cần thiết cho mỗi cá nhân về chính sách tiền tệ và vai trò của NHTW.

Nhưng tại sao lại chọn Deutsche BundesBank mà không phải là một ngân hàng trung ương khác. Ở đây không phải vì thiếu tư liệu, nhưng chúng tôi nghĩ rằng trong mô hình điều tiết hướng về tăng trưởng - mô hình mà những nước đang phát triển như Việt Nam của chúng ta cần quan tâm hơn hết so với những gì còn lại - thì nước Đức với đường lối phát triển, vận hành và điều tiết của nó, tương đối mang tính điển hình hơn hết. Không phải ngẫu nhiên mà người ta gọi Đức là nước đã tạo dựng cho mình một thế đứng, cách làm độc lập, tự tin trong cái gọi là “mô hình sông Rhine” mà Nhật Bản chỉ là nước đi theo. Hơn nữa, xét về tiềm lực, Deutsche BundesBank là ngân hàng hùng mạnh nhất Châu Âu, chỉ đứng sau Fed của Mỹ khi so sánh trên toàn thế giới. Mặc dù GNP chỉ đứng vào hàng thứ 3, Đức vẫn được xem là nước có nhiều năng lực đi xa nhất, trong tương lai, so với Mỹ và Nhật. Từ một nước bại trận nặng nề, bị chia đôi, Đức đã vươn lên như một khổng lồ trong 50 năm. Thành công của Đức mang nhiều ấn tượng hơn Nhật. Chính thành công đã qua, năng lực và triển vọng sắp đến đã khiến chúng tôi chọn Đức mà không phải là Nhật trong phần khảo sát kinh nghiệm điều tiết.

### **13.3.1. Tổng quan quá trình điều tiết kinh tế của Deutsche BundesBank (DBB) từ năm 1980 đến 1996.**

Từ năm 1980 đến 1982, nước Đức cũng như các nước công nghiệp khác, bước vào cuộc đại suy thoái. Nhiều nguyên nhân giải thích cho cuộc đại suy thoái toàn cầu này. Với nước Đức, nguyên nhân chính đến từ sự kết hợp của nhiều nhân tố cùng một lúc, đó là hậu quả của đợt khủng hoảng giá dầu thô lần 2 bắt đầu từ tháng 8/1978 và kéo dài cho đến thời điểm nói trên. Sự giảm nhanh chóng của nhập khẩu vì chính sách lén giá đồng DM của DBB nhằm chuẩn bị cho Đức thề mạnh khi bước vào EMS, cùng với cú đánh vì sự tăng giá nguyên liệu nhập ngoại tuy làm cân bằng cho ngoại thương thặng dư, nhưng sức sản xuất của công nghiệp nội địa suy giảm. Và sự gia tăng trong xuất khẩu tư bản đã làm cân bằng thanh toán tổng thể thâm hụt đến 23,9 tỷ DM cuối 1980.

**Bảng 13.3. Một số chỉ tiêu kinh tế của nền kinh tế Đức 1980 đến Quý 1/ 1996**

Năm Các chỉ số	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
1.Sản lượng thế giới %	3.5	1.2	0.5	2.7	4.4	3.3	3.6	4.0	4.7
2.Nước Đức - GNP thực %	2.4	0.5	-1.0	1.9	3.3	1.9	2.3	1.5	2.7
-Tổng cầu nội địa %	2.1	0.8	-2.0	2.3	2.0	0.8	3.3	2.4	3.6
-Giá cả hàng tiêu dùng%	5.2	6.6	5.3	3.3	2.4	2.2	-0.1	0.2	1.3
-Cán cân ngoại thương (tỷ DM)	8.9	27.7	51.3	42.1	53.9	73.4	112.6	117.7	128.0
Cán cân TT tổng thể (tỷ DM)	-23.9	-8.1	12.1	11.5	27.8	50.1	87.8	82.8	86.9

Các chỉ số	Năm	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
1.Sản lượng thế giới %	3.4	2.2	0.9	1.7	2.3	3.1	3.6	-	
2.Nước Đức-GNP thực %	3.6	5.7	2.9	2.2	-1.1	2.3	2.8	2.5	
-Tổng cầu nội địa	2.9	5.2	6.1	3.0	-1.2	1.7	2.2	-	
Giá cả hàng tiêu dùng %	2.8	2.7	4.6	4.9	4.7	3.1	2.2	2.25	
-Cán cân ngoại thương (Tỷ MD)	134.6	105.4	21.9	33.7	61.9	73.7	87.5	-	
-Cán cân TT tổng thể (tỷ DM)	107.5	79.0	-31.9	-33.5	-26.8	-34.7	-30.3	-	

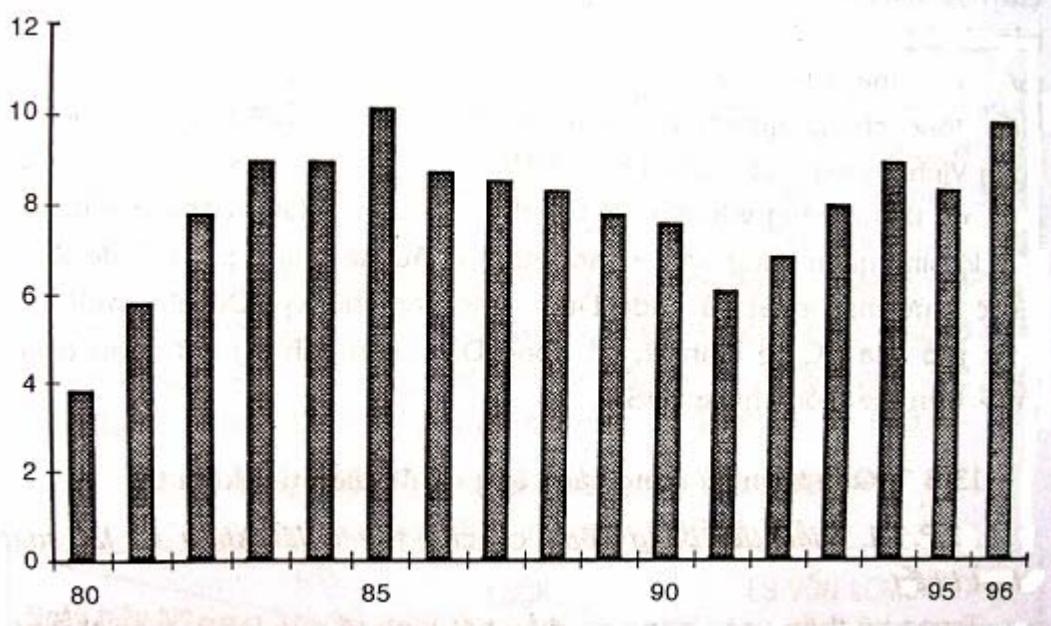
*Nguồn: IMF-World economic outlook, P.124 and DBB annual report 1995, Monthly Report April 1996, P.68.*

Suy thoái cùng với sự tăng giá đầu vào đã kích giá cả hàng tiêu dùng tăng lên trong 3 năm, 1980 -1982 (Bảng 13.3). Tổng cầu nội địa giảm 2% dưới không vào năm 1982. Tháng 10 năm ấy, DBB phát động một chương trình chống lạm phát và suy thoái. Năm 1983, DBB can thiệp vào thị trường ngoại hối, phá giá DM so với EMS, bành trướng tổng cung tiền tệ và hạ lãi suất chiết khấu xuống 4% từ 7% vào tháng 8/1982. Chính sách nới lỏng tiền tệ kéo dài đến 1988 đã tích lũy hiệu quả cho những mức tăng trưởng khá cao kéo dài từ 1984 đến 1990. Tổng cầu được kiểm soát và giá cả tăng trung bình không quá 2,5% (bảng 13.3) trong thời gian nói trên. Cán cân ngoại thương và cán cân thanh toán tổng thể thặng dư liên tục đến cuối 1990 do sự gia tăng nhanh của xuất khẩu trên mọi mặt hàng.

Kỳ thực trong giai đoạn trên, bằng nghiệp vụ can thiệp vào thị trường ngoại hối để giữ DM so với USD và EMS, cùng với điều quan trọng là Đức giữ được mức lạm phát thấp trong khi Mỹ và đại bộ phận EEC có mức hàng năm cao hơn, DBB đã làm cho DM lên giá từ so với USD và EMS sau đợt phá giá 1983. Hơn nữa, xuất khẩu tăng đã cung cấp giá trị đồng DM, và đến lượt nó, việc DM lên giá đã giảm giá hàng nhập cảng có mức lạm phát thấp hàng năm cho nền kinh tế Đức.

Tuy nhiên tăng trưởng chậm năm 1983, 1985, 1987 không giảm nỗi súc ép cơ học của lực lượng lao động mới cũng như lực lượng lao động đòi lương cao. Thất nghiệp tăng kéo dài từ cuối suy thoái đến năm 1989. Năm 1980 và 1990 với sự bành trướng của tổng cung tiền tệ lên quá 12%, DBB thúc đẩy GNP thực tăng lên đến 3,6% năm 1989 và 5,7% năm 1990. Thất nghiệp rơi xuống mức 6% và khoảng 6,7% vào 2 năm 1990, 1991, những năm huy hoàng trong lịch sử chống thất nghiệp của DBB (Biểu đồ 13.7). Nhưng cái giá phải trả lập tức đi kèm. Sự bành trướng tiền tệ đã xoa dịu được súc ép thất nghiệp nhưng lại làm tổng cầu vọt lên 6,1% vào năm 1991 và lạm phát từ 1,3% năm 1988 nhảy lên đến 4,6% vào năm 1991; 4,9% và 4,7% vào các năm 1992 và 1993 (Bảng 13.3). Cuối năm 1992, DBB buộc phải quay sang thắt chặt nhanh chóng cung ứng tiền và giữa năm 1993 cuộc suy thoái bắt đầu.

**Biểu đồ 13.7: Thất nghiệp trong nền kinh tế Đức 1980 - quý 1/1996**



Nguồn: DBB - annual report 1994 and 1995 and April 1996, P.41, 29.

Đầu năm 1994, cả lãi suất chiết khấu, lãi suất Lombard và lãi suất thị trường đều được DBB ép xuống thấp hơn với mức cung ứng tiền được gia tăng một cách cẩn thận để ngừa một cơn lạm phát mới. Sản xuất được cải thiện vì lãi suất hạ đã kích thích các nhà máy đóng cửa hoạt động trở lại, nền kinh tế phục hồi khá nhanh vào cuối 1994 nhờ khu vực sản xuất cho xuất khẩu phản ứng kịp thời theo chính sách tiền tệ. Năm 1995, GNP tăng trở lại mức cũ, thặng dư thương mại vọt lên 87,5 tỷ DM và mặc dù phải chi phí khá nhiều trong tài khoản chuyển nhượng tư bản do hậu quả đã qua của việc thống nhất nước Đức, cán cân thanh toán tổng thể được cải thiện vào năm 1995. Trong 16 năm với nhiều biến động xung quanh việc suy thoái, gia nhập EMS, khủng hoảng vùng vịnh, thống nhất nước Đức... DBB đã chèo lái chính sách tiền tệ một cách rất thành công với điều có thể thấy là kinh tế Đức bành trướng với tốc độ bình quân hàng năm nhanh nhất châu Âu, lạm phát được kìm giá ở mức thấp nhất và nước Đức bước vào thế kỷ XXI như một anh khồng lồ của EC về kinh tế, có đồng DM trở thành dự trữ quan trọng thứ 2 trên thế giới, chỉ sau USD.

### 13.3.2. Quá trình sử dụng các công cụ để điều tiết kinh tế

#### 13.3.2.1. Điều tiết bằng công cụ cho vay chiết khấu và lãi suất chiết khấu

Trong hệ thống các công cụ điều tiết kinh tế của DBB, theo thứ tự, cho vay chiết khấu (Discount loans) và lãi suất chiết khấu được xem là công cụ thường xuyên và quan trọng nhất. Nó xuất phát từ một điều rất đặc thù, là hệ thống DBB không sử dụng cửa sổ chiết khấu như là một phương tiện điều tiết lãi suất và khối lượng cho vay của các NHTG, mà là một cửa ngõ, từ đó DBB trực tiếp rót vốn vào thị trường đầu tư trung hạn và dài hạn. Lý do nói trên cùng với sự phụ thuộc mật thiết của hệ thống NHTG với các chi nhánh của DBB đã dẫn đến kết quả là cho vay từ DBB qua cửa sổ chiết khấu tác động mạnh mẽ và đặc biệt quan trọng đến toàn bộ hoạt động đầu tư quốc gia.

Năm 1979, khi lạm phát lên gần như tột đỉnh xấp xỉ 2 chữ số và tất cả các công cụ điều tiết gần như đều được tung ra để chống lạm phát, lãi suất chiết khấu đã được huy động để tăng lãi suất thị trường nhằm thắt chặt tiền tệ và tín dụng. Năm 1979, tổng lượng tiền do DBB cung ứng thêm cho nền kinh tế đạt mức 7,752 tỷ DM. Năm 1980, con số ấy là 6,523 tỷ DM, nhưng đến năm 1981, 6 tháng sau khi lãi suất chiết khấu được đưa lên 7,5% và lãi suất tín dụng Lombard lên 9,5%, mức cao nhất trong suốt thời kỳ 1980-1996 (xem bảng 13.4), lượng cung ứng tiền cả năm chỉ còn 2,7 tỷ DM giảm hơn 2.5 lần so với năm 1980. Tháng 12 năm

1980, tổng Lombard Loans được cấp bởi DBB là 6,5 tỷ DM, cuối năm 1981, lượng tín dụng này đã được thắt lại chỉ còn 3,9 tỷ DM. Một nửa khu vực sản xuất cho xuất khẩu phải sản xuất 2/3 sản lượng vì thiếu vốn và hầu như tất cả các bộ phận công nghiệp phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu đều phải thu hẹp khả năng đầu tư.

Cung ứng tiền thắt chặt và lãi suất chiết khấu được đưa lên cao từ ngày 2 tháng 5 năm 1980, kéo dài hơn 2 năm đến ngày 27 tháng 8 năm 1982, được ước tính là đã làm cho nền kinh tế Tây Đức thiệt mất 50 tỷ DM trong khoảng thời gian trên. GNP thực chỉ tăng trưởng 0,5% trong năm 1981; -1,0% trong năm 1982. Tuy nhiên, nó đã bóp nghẹt tổng cầu và điều mà DBB mong muốn đã xảy ra là lạm phát từ 2 chữ số năm 1979 xuống còn 5,2% trong năm 1980; 6,6% và 5,3% trong các năm 1981, 1982 nhưng đến cuối năm 1983 chỉ còn 3,3% (Bảng 13.3)

**Bảng 13.4: Lãi suất chiết khấu của DBB từ năm 1980 đến quý I/1996**

Loại Ngày hiệu lực	LSCK	LS vốn LOMBARD
29 tháng 02, 1980	7,0	8,5
02 tháng 05, 1980	7,5	9,5
19 tháng 09, 1980	7,5	9,0
27 tháng 08, 1982	7,0	8,0
22 tháng 10, 1982	6,0	7,0
03 tháng 12, 1982	5,0	6,0
18 tháng 03, 1983	4,0	5,0
09 tháng 09, 1983	4,5	5,5
29 tháng 06, 1984	4,5	5,5
01 tháng 02, 1985	4,5	5,5
16 tháng 08, 1985	4,5	6,0
07 tháng 03, 1986	4,0	5,5
23 tháng 01, 1987	3,5	5,0
06 tháng 11, 1987	3,0	4,5
04 tháng 12, 1987	2,5	4,5
01 tháng 07, 1988	3,0	4,5
29 tháng 07, 1988	3,0	5,0
26 tháng 08, 1988	3,5	5,0
16 tháng 12, 1988	3,5	5,5
20 tháng 01, 1989	4,0	6,0
21 tháng 04, 1989	4,5	6,5
30 tháng 06, 1989	5,0	7,0
06 tháng 10, 1989	6,0	8,0
02 tháng 11, 1990	6,0	8,5
01 tháng 02, 1991	6,5	9,0
16 tháng 08, 1991	7,5	9,25
20 tháng 12, 1991	8,0	9,75
17 tháng 07, 1992	8,75	9,75
15 tháng 09, 1992	8,25	9,50
05 tháng 02, 1993	8,0	9,0
19 tháng 03, 1993	7,5	9,0
23 tháng 04, 1993	7,25	8,5
02 tháng 07, 1993	6,75	8,25
30 tháng 07, 1993	6,75	7,25
10 tháng 09, 1993	6,25	7,25

22 tháng 10, 1993	5,75	6,75
18 tháng 02, 1994	5,25	6,75
15 tháng 04, 1994	5,0	5,5
13 tháng 05, 1994	4,5	6,0
31 tháng 03, 1995	4,0	6,0
25 tháng 08, 1995	3,5	5,5
15 tháng 12, 1995	3,0	5,0

Nguồn: DBB - Monthly report, April 1996, P.43

Vừa nhận ra một số dấu hiệu chứng tỏ rằng lạm phát thực sự đã được khống chế, để nền kinh tế không bị trì trệ lâu vì chính sách thắt chặt tiền, tháng 8/1982, mặc dù lạm phát vẫn còn 5,3%, DBB không dám quá lâu vào việc dồn sức chống lạm phát. Lãi suất chiết khấu được hạ xuống 7%. Hai tháng sau cùng năm ấy nó được hạ thấp xuống 6% và đến tháng 12/1982 nó lại được đưa xuống 5%. Chỉ trong vòng 4 tháng cuối 1982, DBB giảm lãi suất chiết khấu 3 lần (Bảng 13.4) để chuẩn bị trước cho việc kinh tế tăng trưởng ngay sau khi sức ép lạm phát đã được kìm hãm.

Thao tác điều tiết của nó thật linh động, tận dụng tới những khoảng thời gian chênh khi hiệu ứng của chính sách thắt chặt tiền còn tiếp tục đẩy lùi lạm phát, để bắt đầu hạ lãi suất và tăng cung ứng tín dụng. Tín dụng cho vay trực tiếp từ cửa sổ chiết khấu tăng từ mức 3,9 tỷ DM trong tháng 12/1981 lên ngay 5,1 tỷ vào tháng 12/1982 và 5,4 tỷ vào tháng 12/1984. Các ngành công nghiệp sản xuất cho xuất khẩu bành trướng 12% sản lượng từ cuối 1982 đến giữa năm 1983.

Thất nghiệp cao buộc DBB phải tiếp tục chính sách nói lỏng từ cung ứng tiền. Tháng 3/1983, lãi suất chiết khấu được đưa xuống 4%. Cho vay từ cửa sổ chiết khấu tăng nhanh chóng, đẩy lượng tiền mặt ngoài lưu thông vọt lên 7,2 tỷ vào tháng 6/1983 so với mức 4,3 tỷ tháng 12/1982<sup>1</sup>. Lượng tiền mặt ngoài lưu thông đột ngột tăng đã đẩy tổng cầu lên cơn sốt. Để hạn chế mầm móng của một sức ép lạm phát mới, ngày 9/9/1983, lãi suất chiết khấu được đưa lên 4,5% và mức này được giữ cho đến 15/8/1985.

Một ít tăng của lãi suất chiết khấu đã duy trì được trạng thái trong lượng tín dụng cấp phát từ 1983 đến 1985 thông qua cửa sổ chiết khấu một cách đều đặn. Xuất khẩu tăng và sự đổ vào của USD, EMS đã làm cho DM lên giá. Lạm phát tiếp tục được kìm chế cho đến mức dưới không vào năm 1986 (bảng 13.3). Tuy nhiên, sự giới hạn trong vốn cấp từ cửa sổ chiết khấu và vốn Lombard đã đẩy một số ngành công nghiệp nhẹ và công nghiệp hàng tiêu dùng vào thế kẹt. Năm 1985, công nghiệp vải sợi và dệt kim suy thoái 15%, công nghiệp hàng tiêu dùng suy thoái 1,5% đẩy thất nghiệp lên mức hơn 9% vào cuối năm 1985 và 8,8% vào năm 1986 (biểu đồ 13.7). Sau nhiều cuộc họp để giải quyết những mâu thuẫn giữa 2 quan điểm: (1) Tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ và tín dụng hạn chế với mục tiêu giữ lạm phát thật thấp và một đồng DM mạnh trên thị trường tiền tệ châu Âu chuẩn bị cho Maastricht, và (2) nói lỏng cung ứng tiền để cứu lấy những ngành công nghiệp nhẹ nội địa và nhất là giám bớt thất nghiệp của chính quyền liên bang. Giữa năm 1985, quan điểm thứ hai thuyết phục được DBB. Lãi suất chiết khấu được hạ xuống 4% vào tháng 8; 3,5% vào ngày 7/3/1986 và 3% vào đầu năm 1987.

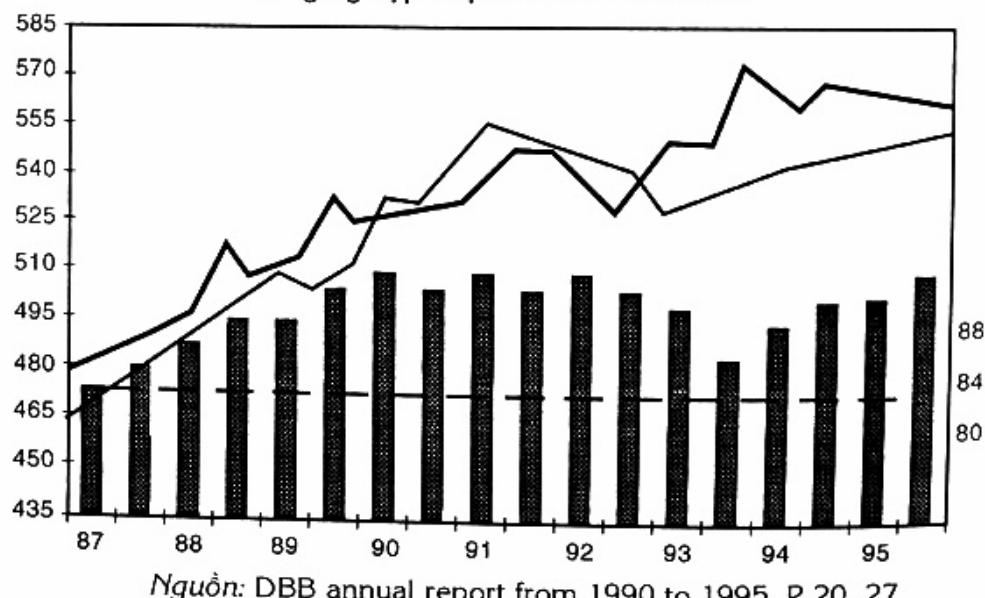
Các ngành công nghiệp nội địa như công nghiệp xây dựng và hàng tiêu dùng tăng vọt lên trong năm 1987 sau những thay đổi nói trên trong lãi suất chiết khấu và cho vay ở cửa sổ chiết khấu. Biểu đồ 13.8 trình bày quá trình thay đổi này. Sự giảm của lãi suất chiết khấu và gia tăng cấp phát tín dụng trung hạn qua cửa sổ chiết khấu đã thổi vào ngành công nghiệp xây dựng và công nghiệp nhà ở những luồng sinh khí mới. Tốc độ tăng lên của ngành này đạt mức chóng mặt từ đầu năm 1987 đến giữa năm 1988, sau đó tiếp tục tăng dần trong những năm sau

<sup>1</sup> DBB Monthly report February 1983, P.12

cho đến đầu 1996. Ở đây tín dụng trung hạn với lãi suất chiết khấu thấp đã thúc đẩy bộ phận công nghiệp này tăng trưởng ổn định vượt qua cả suy thoái 1993.

Công nghiệp nhẹ nội địa tăng nhanh từ 1987 đến 1989, tiếp tục ở mức tăng trưởng cao từ 1989 đến 1992, tụt xuống một ít vào nửa sau năm suy thoái 1993 nhưng lại vọt lên một cách nhanh chóng từ cuối 1993 đến hết 1995. Không nghi ngờ gì, chính hai ngành nói trên đã đóng góp một cách xuất sắc vào sự bành trướng của ngành kinh tế trong khoảng thời gian nói trên cũng như đóng góp phần lớn vào việc phục hồi kinh tế nhanh sau đợt suy thoái 1993. Thất nghiệp giảm đi trong lực lượng lao động từ 1987 đến cuối 1993 có đến 2/3 là được giải quyết từ bộ phận công nghiệp nhẹ và công nghiệp xây dựng này. Chính lãi suất chiết khấu giảm liên tục cho đến mức thấp nhất lịch sử là 2,5% vào ngày 4/12/1987, với sự mở rộng cho vay qua cửa sổ chiết khấu của DBB một cách có chủ đích là nguyên nhân của những biến động vĩ mô này.

**Biểu đồ 13.8: GNP, công nghiệp xây dựng và khu vực công nghiệp nhẹ của Đức sau 1986**

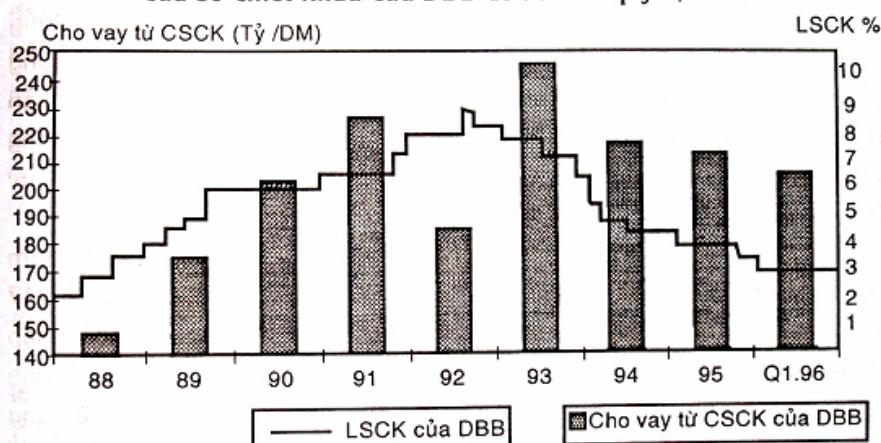


Nguồn: DBB annual report from 1990 to 1995, P.20, 27

Tổng cho vay chiết khấu từ cửa sổ chiết khấu của DBB tiếp tục tăng trong năm 1988 với hơn 144 tỷ DM. Năm 1989, sau khi OPEC nâng giá dầu thô vào tháng Giêng, lo ngại trước viễn cảnh tăng giá của hàng hóa và nguyên liệu nhập ngoại do biến động này sẽ đẩy giá cả nội địa tăng nhanh, ngày 21/4/1989, DBB quyết định thắt chặt lãi suất thị trường tiền tệ để kìm hãm tốc độ tiêu dùng bành trướng. Lãi suất chiết khấu được đưa lên 4,5%. Đến 30/6/1989, nhận thấy tiêu dùng vẫn cứ tăng, Hội đồng NHTW lại tiếp tục đưa lãi suất chiết khấu lên 5% và đến tháng 10/1989 tiếp tục tăng lên 6%. Bốn lần tăng lãi suất chiết khấu đã thắt chặt cho vay nơi cửa sổ chiết khấu, cả năm 1989 chỉ có 175 tỷ DM được cung ứng từ DBB.

Năm 1990 và 1991, ảnh hưởng từ việc Iraq chiếm Cô - oét và chiến tranh vùng Vịnh làm cho giá cả tiêu dùng của Đức vọt lên 4,6% vào đầu năm 1991; 4,9% năm 1992 từ mức 1,3% của năm 1988 (bảng 13.3). Trước tình hình đó, để đề phòng những khả năng mới xảy ra có thể làm tăng cao hơn nữa lạm phát, DBB dành quyết định hy sinh thất nghiệp để chống lạm phát trước tiên. Lãi suất chiết khấu được đưa lên 9,25% vào tháng 8/1991 và 9,75% từ tháng 12/1991 đến tháng 9/1992. Kết quả dây chuyền là cho vay ngắn hạn từ cửa sổ chiết khấu giảm rất nhanh chóng. Đến cuối năm 1992, tổng cho vay của DBB qua chiết khấu chỉ còn 188,9 tỷ DM so với mức 225,3 tỷ DM vào đầu 1991 và nền kinh tế Đức rơi vào suy thoái trong năm 1993.

**Biểu đồ 13.9: Chính sách lãi suất chiết khấu và sự điều tiết cho vay từ cửa sổ chiết khấu của DBB 1988 đến quý 1/1996**



Nguồn: DBB annual report April 1996, P.14, 43; monthly report Feb.1993, P.14

Biểu đồ 13.9 cho thấy lãi suất chiết khấu gần như là đèn hướng dẫn lượng tín dụng cấp phát từ DBB đến các NHTG và các khu vực công nghiệp chủ chốt. Tín dụng từ cửa sổ chiết khấu được cấp hạn chế trong những khoảng thời gian DBB nâng cao lãi suất chiết khấu như giai đoạn 1988 đến cuối năm 1992. Ngay sau khi suy thoái bắt đầu bùng ra từ khu vực sản xuất cho xuất khẩu với 15% giảm sản lượng, chỉ riêng trong 6 tháng của quý 4, 1992 và quý 1, 1993 DBB đã cảm thấy trước nguy cơ của một sự trượt dốc nhanh chóng về sản lượng toàn quốc. Những biện pháp tiền tệ cấp tốc được tiến hành để bằng mọi cách mở rộng tín dụng, nhằm kích thích sức sản xuất, hồi phục và hạn chế tác hại của suy thoái, cũng như hâm nóng tính suy thoái của tiềm năng sản xuất quốc gia. Tháng 2/1993, lãi suất chiết khấu cấp tốc được đưa xuống 8% đến tháng 3 nó lại được ép xuống 7,5% và tiếp sau đó là một chuỗi liên tục những bước hạ lãi suất chiết khấu một cách không ngừng.

Chỉ trong năm 1993, DBB 7 lần hạ lãi suất chiết khấu (bảng 13.4 và biểu đồ 13.9). Một quá trình điều tiết chưa từng có trên công cụ này trong lịch sử NHTW. Hệ quả thật vô cùng ấn tượng. Khối lượng vay từ bộ phận công nghiệp xuất khẩu và công nghiệp nặng ở cửa sổ chiết khấu từ mức 188,9 tỷ trong năm 1992 vọt lên đến tổng số 257,5 tỷ DM trong cả năm 1993, mức tín dụng cao nhất mà DBB từng chiết khấu trong vòng 50 năm từ sau chiến tranh. Xuất khẩu tăng ngay 8,5% trong năm 1994, sản xuất công nghiệp nội địa tăng 14,5, chi phí lao động giảm 1%, lợi tức sản xuất tăng lên 10%. Khu vực công nghiệp xây dựng nói chung tăng 13% về khối lượng thực hiện và 15% trên tổng giá trị sản lượng. Tổng khu vực tư nhân về các loại hàng hóa dịch vụ tăng 3,5% và cả nền kinh tế Đức có GNP thực tăng trưởng 2,3% từ mức suy thoái 1,1% của năm 1993<sup>1</sup>.

Lãi suất chiết khấu được tiếp tục hạ cho đến quý 1/1996. Năm 1995, 213 tỷ DM đã được cho vay từ cửa sổ chiết khấu tiếp theo là 217 tỷ trong năm 1994. Sự lên giá DM vì xuất khẩu tăng mạnh hơn nhập khẩu về giá trị ròng rã giúp cho lạm phát được khống chế xung quanh 3% từ năm 1994. Không giống như nền kinh tế Pháp phải hạn chế cung ứng tiền tệ - tín dụng để tăng giá FF và giảm lạm phát, nền kinh tế Đức với chính sách điều tiết của DBB để khống chế lạm phát và nâng DM, phần lớn dựa vào sự gia tăng ngoại tệ trong dự trữ quốc gia bằng cách khuếch trương ngày càng tăng nhanh xuất khẩu thông qua chính sách điều tiết tiền tệ.

Năm 1995, xuất khẩu tăng 4% tuy thấp hơn năm 1994, nhưng đầu tư cố định và sản xuất nội địa tăng hơn 8,5% và tổng lượng đầu tư cố định công nghiệp tăng hơn 25% so với năm 1994 với 855 tỷ DM. Sự tăng nhanh một cách khích lệ của đầu tư tổng hợp đã khởi sắc nền kinh tế Đức sau nửa năm đầu với một ít trì trệ trong hoạt động sản xuất nội địa. Các nhà

<sup>1</sup> DBB annual report 1994, P.21 to 26

kinh tế Đức cho rằng với hơn 440 tỷ DM gia tăng thêm trong tổng quỹ đầu tư quốc gia kể từ năm 1990 đến cuối 1995, mà đặc biệt trọng tâm là 1993-1995, giai đoạn nói lỏng cho vay qua cửa sổ chiết khấu với lãi suất chiết khấu liên tục giảm, nền kinh tế nước Đức sẽ tiếp tục bành trướng mạnh trong cả năm 1996 và nửa đầu năm 1997.

Cửa sổ chiết khấu với lãi suất chiết khấu và cho vay chiết khấu là công cụ điều tiết quan trọng nhất của DBB. Với khuynh hướng coi trọng việc thúc đẩy kinh tế tăng trưởng như mục tiêu hàng đầu so với việc kiềm chế lạm phát, DBB theo trường phái điều tiết thứ 2, không những sử dụng lãi suất chiết khấu như là phương tiện tác động và điều tiết lãi suất thị trường, mà quan trọng hơn còn sử dụng lãi suất chiết khấu để định hướng cho vay, định hướng đầu tư tiến đến định hướng việc phát triển các cơ cấu sản xuất để đảm bảo cho nền kinh tế tăng trưởng lâu dài. Bằng việc sử dụng lãi suất chiết khấu một cách khôn ngoan và cực kỳ linh động, DBB đã gặt hái những thành công rất rực rỡ trong việc liên tục mở rộng sản lượng nước Đức, nâng giá DM và kiểm soát được lạm phát ở mức ổn định. Đến lượt chính những thành công này xác định ngược lại vai trò điều tiết kinh tế vĩ mô của DBB là không thể thay thế và vô cùng quan trọng trong nền kinh tế nước Đức trong tương lai.

#### **13.3.2.2. Điều tiết bằng công cụ kiểm soát tín dụng và cấp phát tín dụng ưu đãi.**

Đi chung với lãi suất chiết khấu và cho vay qua cửa sổ chiết khấu là công cụ điều tiết tín dụng dưới tên gọi nổi tiếng là Lombard Loans (LL) hay tín dụng Lombard. Tất cả các NHTG ở Tây Đức trước kia và ở nước Đức thống nhất thời gian gần đây đều thường vay tín dụng từ DBB dưới hình thức tín dụng Lombard. Để có thể vay được loại vốn này, các NHTG phải ký quỹ trái phiếu như một khoản thế chấp. Tuy nhiên, không phải loại trái phiếu nào cũng có thể dùng làm ký quỹ (Collateral) được. DBB đưa ra một danh mục các loại phiếu nợ có thể được chấp nhận làm ký quỹ trong một danh mục gọi là Lombard List. Ngay cả việc quy định danh mục các loại trái phiếu dùng làm ký quỹ này cũng là một nghiệp vụ nhằm hỗ trợ cho công cụ thị trường mở cửa của chính DBB. Thí dụ như khi cần hỗ trợ một loại trái phiếu này vào danh mục Lombard (Lombard list) thì là đủ để các NHTG phải đua nhau mua loại chứng khoán này dự trữ cho những lúc cần vay tín dụng Lombard.

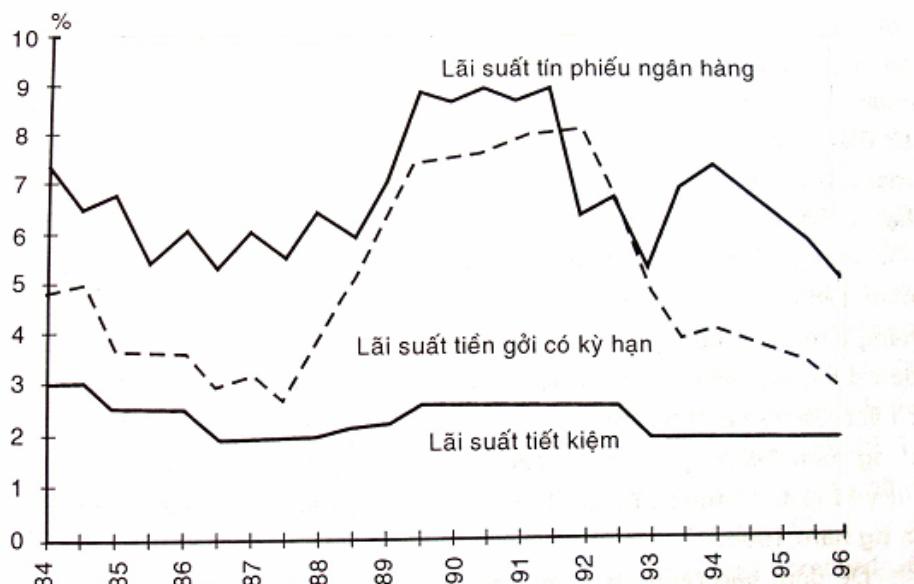
Điều quan trọng nhất khiến công cụ điều tiết tín dụng Lombard trở thành công cụ điều tiết hiệu quả là tại Đức, các doanh nghiệp hoạt động chủ yếu dựa vào vốn vay từ các NHTG. Khi một nhà máy hoặc một xí nghiệp cổ phần được thành lập, đương nhiên họ cũng có một số lớn vốn tự có. Tuy nhiên, ngay từ những ngày đầu, vốn tự có này đã được chuyển thành bất động sản (Real estates), máy móc thiết bị hoặc các loại tài sản sinh lợi khác như trái phiếu, cổ phiếu... Quá trình hoạt động của họ dựa trên nền tảng của vốn vay, vay của nhân dân bằng cách phát hành trái phiếu công ty (Corporate Bonds) hoặc cổ phiếu công ty (Corporate Shares), và vay của NHTG. Hầu hết các đơn vị kinh doanh sản xuất khi chưa trở nên hùng mạnh và có quy mô quốc gia đều không được các NHTG hỗ trợ cho việc phát hành phiếu nợ để vay của dân. Vì thế, gần như họ phụ thuộc sâu sắc vào vốn vay từ NHTG để hoạt động. Năm 1980, 80% vốn hoạt động của các đơn vị kinh doanh sản xuất tại Đức, ngoại trừ các công ty đa quốc gia và khủng long công nghiệp, là được cấp từ hệ thống NHTG.

Các đơn vị kinh tế của quốc gia phụ thuộc nặng vào các NHTG. Đến lượt nó, các NHTG phụ thuộc chặt chẽ vào vốn cấp từ cửa sổ chiết khấu và Lombard. Trong rất nhiều năm, lãi suất tiết kiệm luôn là loại lãi suất thấp nhất trên thị trường tiền tệ, điều đó cộng với việc dân Đức có chỉ số tiết kiệm khá thấp đã làm cho các NHTG không thể trông cậy vào nguồn tài chính từ tiền gửi tiết kiệm mà phải dựa chủ yếu vào việc phát hành tín phiếu và vay của DBB. Mỗi quan hệ dây chuyền này làm cho cửa ngõ cấp phát tín dụng Lombard trở thành một công cụ điều tiết sức sản xuất của các xí nghiệp vừa và nhỏ trong nền kinh tế.

Biểu đồ 13.10 minh họa nguồn vốn của các NHTG. Với lãi suất tiền gửi thấp do chính sách phát triển của DBB, các ngân hàng phải dựa vào việc vay ngoài thị trường bằng cách phát hành trái phiếu ngân hàng hay tín phiếu. Lãi suất của tín phiếu luôn luôn cao nhất, phản ánh tình trạng này. Ngoài ra những lúc kẹt thanh khoản cho vay đầu tư, các NHTG phải đến gó cửa Lombard. Đứng về phía DBB, cho vay từ cửa ngõ Lombard là một thao tác trong

chính sách điều tiết. Khối lượng và lãi suất của vốn Lombard vào mỗi thời kỳ phản ánh chính xác ý muốn của DBB về việc nói lỏng hay thắt chặt tín dụng cho vay đầu tư và tiêu dùng. Từ những cách xác định đầu tiên về vị trí và vai trò của vốn Lombard vào ngày 17, 18 tháng 12 năm 1952<sup>1</sup>, việc cấp phát Lombard và thay đổi lãi suất Lombard là công cụ để kích thích việc bành trướng cho vay hoặc thắt chặt cho vay từ các NHTG ra nền kinh tế.

**Biểu đồ 13.10: Các loại lãi suất tiền gửi của Hệ thống ngân hàng trung gian Đức (1984-1996)**



Nguồn: DBB annual report 1990, P.101, 1992 P.64 and 1996, P.95

Điều khoản 5 về vốn Lombard xác định rằng nó là vốn ngắn hạn như cứu cánh cho vay cuối cùng và cũng là vốn trung hạn đối với những mục tiêu đầu tư kinh tế trọng điểm. Vốn này được quyết định trực tiếp bởi DBB về số lượng của mỗi nghiệp vụ cho vay. Chúng tôi rằng nó quản lý công cụ này rất cẩn thận. Vốn Lombard được cấp rất hạn chế vào năm 1981 và DBB muốn kích thích khu vực công nghiệp xuất khẩu tăng nhanh để kéo đoàn tàu kinh tế nước Đức ra khỏi đợt suy thoái năm 1982 càng nhanh càng tốt (bảng 13.3).

Tháng 2/1985, nhận thấy sức ép lạm phát đã giảm một cách đáng kể, trong khi một số khu vực công nghiệp nội địa có dấu hiệu tăng trưởng chậm dần, lãi suất chiết khấu lập tức được đưa xuống 4% từ mức 4,5% kéo dài nguyên một năm về trước nhằm hạ lãi suất Lombard từ 6% xuống 5,5%. Đến tháng 8 cùng năm ấy, để kích thích đầu tư mạnh tay hơn ở các xí nghiệp nhỏ và vừa, lãi suất chiết khấu lại được hạ để nói lỏng cho vay từ cửa ngõ Lombard. Vốn cấp cho các NHTG vào tháng 12/1985 đã tăng lên 40,5 tỷ DM hay 73% so với tháng 12 năm 1984 (bảng 13.05). Các khu vực công nghiệp nhẹ và công nghiệp hàng tiêu dùng hướng được một năm dồi dào vốn với chi phí rất hạ, cả tiêu dùng cho sinh hoạt và tiêu dùng cho đầu tư đều tăng vọt lên vào cuối 1985 và cả 1986. Kích thích tổng cầu nội địa leo lên tới 3,3% tăng trong năm 1986 so với 0,8% vào đầu năm 1985 (bảng 13.3). Kết quả tất yếu là GNP thực từ mức tăng 1,9% trong năm 1985 vươn lên 2,3% trong năm 1986.

Để đảm bảo rằng tín dụng cấp từ các NHTG ra nền kinh tế không phát triển vô tổ chức, có thể làm cho tổng cầu mở rộng nhanh theo hướng bất lợi cho mục tiêu ổn định giá cả hàng tiêu dùng, một ít kiểm soát việc cấp phát Lombard theo thương vụ cho các NHTG đã được áp dụng, và trong năm 1986 vốn Lombard cấp cho các NHTG bình quân hàng tháng, đã giảm 20% từ 40,5 tỷ vào tháng 12/ 1985 xuống 32 tỷ DM trong tháng 12/ 1986. Kết quả diễn ra rất chính xác với dự tính của DBB là tổng cầu giảm ngay xuống 2,4% trong năm 1987 (bảng 13.5 và 13.3).

<sup>1</sup> DBB annual report 1990, P.101

**Bảng 13.5: Vốn Lombard được DBB cấp (bình quân mỗi tháng trong năm) tỷ DM, từ 1980 đến tháng 2, 1996**

Năm Các chỉ số	1980	81	82	83	84	85	86	87	88
Tổng vốn Lombard đã cấp									54,32
- Cấp cho các tập đoàn công nghiệp	6,5	3,9	4,1	5,1	5,4	2,4	2,8	3,8	11,24
- Cấp cho các NHTG	8,2	12,1	12,3	15,6	23,4	40,5	32,4	24,68	33,48
- Cấp cho chính quyền									9,6
Năm Các chỉ số	1989	90	91	92	93	94	95	1/96	2/96
Tổng vốn Lombard đã cấp	48,98	69,68	47,00	64,8	71,1	70,6	66,4	65,4	64,5
- Cấp cho các tập đoàn công nghiệp	5,18	6,18	1,9	1,6	14,8	9,8	5,5	3,2	2,2
- Cấp cho các NHTG	34,1	54,1	36,2	50,5	47,6	52,1	52,2	53,5	53,6
- Cấp cho chính quyền	9,7	9,4	8,9	13,2	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7

Nguồn: DBB monthly report 1980 to 1996, P.20 to 43, 60

Vốn Lombard được bành trướng trở lại cho các NHTG và các công ty đa quốc gia từ cuối 1987. Cả năm 1988, vốn DBB cấp trực tiếp cho các đơn vị kinh tế không phải là ngân hàng tăng 2,96 lần khi so sánh lượng vốn được cấp trong tháng 12 năm 1988 (11,2 tỷ DM) với tháng 12 năm 1987 (3,8 tỷ DM). Vốn cấp cho các NHTG cũng tăng nhanh để nói rộng tín dụng được cung ứng cho nền kinh tế trong chương trình ưu tiên phát triển xuất khẩu và tăng trưởng kinh tế của DBB từ cuối 1987. Lombard cấp cho các NHTG tăng từ 34,6 tỷ DM mỗi tháng vào năm 1987, lên đến 51,1 tỷ DM mỗi tháng vào năm 1990 (Bảng 13.6).

Kết quả của chính sách cung ứng gia tăng tín dụng Lombard để tăng cường khả năng cho vay của các NHTG với lãi suất chiết khấu và lãi suất Lombard cực thấp, thật sâu rộng. Xuất khẩu tăng bình quân 12% mỗi năm suốt từ 1987 đến 1999 và biến cố này đã được cả châu Âu mệnh danh là “Sự trỗi dậy của con rồng Tây Đức” hay “Bước đứng lên của ngành xuất khẩu nước Đức”. Trong suốt 5 năm, 1986-1990, ngoại thương Đức thặng dư bình quân hơn 120 tỷ DM mỗi năm (bảng 13.3). Thất nghiệp giảm xuống xung quanh mức 6% mỗi năm và nền kinh tế nước Đức đạt tốc độ tăng trưởng GNP thực bình quân 3,62% năm từ năm 1988 đến năm 1992.

Lãi suất Lombard được đưa lên dần từ biến cố dầu hỏa đầu năm 1989 để đề phòng lạm phát. Vốn vay tín dụng Lombard chính thức được thắt lại từ đầu năm 1991 khi khủng hoảng vùng Vịnh xảy ra đến mức nghiêm trọng. Bởi vì công cụ cho vay Lombard, được xác định từ ngày 6 tháng 9 năm 1973, trang bị cho DBB đến 2 loại phương tiện điều tiết: (1) khói lượng cho vay Lombard tác động thuận đến khói lượng tín dụng được các NHTG cấp cho nền kinh tế và (2) Lãi suất Lombard là lãi suất chỉ đạo của tất cả lãi suất còn lại trên thị trường tiền tệ và tín dụng. Cho nên, giống như lãi suất vốn Liên bang trong bàn tay của Fed ở Mỹ, khi DBB thay đổi lãi suất Lombard, nó thực sự thay đổi toàn bộ lãi suất, hay nói rõ hơn, toàn bộ chi phí vốn của các đơn vị kinh tế trong toàn bộ nền kinh tế quốc gia. Và tất nhiên, khi chi phí vốn (lãi suất) thay đổi, nó làm thay đổi toàn bộ các quyết định về tiêu dùng, đầu tư, sản lượng của mọi cá nhân và tổ chức kinh tế trong nền kinh tế Đức. Lãi suất Lombard được nâng lên đi kèm với việc thắt chặt vốn Lombard đã làm cho tín dụng trở nên khan hiếm, lãi suất cho vay của các NHTG lên tới 14% vào cuối 1992 (biểu đồ 13.11). Tiêu dùng giảm nhanh, khu vực công nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng đồng loạt cắt giảm đầu tư và giảm nhập khẩu đến mức

xấp xỉ 20% vào năm 1992. Nước Đức đạt được điều DBB mong muốn là chấp nhận một số ít suy thoái để đổi lấy sự ổn định giá cả trong những năm khủng hoảng ở Trung Đông.

Tổng vốn Lombard được DBB cấp tăng vọt lên vào những tháng cuối năm 1992 sau khi khủng hoảng vùng Vịnh kết thúc, và suy thoái bắt đầu lan tràn. Nguyên năm 1993, lãi suất Lombard gần như được thay đổi từng ngày để ép lãi suất thị trường xuống và vốn Lombard vọt lên 71,1 tỷ DM vào cuối 1993 hay 51,28% tăng so với cuối 1991. DBB quyết tâm khôi phục kinh tế nhanh. Biểu đồ 13.11 cho thấy, nó không ngừng giảm lãi suất Lombard trong quý 1/1994 tiếp nối những bước giảm trong suốt năm 1993. Và vì ảnh hưởng của chính sách điều tiết chỉ bắt đầu trái rộng ra khắp nền kinh tế sau 6 tháng trở lên kể từ ngày được áp dụng, cho nên đầu năm 1994 xuất khẩu tăng nhanh với 8,5% trong cả năm 1994. Các ngành công nghiệp nội địa tiếp tục được tài trợ vốn ưu đãi từ hệ thống NHTG do cửa ngõ Lombard được mở rộng. Sản lượng công nghiệp nội địa giảm do suy thoái 1993, vươn lên đạt mức tăng trưởng 14,5% trong cả năm 1994.

Hơn 70 tỷ DM được cấp qua cửa ngõ Lombard, bình quân mỗi tháng trong năm 1994 (bảng 13.5) tiếp tục thúc đẩy sự mở rộng sản xuất trong năm 1995. Phần vốn cấp cho chính quyền liên bang được sử dụng để xây dựng Đông Đức từ những năm 1990 đã phát huy hiệu quả. GNP thực của riêng Đông Đức tăng 5,5% trong năm 1995. Thất nghiệp trong cả nền kinh tế giảm đi hơn 1 triệu người (biểu đồ 13.7). Tuy xuất khẩu chỉ tăng xấp xỉ 4%, một nửa mức tăng của 1994, vốn Lombard cấp cho các khu công nghiệp sản xuất hướng về xuất khẩu trong năm 1994 và 1995 tiếp tục mở rộng tiềm năng sản xuất của bộ phận này. Tiêu dùng để mở rộng thiết bị sản xuất, máy móc, xây dựng trong khu vực xuất khẩu trong năm 1995 tăng cao hơn mức tăng của năm 1994: 2%<sup>1</sup>.

Tuy mức sản xuất của Tây Đức được đánh giá là có phần trì trệ hơn năm 1994, đầu tư vẫn tiếp tục được mở rộng từ nguồn vốn trung hạn của DBB qua cửa ngõ Lombard. 66,4 tỷ DM được cấp vào tháng 12 năm 1995 cho các xí nghiệp vừa và nhỏ để hiện đại hóa thiết bị sản xuất. Những cỗ gắng này cùng với sự bành trướng mạnh mẽ của đầu tư tư nhân vào các loại tài sản sinh lãi (Profitable assets) tiếp tục tăng trưởng 2,8% vào năm 1995 từ mức 2,3% vào năm 1994. Cho đến những tháng cuối năm 1995 (bảng 13.05), theo cách đánh giá của Rothschilds, với việc DBB tiếp tục cho vay vốn trung hạn và ngắn hạn cho các NHTG thông qua cửa ngõ Lombard, cung ứng tiền tệ - tín dụng chắc chắn gia tăng trong cả năm 1996 sẽ đẩy đồng DM sụt giá một ít so với năm 1995 và lạm phát có khả năng lên cao hơn chút.

Tuy nhiên xuất khẩu chắc chắn tăng nhanh và nền kinh tế Đức sẽ đạt mức tăng trưởng GNP thực tối thiểu trên 2% trong cả năm 1996.

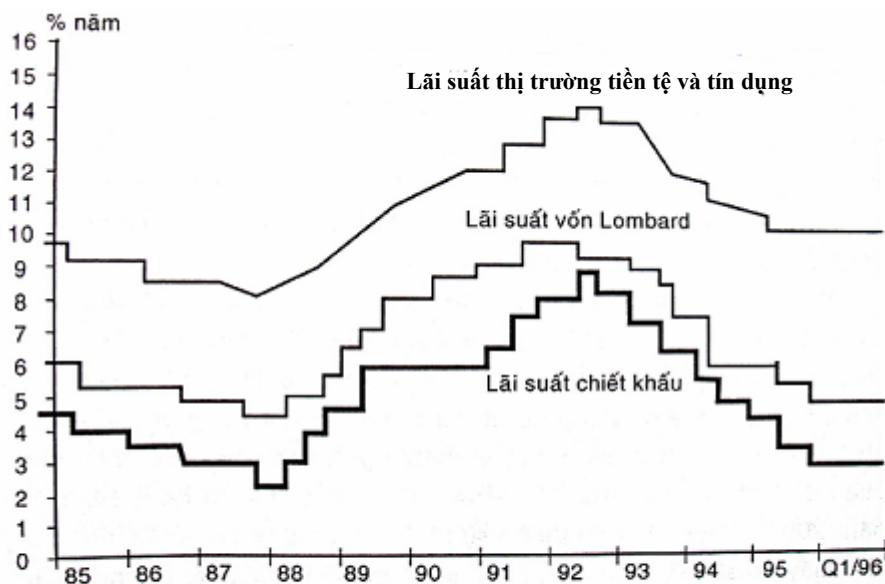
Điều quan trọng hơn hết là sự cải tổ và đổi mới thiết bị, công nghệ dựa vào sự dẽ dãi của tín dụng Lombard từ năm 1994 trong các xí nghiệp nhỏ và vừa, dứt khoát sẽ nói rộng đường giới hạn sản lượng tiềm năng của nền kinh tế Đức, trong khoảng thời gian ít nhất từ năm 1996 đến 2002<sup>2</sup>. Nếu điều đó thành sự thật, mà thực tế có nhiều khả năng cho thấy nó sẽ thành sự thật, phần lớn công lao xuất phát từ chính sách điều tiết tín dụng và cấp phát tín dụng định hướng qua cửa ngõ Lombard, mà DBB đã thực hiện từ những năm 1994-1995 một cách có chủ đích.

---

<sup>1</sup> DBB annual bank report April 1996, P18-20

<sup>2</sup> Rothschilds - Economic and market outlook, April 1996, P.35

**Biểu đồ 13.11: Sự hướng dẫn lãi suất thị trường tiền tệ và tín dụng của lãi suất vốn Lombard (1985 đến quý 1/1996)**



Nguồn: DBB annual report 1985 to April 1996, P.53, 63, 64, 95 and DBB monthly report April 1996, P.43

### 13.3.2.3. Điều tiết bằng nghiệp vụ thị trường mở

Để trực tiếp điều tiết khẩu độ và hàm lượng tiền tệ - tín dụng đã nắm sẵn trong tay nền kinh tế - không còn trong tay của hệ thống ngân hàng - DBB sử dụng nghiệp vụ thị trường mở. Theo khoản 21 Luật tổ chức Deutsche BundesBank, nó mua hoặc bán trên thị trường các loại chứng khoán và phiếu nợ sau đây: trái phiếu kho bạc các loại, cổ phiếu kho bạc các loại, trái phiếu của các chính quyền địa phương và một số chứng thư chiết khấu của kho bạc. Những điều khoản bổ sung vào ngày 31/3/1991 cho phép DBB có quyền can thiệp từng ngày vào thị trường mở. Về nguyên tắc, tất cả các loại trái phiếu trong danh mục Lombard là đối tượng của nghiệp vụ thị trường mở của DBB nhằm tác động đến việc thu hẹp hay mở rộng khả năng đi vay ở cửa ngõ Lombard và cho vay của các NHTG. Nghiệp vụ can thiệp cũng có 2 hình thức chính như của Hoa Kỳ, là can thiệp (mua-bán) thẳng (outright operations) hay can thiệp (mua-bán) với thỏa thuận sẽ bán hoặc mua lại (repurchase-agreement operations).

Điểm khác biệt trong mục tiêu sử dụng công cụ điều tiết này giữa DBB và Fed cũng như với các NHTW khác là: nghiệp vụ thị trường mở của các NHTW khác kể cả Fed nhằm vào 2 mục tiêu chính: (1) thắt chặt hoặc nới lỏng tiền mặt ngoài lưu thông và (2) thắt chặt hoặc nới lỏng dự trữ bắt buộc trong kho các NHTG. Cá hai đều tác động đến cơ sở tiền tệ. Mục tiêu thứ nhất là giảm hoặc tăng cung ứng tiền mặt. Mục tiêu thứ hai là giảm hoặc tăng tín dụng được cấp phát từ hệ thống NHTG. Kết quả cuối cùng là tổng cung tiền tệ thay đổi, lãi suất thay đổi, tỷ giá thay đổi, dẫn đến tổng cầu, đầu tư, thu nhập, sản lượng thay đổi.

Với DBB, ngoài những mục tiêu phổ biến trên, mục tiêu thứ ba, mục tiêu đi kèm theo nhưng vô cùng quan trọng là nghiệp vụ thị trường mở tác động đến lượng chứng khoán mà các NHTG đầu tư vào cuối mỗi kỳ. Gần như tất cả các NHTG đều sử dụng tiền mặt thừa vào cuối mỗi thời điểm quyết toán để đầu tư vào những loại chứng khoán tiện lợi nhất. Cho nên chứng khoán là một loại vốn của các NHTG ở Đức. Và như chúng ta đã nghiên cứu ở phần trên, chứng khoán này cũng lại là một dạng ký quỹ cho DBB khi các NHTG muốn vay tại cửa ngõ Lombard. Vì thế, sự tăng giảm khối lượng chứng khoán trong tài khoản có của các NHTG liên đới đến sự tăng giảm khả năng đi vay vốn Lombard. Kết quả là khi DBB điều tiết bằng nghiệp vụ thị trường mở, nó đồng thời hỗ trợ cho việc thắt chặt hay nới rộng vốn cấp từ

cửa ngõ này. Vì lý do đó, nghiệp vụ thị trường mở ảnh hưởng rộng rãi đến điều kiện tín dụng trong toàn nền kinh tế.

Cả năm 1980, bình quân mỗi tháng, DBB mua 4,3 tỷ DM trên thị trường trái phiếu kho bạc, trên toàn thị trường trái phiếu nói chung, lượng bán ra và mua vào không chênh lệch nhau. Đến năm 1981, DBB mua vào 0,1 tỷ DM trái phiếu kho bạc mỗi tháng (bảng 13,5) và tiếp tục giữ mức cân bằng mua và bán trên thị trường trái phiếu nói chung. Trong 2 năm nói trên, gần như nó chống lạm phát bằng lãi suất chiết khấu, Lombard Loans và các công cụ điều tiết khác mà chưa vận dụng đến nghiệp vụ thị trường mở, với mục đích dễ hiểu là nhằm ổn định thị trường đầu tư chứng khoán trong những năm suy thoái, để làm điểm tựa kích thích đầu tư cả nước trong những năm tiếp theo. Những nghiệp vụ mua hoặc bán quá chênh lệch nhau trong hoàn cảnh của lạm phát và suy thoái cùng lúc như những năm 1981, 1982 rất dễ đẩy thị trường chứng khoán lên cơn sốt và khó tránh được khủng hoảng. Do vậy, nghiệp vụ điều tiết trên thị trường mở chưa được phát huy tác dụng, mặc dù lượng chứng khoán kho bạc được mua vào có giảm đi để góp phần thắt chặt cơ sở tiền tệ.

**Bảng 13.6: Nghiệp vụ thị trường mở đối với trái phiếu kho bạc từ 1980 đến tháng 2/1996**

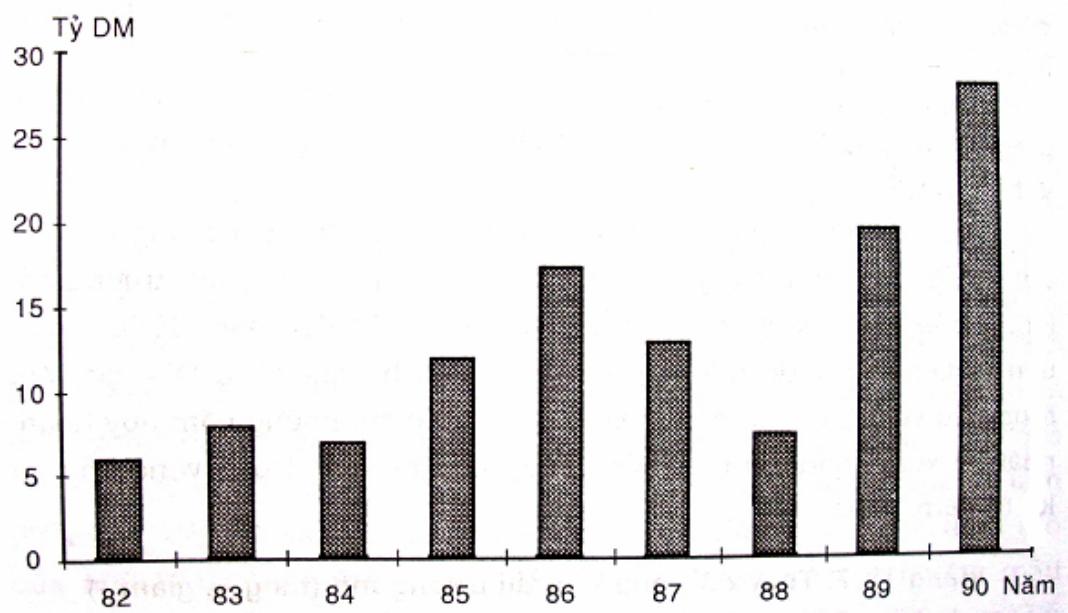
Loại chứng khoán	Năm	(bán: - ; mua: + ; đvt: tỷ DM)								
		1980	81	82	83	84	85	86	87	88
Trái phiếu kho bạc ngắn hạn	00	00	-	-	-	-0.7	+0.7	-0,4	+0,4	
Trái phiếu kho bạc dài hạn	+1,3	00	+1,8	+2,4	-3,5	-0,3	+1,1	-0,7	+0,5	
Chứng thư nợ	+3,1	-0,1	-0,3	00	-0,4	+0,4	+0,3	-0,3	00	
Trái phiếu tiết kiệm	-0,1	+0,2	+1,3	-1,5	00	+1,2	+0,4	-1,6	00	

Loại chứng khoán	Năm									
		89	90	91	92	93	94	95	2/96	
Trái phiếu kho bạc ngắn hạn	00	00	-0,3	-0,2	+0,4	00	-	-	-	
Trái phiếu kho bạc dài hạn	-0,5	+0,1	+0,6	+1,5	-1,3	-1,4	-1,9	-0,5		
Chứng thư nợ	+0,1	-0,5	+1,0	+1,8	-25,2	+13,3	+11,5	+0,1		
Trái phiếu tiết kiệm	-0,1	+0,8	+0,9	-1,7	+3,2	-3,2	00	00		

Nguồn: DBB monthly report 1996, P.8 - 13

Năm 1982, hơn 5 tỷ DM được phát ra dưới hình thức cổ phiếu để thắt chặt thêm cơ sở tiền tệ. Đến năm 1983 (biểu đồ 13.12), lượng cổ phiếu do DBB bán ra sau khi trừ mua vào lên đến 7 tỷ DM. Năm 1984, hơn 6 tỷ DM dưới hình thức cổ phiếu được bán ra cùng với 3,9 tỷ DM trên thị trường trái phiếu kho bạc. Nghiệp vụ này thúc  $M_3$  tăng vọt lên 4,5% trong khi cung ứng  $M_1$  giảm xuống chỉ còn 2,1% bằng một nửa tốc độ cung ứng được dự kiến. Chính điều này đã góp phần làm giảm lạm phát từ 3,3% trong năm 1983 xuống còn 2,4% trong cả năm 1995.

**Biểu đồ 13.12: Lượng cổ phiếu được DBB bán ra trên thị trường cổ phiếu**



Năm 1985 và 1986 tiếp tục chứng kiến nghiệp vụ thị trường mở thắt chặt cung ứng tiền. Bảng 13.7 cho biết thay đổi tịnh về cung ứng tiền thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Tổng lượng chứng khoán được bán ra sau khi trừ đi tổng lượng chứng khoán được mua vào cho biết thay đổi tịnh về lượng tiền được rút về (+) hoặc tung ta (-). Hơn 40 tỷ DM được rút về trong 1986. Lạm phát giảm xuống đến -0,1% trong năm, cũng như sự lên giá của đồng DM trên thị trường tiền tệ thế giới đến từ nguyên nhân thắt chặt cơ sở tiền tệ này. Trong chính sách bảo vệ giá trị đồng DM và ổn định giá cả, công cụ thị trường mở nhằm vào cơ sở tiền tệ. Hội đồng NHTW của DBB quan niệm rằng sự bành trướng cung ứng tiền  $M_3$  và phiếu nợ trong hoàn cảnh của nước Đức với mức tiết kiệm còn thấp sẽ kích thích nhân dân đầu tư vào chứng khoán. Hệ thống ngân hàng nhờ đó sẽ huy động được tích lũy và cung ứng cho sản xuất. Ngược lại, nếu mở rộng cung ứng  $M_1$  quá mức, điều đó chỉ đưa đến việc kích thích tiêu dùng, phá giá đồng tiền nội địa và đẩy lạm phát lên cao hơn.

Xuất phát từ cách nghĩ trên, DBB chỉ tung cơ sở tiền tệ ra để mua chứng khoán khi và chỉ khi nó quan niệm rằng phá giá một ít đồng tiền hay kích thích tổng cầu lên nhanh hơn là cần thiết. Cho nên, năm 1986, lạm phát được đẩy xuống dưới 0, và năm 1987, chỉ tăng với mức 0,2%. Tình hình đó làm DBB ý thức rằng cần phải giữ tổng cầu ở một tỷ lệ tăng cần thiết để kích thích sản xuất. Nếu tổng cầu thấp kéo dài trong những khoảng thời gian quá lâu sẽ giết chết những ngành công nghiệp phục vụ tiêu dùng nội địa. Năm 1987, nó bắt đầu giảm lượng tiền thu về chỉ còn 5,4 tỷ DM thông qua thị trường mở. Đến năm 1988, nghiệp vụ mua đã vượt nghiệp vụ bán để đẩy cơ sở tiền tệ tăng thêm 62,5 tỷ DM vào nền kinh tế (bảng 13.7). Tổng cầu ngay tức khắc vọt lên 3,6%.

Năm 1989 và 1990, cơ sở tiền tệ được tiếp tục cung ứng để hãm bớt sự lên giá của đồng DM, đồng thời cũng cố sự bành trướng sản lượng của các ngành xuất khẩu. Từ năm 1987 đến năm 1990, cơ sở tiền tệ liên tục được nói lỏng đã góp phần hạ giá đồng DM, giá tăng tổng cầu với hệ quả là nền kinh tế Đức đạt được những năm huy hoàng nhất về xuất khẩu với mức sản lượng tăng ổn định trong vòng 16 năm kể từ năm 1980.

**Bảng 13.7: Thay đổi ròng trên thị trường mở (tăng +, giảm -)  
theo khối lượng tịnh vào cuối mỗi thời điểm  
(Tỷ DM)**

Thay đổi	Năm	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Trái phiếu		+41,5	+9,9	-51,5	-17,6	-4,7	+46,2
Cổ phiếu		-0,8	-4,5	-10,9	+9,1	-24,6	-18,9
Tổng cộng thay đổi		+40,7	+5,4	-62,4	-8,5	-29,3	+27,3

Thay đổi	Năm	1992	1993	1994	1995	2/96
Trái phiếu		+113,2	+197,9	-6,3	+58,5	+25,4
Cổ phiếu		-23,4	-11,3	-24,8	-21,5	-3,7
Tổng cộng thay đổi		+89,8	+186,6	-31,1	+37,0	+21,7

*Nguồn: DBB monthly report April 1996, P.48*

Tổng cầu được siết lại từ cuối năm 1990 đến năm 1991 khi nghiệp vụ thị trường mở rút về hơn 46 tỷ DM thông qua việc bán trái phiếu. Cả năm 1991, tổng cộng lượng DM được thu về lên đến 29,3 tỷ DM. Cung ứng tiền M<sub>3</sub> tăng lên, M<sub>1</sub> giảm đi trong cố gắng ổn định lạm phát từ cơn sốt giá dầu do khủng hoảng vùng Vịnh và tiếp tục duy trì tỷ lệ đầu tư trong nền kinh tế. Sự giảm của M<sub>1</sub> nhanh chóng được chuyển hóa thành sự giảm của tổng cầu từ 6,1% xuống còn 3% trong năm 1992. Chứng khoán bán ra tiếp tục thắt chặt tiền M<sub>1</sub> trong 2 năm tiếp theo 1992, 1993 để phục vụ cho mục đích giảm hòn nửa tổng cầu và nâng giá đồng DM trở lại trước khi gia nhập vào Masstricht. 89,9 tỷ DM đã được thu hồi trên thị trường mở vào năm 1992. Năm 1993, con số đó tiếp tục là 186,6 tỷ DM (bảng 13.7).

Tổng cầu từ mức tăng 3% năm 1992 rót xuống -1,2% trong năm 1993, lại bắt đầu làm lo ngại DBB. Tháng 4/1994, 6,3 tỷ DM trái phiếu được mua vào để tung cơ sở tiền tệ ra thị trường. Cho đến tháng 12, DBB đã đưa vào nền kinh tế cả thấy 31,1 tỷ DM nhằm kích thích tổng cầu guyễn dậy. Đầu năm 1995, quá trình đó vẫn được tiếp tục với 21,5 tỷ DM cổ phiếu được mua vào. Tuy nhiên, đến tháng 8, nó lại bán ra một lượng lớn trái phiếu kết hợp với một số khác của kho bạc. Kết quả là đến cuối 1995, 37,0 tỷ DM đã được thu về, tổng cung M<sub>3</sub> vọt lên trên 9% trong khi M<sub>1</sub> dao động trong khoảng 2%. Bức tranh kinh tế vĩ mô của nước Đức trong năm 1995 không hẳn hoàn toàn là những màu sáng. 3,7 triệu người thất nghiệp trong năm 1994 (Tây Đức hơn 2,5 triệu, chiếm 7,9% lực lượng lao động, Đông Đức cũ hơn 1,1 triệu chiếm 13,3% lực lượng lao động) tuy đã giảm còn 3,2 triệu người trong năm 1995, nhưng thất nghiệp vẫn còn là điều bất ổn lớn trong nền kinh tế.

Quá trình phát hành chứng khoán mới trên thị trường mở kéo dài qua các năm 1985-1987, 1991-1993 và 1995 nhằm điều tiết cung ứng M<sub>1</sub> để góp phần nâng giá đồng DM đã làm cho hy vọng đưa tỷ lệ lạm phát hàng năm xuống dưới mức 2,5% trong các năm tài chính 1994, 1995 và 1996, trở thành sự thật. Tuy nhiên, số lượng lớn chứng khoán ra lưu thông, đặc biệt là trái phiếu các loại của nhà nước đã làm bành trướng M<sub>3</sub> quá với mục tiêu đã định và nhất là gia tăng nợ nhà nước. Năm 1980, nợ của chính phủ liên bang vì tổng trái phiếu đã phát hành cộng với các dịch vụ nợ khác là 461 tỷ DM. Năm 1987, nghĩa là 7 năm sau, con số đó lên gần gấp đôi với 848,8 tỷ DM<sup>1</sup>. Đến năm 1995, tổng cộng nợ nhà nước đã lên tới 2500 tỷ DM<sup>2</sup>. Nhu cầu xuất khẩu tăng vọt, nhưng tổng cầu nội địa có phần giảm sút vì cung ứng tiền M<sub>1</sub> giảm quá lâu và điều này vẫn tiếp tục đe dọa tiềm năng phát triển của các ngành công nghiệp phục vụ thị trường nội địa của nền kinh tế Đức trong một số năm tới.

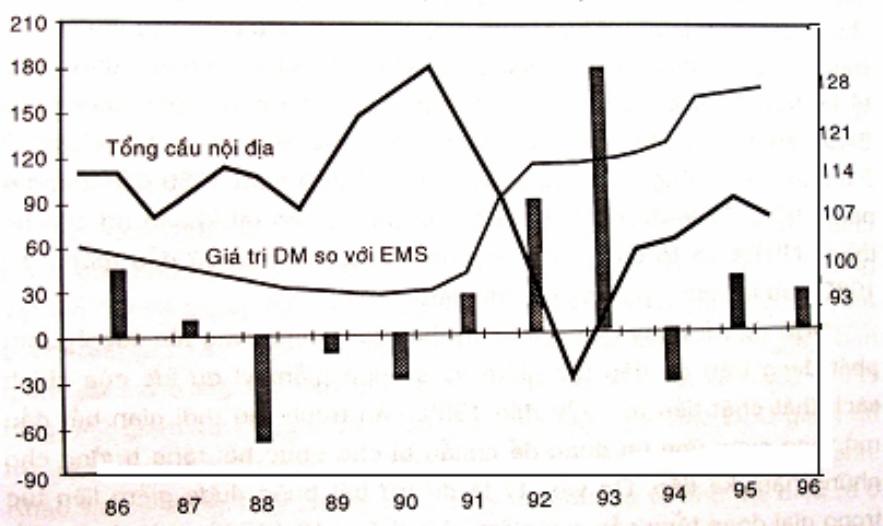
<sup>1</sup> Nguyễn Công Nghiệp (chủ biên) - Công nghệ Ngân hàng và thị trường tiền tệ - Nxb Thông kê, Hà Nội 1993, trang 42

<sup>2</sup> DBB annual report 1995, P.47, and Monthly report April 1996, P.48. and Table XIII.03

Đã có sự điều chỉnh bằng vài công cụ điều tiết bổ sung nhằm vực dậy tiềm năng của khu vực công nghiệp nội địa trở lại mức tăng trưởng của những năm 1988-1990. Vốn Lombard ngắn hạn và trung hạn được gia tăng cấp cho các khu vực công nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng, công nghiệp nhẹ, công nghiệp chế biến với mục tiêu là các xí nghiệp nhỏ và vừa trong năm 1995, mà chúng ta đã nghiên cứu ở phần trên là một điển hình. Người ta tin rằng, năm 1996 sẽ là năm nước Đức lấy lại phong độ cũ của năm 1994, và nó có thể cao hơn phong độ 1988-1990 với những biện pháp điều chỉnh này. Hơn nữa, sự gia tăng đầu tư vào phiếu nợ trên thị trường mở của nhân dân Đức tuy làm giảm tổng cầu tiêu dùng, nhưng cũng phản ánh một điều tích cực là chỉ số đầu tư tổng hợp gia tăng hơn các năm trước. Và điều này làm chắc chắn thêm khả năng tăng trưởng nhanh của Cộng hòa liên bang Đức trong tương lai so với các nước khác trong EC.

Biểu đồ 13.13 phản ánh mối liên hệ khá chặt chẽ giữa nghiệp vụ thị trường mở với cơ sở tiền tệ, tổng cầu và tỷ giá hối đoái. Mỗi khi DBB sử dụng nghiệp vụ bán nhiều hơn mua, cơ sở tiền tệ được thắt chặt, vì chứng khoán được tuôn ra thị trường nhiều hơn để thay thế tiền. Đó là các năm 1986, 1987, 1991, 1993, 1995 và quý 1/1996. Tổng cầu nội địa giảm rất nhanh trong những thời gian nói trên. Nhưng ngược lại, giá trị của đồng DM trên thị trường ngoại tệ được nâng cao lên và giảm đi. Vào những năm 1988, 1989, 1990, 1994, DBB mua nhiều hơn bán trong thị trường mở. Cơ sở tiền tệ được tuôn ra để thu chứng khoán về, M<sub>1</sub> tăng và M<sub>3</sub> giảm. Trong những năm nói trên, tổng cầu vọt lên nhanh, kích thích sản xuất gia tăng, mở rộng thị trường, đã làm cho tăng và giá trị thực của DM giảm đi. Trong những năm mà tổng cầu bị thắt chặt, giá cả trở nên ổn định, lạm phát thấp nhưng sản xuất kém phát triển và thất nghiệp gia tăng. Điều ngược lại là vào những năm tổng cầu được kích thích để tăng nhanh, giá cả cũng tăng nhanh hơn, nhưng đồng DM xuống giá thúc đẩy xuất khẩu bành trướng, công nghiệp nội địa gia tăng sản lượng được mở rộng và thất nghiệp giảm đi nhiều. Nền kinh tế đi gần hơn đến toàn dụng. Đó là vai trò điều tiết vĩ mô của công cụ nghiệp vụ thị trường mở (Open Market Operations).

**Biểu đồ 13.13: Tác động của nghiệp vụ thị trường mở đến tổng cầu và giá trị DM (1986 – 1996)**



#### 13.3.2.4. Điều tiết bằng công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc

Thực hiện theo tinh thần Luật Deutsche BundesBank ngày 26 tháng 7 năm 1957 (thuộc luật Liên Bang Gazette 1, trang 475), tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại Đức bao gồm cả yêu cầu dự trữ bắt buộc tối thiểu cho tiền gửi (trong các NHTG và tất cả các tổ chức tín dụng) và cả yêu cầu dự trữ bắt buộc tối thiểu cho các loại tài sản thường kỳ khác như trái phiếu, chứng khoán nói chung và vốn vay từ DBB hoặc từ nước ngoài.

Điều 4 luật nói trên quy định dự trữ bắt buộc của tất cả các NHTG và những tổ chức tài chính khác trong và ngoài nước được tập trung vào tài khoản của DBB. Điều 9 cho phép

DBB quyền theo dõi dự trữ bắt buộc của các NHTG mỗi tuần, và hàng tháng trong ngày 15 đến ngày 20, các NHTG phải làm báo cáo về tình hình dự trữ bắt buộc của đơn vị mình lên chi nhánh của DBB mà mình có tài khoản. Trong trường hợp một NHTG nào đó bị phát hiện là thiếu dự trữ bắt buộc, nó phải lập tức vay của DBB ở cửa sổ chiết khấu để bù ngay vào khoản thiếu hụt theo quy định với mức lãi suất phạt (Penalty rate) cao hơn mức lãi suất của vốn vay Lombard đến 3% và điều này được thực hiện từ ngày 1 tháng 1 năm 1951 cho đến hiện nay. Với cách quản lý khắc nghiệt như thế, DBB chi phối một cách sâu đậm thura số tiền tệ của các NHTG thông qua điều tiết tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

Giai đoạn 1979-1980 chống lạm phát sau cơn sốc giá dầu lần thứ 2 trên thế giới, DBB giống như Fed, đưa tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên mức cao hiếm thấy để siết chặt cung ứng tiền. Bảng 13.8 cho thấy rằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi không kỳ hạn nằm trong khoảng từ 8,45 đến 13,45%, tiền gửi có kỳ hạn từ 6 đến 9,45% và tiết kiệm từ 5,6% đến 6%. Những mức cao nhất kể từ tháng 5 năm 1980 đến tháng 4 năm 1996. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tất cả các tài khoản nợ của hệ thống NHTG và tổ chức tài chính đồng loạt được hạ từ đầu tháng 9/1980, sau khi sức ép lạm phát đã giảm.

DBB đã rất nhạy bén khi nhận thức rằng ngay vào lúc sức ép lạm phát đang trên đà tiếp tục giảm và sẽ còn giảm vì dư lực của chính sách thắt chặt tiền từ 1979 đến 1980, cần tranh thủ thời gian bắt đầu mở rộng cung ứng tín dụng để chuẩn bị cho phục hồi tăng trưởng cho những năm kế tiếp. Do vậy, tỷ lệ dự trữ bắt buộc được giảm liên tục trong giai đoạn tổng cầu suy giảm, đến tháng 10/1992, tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi không kỳ hạn đã giảm xuống 24% (từ mức 8,45% xuống 6,4%). Tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm giảm như nhau với 25% (từ mức 6 và 5,6 xuống 4,5 và 4,2%).

Điểm đặc biệt thứ nhất mà chúng ta có thể rút ra trong chính sách điều tiết bằng công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc của DBB là từ năm 1980 đến năm 1982, nó thay đổi 4 lần tỷ lệ dự trữ, nhưng cộng cả 4 lần tỷ lệ dự trữ đã được hạ như nhau trên tất cả các tài sản nợ của NHTG với mức xấp xỉ 25%. Đây là chính sách của cái gọi là mở rộng cung ứng tiền đồng loạt. Vì khi mọi loại tài sản nợ đều được giảm như nhau, thura số tiền tệ của  $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  gần như tăng với nhịp độ tương đương. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc được giữ ổn định từ tháng 10/1982 cho đến 14/5/1986. Tuy nhiên cuối tháng 5/1986, DBB nhận thấy có nhiều dấu hiệu cho biết các NHTG đã thu hẹp đầu tư trung hạn mà đổ xô vào mua chứng khoán ngắn hạn và tổng cầu lại có khuynh hướng vọt lên theo. Ngày 15 tháng 5, nó quyết định nâng cao đồng loạt tất cả các tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên 10% từ mức cũ và giữ vị trí đó cho đến hết tháng giêng 1987 (Bảng 13.8).

Trong chương trình mở rộng tín dụng để kích thích kinh tế phục hồi mức tăng trưởng trước biến động giá dầu 5 năm (1987-1992), DBB quyết định sử dụng  $M_2$  và  $M_3$  là phương tiện thúc đẩy đầu tư, trong khi tiếp tục giữ  $M_1$  ở mức tăng thấp nhằm ổn định tổng cầu và giá cả. Trong lúc vẫn giữ tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi không kỳ hạn cho đến hết tháng 2/1993 để kiểm soát  $M_1$ , DBB bắt đầu hạ dự trữ bình quân trên tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm. Bảng 13.8 cho thấy rằng vào tháng 10/1983, tỷ lệ dự trữ bắt buộc bình quân trên tiền gửi có kỳ hạn là 5,88%; tiết kiệm là 4,35%. Sau khi tăng một ít vào tháng 2/1987, tỷ lệ ấy cuối cùng giảm chỉ còn 4,95 và 4,15%.

Từ năm 1980 đến 1987, tổng dự trữ của các NHTG tăng nhanh trong giai đoạn 1980-1983. Giảm trong 2 năm 1984-1985 và tăng nhanh vọt lên 7,73% trong năm 1986 khi DBB nhất loạt nâng tỷ lệ dự trữ bắt buộc (bảng 13.9). Giữa 2 năm 1984-1985, tiền gửi không kỳ hạn giảm dự trữ trong khi tiền gửi có kỳ hạn tăng dự trữ. Kết quả là  $M_1$  tăng,  $M_2$  giảm và trong năm 1986 (năm kế tiếp của việc DBB giảm dự trữ trên tiền gửi không kỳ hạn nhằm tăng  $M_1$ ), tổng cầu tăng rất nhanh. Khảo sát cả bảng 13.9, chúng ta sẽ thấy điều tương tự như thế diễn ra ở tất cả các năm còn lại. Có 2 đặc điểm rất điển hình phản ánh chính sách điều tiết của DBB qua bảng 13.9 này.

Thứ nhất, trong những khoảng thời gian dự trữ bắt buộc đưa lên trong tiền gửi không kỳ hạn (giai đoạn 1981-1983, 1984-1985, 1986-1987), thì hầu như trong những giai đoạn ấy dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có kỳ hạn giảm. Nghĩa là, khi DBB điều tiết tỷ lệ dự trữ bắt buộc để giảm cung ứng  $M_1$ , nó đồng thời điều tiết cung ứng  $M_2$ . Tương tự như vậy, trong

### **Chương 13 - Chính sách tiền tệ và vai trò điều tiết kinh tế của NHTW**

những giai đoạn như 1980-1981, 1983-1984, khi mà dự trữ bắt buộc của tiền gửi không kỳ hạn được giảm để làm tăng cung ứng tiền  $M_1$ , vào những lúc đó, dự trữ bắt buộc của tiền gửi có kỳ hạn tăng rất nhanh để giảm cung ứng tiền  $M_2$ .

Thứ hai, khi đổi chiều những biến động trên với bảng 13.3, điều rất thú vị diễn ra là khi cung ứng tiền  $M_1$  tăng,  $M_2$  giảm, chỉ trong vòng 6 tháng đến 1 năm sau đó, tổng cầu vọt lên rất nhanh và tỷ lệ tăng của đầu tư trong nền kinh tế giảm đi. Với sự tăng của tổng cầu, giá cả cũng tăng theo, nhưng các doanh nghiệp được kích thích vì giá tăng đã mở rộng sản lượng trên đầu tư cũ, do vậy GNP tăng nhanh và thất nghiệp trong nền kinh tế Đức giảm đi. Quá trình này diễn ra một cách chắc chắn trong thời kỳ ngắn hạn từ 3 năm trở lại. Với những khoảng thời gian lâu hơn quá trình trên sẽ đưa đến việc giảm sút sản lượng vì tỷ lệ đầu tư thấp kéo dài sẽ hạ thấp sản lượng tiềm năng, và nhất là giá cả sẽ leo thang nhanh hơn.

**Bảng 13.8: Tỷ lệ dự trữ bắt buộc do DBB quy định cho các ngân hàng thương mại và tổ chức tài chính trong và ngoài nước kể từ 1/5/1980 đến 1/4/1996**

(Đơn vị: % trên tài sản nợ)

Loại tiền gửi hoặc vốn vay Thời gian áp dụng của tỷ lệ DTBB	Tiền gửi hoặc vay vốn của các NHTG và tổ chức tài chính trong nước									Ngoài nước		
	Không kỳ hạn			Có kỳ hạn			Tiết kiệm					
	Dưới 10tr DM	Từ 10 đến 100tr DM	Trên 100tr DM	Dưới 10tr DM	Từ 10 đến 100tr DM	Trên 100tr DM	Dưới 10tr DM	Từ 10 đến 100tr DM	Trên 100tr DM	Không kỳ hạn	Có kỳ hạn	Tiết kiệm
Ngày 1/5/1980	8,45	11,45	13,45	6,0	8,0	9,45	5,6	5,8	6,0	13,45	9,45	6,00
Ngày 1/9/1980	7,65	10,30	12,10	5,4	7,2	8,50	5,0	5,2	5,4	12,10	8,50	5,40
Ngày 1/2/1981	7,1	9,60	11,25	5,0	6,7	7,95	4,65	4,85	5,0	11,25	7,95	5,00
Ngày 1/10/1982	6,4	8,65	10,15	4,5	6,0	7,15	4,20	4,35	4,5	10,15	7,15	4,50
Ngày 15/5/1986	6,0	9,0	11,00		4,5			3,75		11,00	4,50	3,75
Ngày 1/2/1987	6,6	9,9	12,10		4,95			4,15		12,10	4,95	4,15
Ngày 1/3/1993	6,6	9,9	12,10		2,0			2,0		12,10	2,00	2,00
Ngày 1/3/1994		5,0			2,0			2,0		5,00	2,00	2,00
Ngày 1/8/1995		2,0			2,0			1,5		2,00	2,00	1,50
Ngày 1/4/1996		2,0			2,0			1,5		2,00	2,00	1,50

Nguồn: DBB annual report 1990, P.110 and Monthly report April 1996, P.41

Ngược lại, vào những khi mà DBB điều tiết tỷ lệ dự trữ bắt buộc để giảm  $M_1$  và tăng  $M_2$ , tổng cầu giảm ngay trong vòng 1 năm sau đó với giá cả hàng tiêu dùng bình quân hạ theo và đầu tư tăng lên. Nền kinh tế Đức trong thời kỳ ngắn hạn giảm sút về sản lượng và thất nghiệp tăng vì tổng cầu giảm như các năm 1981, 1982, 1985, 1987. Tuy nhiên, điều gặt hái được là lạm phát thấp và về mặt lâu dài, nguồn đầu tư bổ sung sẽ mở rộng sản lượng tiềm năng và bành trướng GNP trong những năm sau đó. Toàn bộ chính sách điều tiết kinh tế vĩ mô của DBB thông qua công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc là sự dao động giữa 2 cực này.

**Bảng 13.9: Dự trữ bắt buộc trong hệ thống NHTG qua các năm từ 1980 đến 1987**

Năm Chi số	1980	81	82	83	84	85	86	87
1. Tổng DTBB (tỷ DM)	732.8	768.7	821.0	873.2	921.5	966.0	1047.7	1105.7
% tăng so với năm cũ	4.0	4.9	6.8	6.36	5.53	4.83	7.73	6.25
2. DTBB trên tiền gửi KKH (tỷ DM)	180.6	175.8	187.4	203.1	209.7	222.6	242.7	265.7
% tăng so với năm cũ	5.43	-2.66	6.6	8.38	3.25	6.15	9.03	9.48
3. DTBB trên tiền gửi CKH (tỷ DM)	186.6	235.4	243.5	236.8	255.4	255.8	268.3	276.6

% tăng so với năm cũ	14.55	26.15	3.44	-2.75	7.85	0.16	4.89	3.09
4. DTBB trên tiền gửi TK (tỷ DM)	365.6	361.0	390.1	433.2	456.4	487.5	529.7	563.3
% tăng so với năm cũ	-1.27	-1.26	8.06	11.05	7.43	6.81	8.66	6.34

Nguồn: DBB monthly report April 1996, P.41

Từ tháng 2/1987 đến hết tháng 2/1994, tỷ lệ dự trữ bắt buộc quy định trên tiền gửi không kỳ hạn gần như không thay đổi. Bảng 13.9 tiếp theo cho thấy rằng dự trữ bắt buộc của loại ký thác này dao động trong khoảng tăng từ 2% đến hơn 7% mỗi năm trong các năm 1988, 1989 và 1993 - 1996. Riêng 3 năm 1990, 1991 và 1992, dự trữ đột nhiên vọt lên mức 24,01; 11,53 và 18,87% một phần do sự bành trướng của cơ sở tiền tệ trong giai đoạn tăng trưởng nhanh, một phần là do lãi suất Lombard được nâng cao đã kéo theo sự gia tăng lãi suất trong tiền gửi tài khoản séc. Hai điều này đã góp phần tăng mạnh mẽ cung ứng M<sub>1</sub> và nền kinh tế Đức tiếp tục tăng trưởng nhanh trong các năm nói trên.

Tháng 12 năm 1992, đứng trước sự giảm sút đầu tư so với giai đoạn 1988 -1991 trong các khu vực xí nghiệp sản xuất cho tiêu dùng và xây dựng nội địa, Hội đồng NHTW của DBB quyết định nói lỏng M<sub>2</sub> và M<sub>3</sub>. Ngày 1/3/1993, tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm lần lượt là 4,95% và 4,15% đều nhất loạt được giảm xuống còn 2% (bảng 13.8). Ngay trong năm ấy, dự trữ bắt buộc giảm từ mức tăng 15,54% vào năm 1992 xuống còn 7,97% cho tiền gửi có kỳ hạn và thậm chí đến năm 1994 nó giảm xuống -3,15% phản ánh sự liên tục mở rộng cung ứng M<sub>2</sub> trong nền kinh tế (bảng 13.9).

Đợt suy thoái lớn bao trùm nước Đức năm 1993 đã kêu gọi DBB phải vận động thêm nhiều công cụ để tiếp sức cho nền kinh tế mau bình phục. Cung ứng tiền M<sub>1</sub> lập tức được thúc đẩy mạnh hơn bằng nhiều nghiệp vụ và ngày 1/3/1994, hạ toàn bộ tỷ lệ dự trữ bắt buộc trên tiền gửi không kỳ hạn xuống cùng mức 5%. Cuối năm 1994, như bảng 13.9 cho biết, tổng dự trữ chỉ còn 2007,7 tỷ DM trong toàn bộ hệ thống NHTG với mức tăng chỉ 5,96% so với năm trước từ tác động của biến cố trên. Cho vay từ hệ thống NHTG vọt lên 8,6% từ mức 3,8% của năm 1993. Tổng cầu nội địa phục hồi và tăng một cách mau lẹ lên 1,7% từ mức 1,2% của năm 1993.

Hiệu quả của những động tác nói trên củng cố niềm tin cho các nhà làm chính sách của Cộng hòa liên Bang Đức, và tháng 8/1995 tỷ lệ dự trữ bắt buộc lại tiếp tục được giảm xuống 2% từ mức 5% cho tiền gửi không kỳ hạn và 1,5% (từ mức 2%) cho tiền gửi tiết kiệm. Dự trữ tiết kiệm giảm xuống mức 3,46% từ mức 12,55% vào đầu 1996 báo hiệu mở rộng của cung ứng M<sub>2</sub>. Cùng thời gian ấy, dự trữ bắt buộc của tiền gửi không kỳ hạn giảm từ mức tăng 7,34% trong năm 1994 xuống 6,74% trong năm 1995 và cuối cùng là 2,97% trong quý 1/1996. Có nghĩa M<sub>1</sub> cũng tiếp tục được DBB bành trướng nhằm kích thích cả tiêu dùng song song với kích thích đầu tư (bảng 13.9).

**Bảng 13.9 (tiếp theo): Dự trữ bắt buộc trong hệ thống NHTG qua các năm từ 1988 đến 1996**

Năm Chi số	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
1. Tổng DTBB (tỷ DM)	1148.4	1196.2	1434.8	1516.7	1734.6	1894.7	2007.7	2066.6	2123.5
% tăng so với năm cũ	3.86	4.16	19.95	5.71	14.37	9.23	5.96	2.93	2.75
2. DTBB trên tiền gửi KKH (tỷ DM)	282.0	287.4	356.4	397.5	472.5	55.6	542.7	579.3	596.5
% tăng so với năm cũ	6.13	1.91	24.01	11.53	18.87	7.01	7.34	6.74	2.97
3. DTBB trên	282.7	338.2	427.7	500.8	578.6	624.7	605.0	519.45	525.7

tiền gửi CKH (tỷ DM)									
% tăng so với năm cũ	2.21	19.63	26.46	17.09	15.54	7.97	-3.15	-14.14	1.20
4. DTBB trên tiền gửi TK (tỷ DM)	583.7	570.6	650.7	618.3	683.5	764.4	859.9	967.8	1001.3
% tăng so với năm cũ	3.62	-2.24	14.04	-4.98	10.55	11.84	12.49	12.55	3.46

Trong suốt 16 năm, dự trữ bắt buộc là còi hiệu cho sự tăng giảm của lượng tín dụng được cấp phát vào nền kinh tế nước Đức từ hệ thống NHTG. Mỗi quan hệ này được biểu diễn ở biểu đồ 13.14. Mỗi khi dự trữ bắt buộc được DBB đưa lên, trong vòng nửa năm sau đó, nguồn cho vay đến các đơn vị kinh doanh, tư nhân và chính quyền bắt đầu giảm. Điều tương tự là mỗi khi dự trữ bắt buộc bắt đầu hạ, tín dụng được cấp phát lập tức tăng lên. Khi thì tín dụng cấp cho khu vực công biến động trước, khi thì tín dụng cấp cho khu vực tư phản ứng nhạy hơn với sự thay đổi ngược chiều của lượng tín dụng được phép cho vay của các NHTG qua trung gian thừa số tiền tệ. Công cụ điều tiết tỷ lệ dự trữ bắt buộc giống như một chiếc hàn thử biếu đo lường giữa áp suất dự trữ bắt buộc và nhiệt độ tín dụng, phản ánh rõ nét thời gian và mức độ tăng giảm của tín dụng một cách chính xác mỗi khi dự trữ bắt buộc thay đổi. Bằng cách điều tiết dự trữ, DBB tác động trực tiếp đến khả năng và khối lượng tín dụng được cấp cho nền kinh tế và do vậy, gián tiếp điều tiết tổng cầu, giá cả lãi suất chiết khấu sản lượng và công ăn việc làm.

#### **13.3.2.5. Điều tiết bằng công cụ trực tiếp cung ứng cơ sở tiền.**

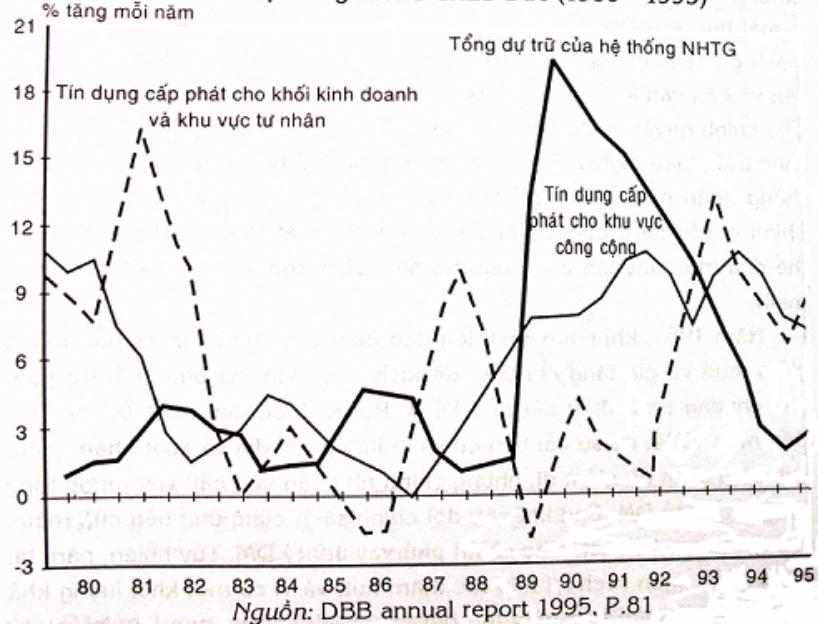
Cung ứng cơ sở tiền trong nghiệp vụ can thiệp vào tỷ giá và giải quyết khó khăn của ngân sách Liên bang khi thâm hụt là những thao tác rất thường xuyên của DBB trong giai đoạn này. Cùng với nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất chiết khấu, tín dụng Lombard và tỷ lệ dự trữ bắt buộc, nó tác động trực tiếp đến cung ứng tiền M và gián tiếp đến kinh tế vĩ mô.

Tài trợ cho sự thâm hụt của Liên bang là một cửa phát hành DM ra lưu thông của DBB. Ngân sách của chính quyền Liên bang như biểu đồ 13.15 cho biết, tăng liên tục từ giữa năm 1979 (với -2,1% GDP) cho đến giữa năm 1983 (với -4,5% GDP). Từ cuối năm 1983 đến cuối 1989, sự phát triển của nền kinh tế đã hỗ trợ nguồn thu cho kho bạc và mức thâm hụt giảm đến điểm thấp nhất trong giai đoạn 16 năm nay là -1,15% GDP. Đầu năm 1990, chi phí cho việc thống nhất nước Đức đã đẩy ngân sách chìm sâu vào thâm hụt một cách liên tục cho đến cuối 1993. Năm 1994, 1995 với sự phục hồi của nền kinh tế Đức sau năm đại suy thoái, thâm hụt ngân sách đã được cải thiện một ít nhưng vẫn lên xuồng chung quanh mức -4% GDP, với tổng khoản nợ 2050 tỷ DM.

Trong một quá trình nợ nần kéo dài liên tục như thế, vay mượn của chính quyền Liên bang dưới mọi hình thức, PSBR là điều không thể tránh được và tùy theo tình hình kinh tế, DBB phải điều tiết khối lượng cho vay này. Vì cho rằng cho vay quá nhiều tất nhiên sẽ dẫn đến sự tăng cung ứng tiền thông qua chi tiêu của chính phủ. Nhưng nếu cho vay quá ít hoặc không cho vay cũng sẽ đưa đến một hệ quả tác hại hơn vì nó nằm ngoài tầm kiểm soát của DBB, đó là chính phủ sẽ vay của dân bằng cách gia tăng lượng trái phiếu mới phát hành. Cung ứng tiền M<sub>3</sub> sẽ vọt lên và cán cân kinh tế vĩ mô sẽ mất cân bằng. Trong 2050 tỷ DM nợ của chính quyền nước Đức vào năm 1995 có 1084,5 tỷ là nợ dưới hình thức trái phiếu, nghĩa là vay tiền của dân, 808 tỷ DM là vay của các hệ thống ngân hàng và 112,5 tỷ DM là các loại nợ khác<sup>1</sup>, 53% nợ của chính quyền năm dưới dạng trái phiếu cho biết rằng, nó hoàn toàn có thể đưa mức này lên cao hơn nữa nếu DBB không cho vay từ vốn của mình.

<sup>1</sup> DBB annual report 1996, P.30

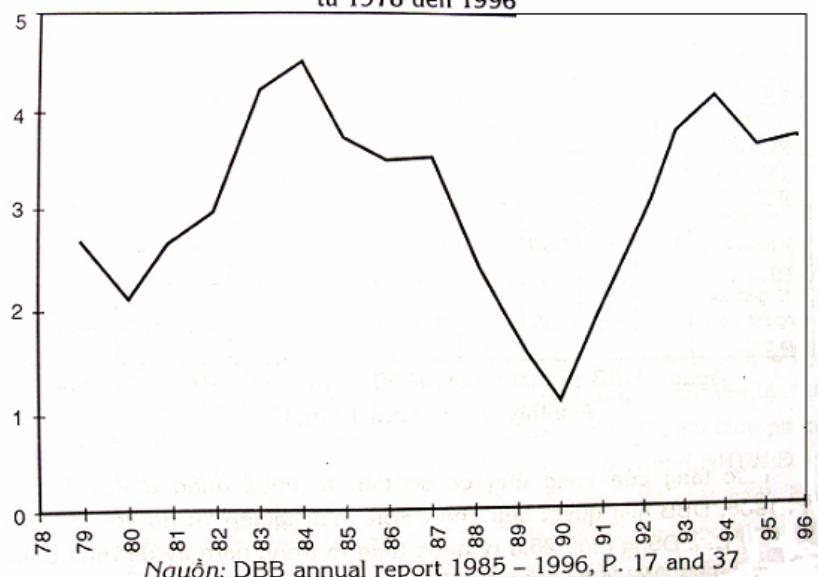
Biểu đồ 13.14: Dự trữ bắt buộc và lượng tín dụng được cấp cho nền kinh tế của hệ thống NHTG CHLB Đức (1980 – 1995)



Nguồn: DBB annual report 1995, P.81

Năm 1983, khi ngân sách lên đến đỉnh cao của sự thâm hụt do cắt giảm thuế và gia tăng chi tiêu, để kích thích kinh tế phục hồi trợ giúp cho chương trình điều tiết của DBB, PSBR được giảm bớt 0,3 tỷ DM. Đến năm 1984, do sự cải tiến của sản lượng nội địa và xuất khẩu, thâm hụt ngân sách đã giảm đi, nhưng chính phủ vẫn yêu cầu vay mượn tổng cộng là 3,2 tỷ DM. Sau khi cân đối chính sách cung ứng tiền của mình, vào giữa năm DBB chỉ cho chính phủ vay 1,9 tỷ DM. Tuy nhiên, năm tài khóa 1995 ngân sách lại tiếp tục thâm hụt và vì có một khối lượng khá lớn trái phiếu đến hạn phải thu hồi, chính phủ Liên bang lại xin vay từ DBB. Trên cơ sở của quá trình đang giảm đi của tổng cầu và giá cả hàng tiêu dùng, DBB quyết định tăng cung ứng  $M_1$  và 10,9 tỷ DM đã được chính phủ cho vay để chi tiêu.

Biểu đồ 13.15: Thâm hụt ngân sách của chính phủ Liên bang (%GDP) từ 1978 đến 1996



Nguồn: DBB annual report 1985 – 1996, P. 17 and 37

Đã từng có quá nhiều kinh nghiệm về mối quan hệ cực kỳ gần gũi giữa cung ứng cơ sở tiền tệ và lạm phát, DBB rất cẩn thận trong các nghiệp vụ với chính phủ. Năm 1986, chính phủ đã có kế hoạch vay từ giữa năm 1985. Tuy nhiên đến tháng 5/1986, chỉ sau khi đã nhận được đầy đủ dấu hiệu một cách chắc chắn rằng lạm phát đã giảm xuống rất thấp, Hội đồng NHTW mới quyết định tiếp tục tăng phát hành bằng cách cho chính phủ vay 17,3 tỷ DM. Khi

mùa đông tới, sự lên giá nhẹ của giá dầu thô đã làm cho DBB có một ít lo ngại và một số nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện để thu về một số lượng lớn cơ sở tiền tệ. Kết quả là DM trong lưu thông cả năm chỉ tăng từ 114,7 tỷ DM lên 123,7 tỷ DM hay 7,85% (bảng 13.10). Năm 1987 đến với kế hoạch 5 năm bành trướng xuất khẩu trong bối cảnh của tổng cầu và sản lượng đang có phần giảm, DBB quyết định tăng cung ứng M<sub>1</sub>. 14,9 tỷ DM đã được cấp cho chính phủ trong yêu cầu xin vay tháng 3/1987. Động tác này cùng một vài ảnh hưởng khác trên thị trường mở và thị trường ngoại hối, đã đẩy cơ sở tiền tệ vọt lên mức tăng 9,95% từ mức tăng 7,76% của năm 1986 (Bảng 13.10).

Mức tăng của cung ứng cơ sở tiền tệ chưa dừng ở đó. Tháng 10/ 1988, DBB giải quyết tiếp cho PSBR một nghiệp vụ nợ với tổng số 12,5 tỷ DM. Đồng thời, 26,8 tỷ được tung ra trong năm ấy để mua EMS nhằm hạ giá DM để hỗ trợ xuất khẩu trong khi chỉ có 16,3 tỷ được mua vào đã làm cơ sở tiền tệ vọt tiếp tục lên 13,9%. Bức tranh tăng trưởng huy hoàng của các ngành công nghiệp xuất khẩu nói riêng và sản lượng cả nền kinh tế nói chung, trong các năm thứ 3, 4, 5 của chương trình mở rộng kinh tế đã làm yên lòng các nhà hoạch định chính sách tiền tệ ở Hội đồng tối cao của DBB. Từ 1989 cho đến 1992, nghiệp vụ ứng tiền cho chính phủ lên tới số lượng gần 20 tỷ DM mỗi năm, nhất là vào các năm 1990 đến 1992 do chi tiêu lớn cho việc thống nhất đất nước. Từ năm suy thoái 1993 đến quý 1/1996, để kiểm soát và điều hòa cơ sở tiền tệ, lượng vay của chính phủ được DBB giới hạn trong khoảng 8,7 tỷ DM vào cuối mỗi năm (bảng 13.11).

Chính sách cho vay hạn chế này đã góp phần làm giảm vận tốc tăng của tiền mặt ngoài lưu thông từ những mức cao lịch sử 16,75% năm 1992 xuống còn 5,02% năm 1993; 5,11% và tiếp tục 5,02% trong 2 năm 1994, 1995. Thậm chí đến đầu quý 1/1996 cộng hưởng với chính sách can thiệp tỷ giá, DBB đã làm giảm cơ sở tiền tệ ngoài lưu thông xuống 8,77% (bảng 13.10).

**Bảng 13.10: Cơ sở tiền tệ được phát hành ra lưu thông  
trong các năm từ 1985 đến quý 1/1996**

(Tỷ Deutsche Mark)

Năm Chi số	1985	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	1/96
1. Tiền giấy ngoài lưu thông	105.4	113.9	125.6	143.9	150.5	166.9	181.3	213.3	224.3	236.1	248.3	25.3
2. Tiền đồng ngoài lưu thông	9.3	9.7	10.3	10.9	11.6	12.6	13.3	13.9	14.3	14.7	15.1	15.0
3. Tổng tiền mặt ngoài lưu thông	114.7	123.6	135.9	154.8	162.1	179.7	194.6	227.2	238.6	250.8	263.4	240.3
% tăng so với cùng thời diểm năm trước	-	7.76	9.95	13.9	4.72	10.86	8.29	16.75	5.02	5.11	5.02	-8.77

*Nguồn: DBB annual report 1990, P.142 and 1995, P.118  
and Monthly report April 1996, P.15*

Chúng ta có thể quan sát trong bảng 13.11 những khoản vay chủ yếu của chính phủ từ hệ thống ngân hàng trong nước. Dường nhiên để thỏa mãn tài chính, chính phủ Đức đã vay ở rất nhiều nơi khác ngoài hệ thống ngân hàng trong nước. Tuy nhiên, 1/3 các khoản vay là đến từ hệ thống ngân hàng. Trong các khoản vay từ hệ thống ngân hàng, phần vay của DBB chỉ chiếm khối lượng rất nhỏ. Nhưng điều quan trọng nhất ở đây là, những khoản vay từ DBB đều là những nghiệp vụ phát hành tiền mặt. Và vì cơ sở tiền tệ là thành phần chủ đạo của cung ứng tiền tổng hợp. Sự gia tăng thêm mỗi năm một lượng nhỏ cơ sở tiền tệ đã làm thay đổi các

điều kiện tín dụng và tổng cầu. Đó là lý do DBB đã thực sự cố định mức cho vay theo yêu cầu của chính phủ. Điều đó không ngoài mục đích nhằm ổn định mức tăng của cơ sở tiền tệ, tiến đến điều tiết được cung ứng tiền tổng hợp và nền kinh tế.

Khi nào, và mức độ nào trong việc can thiệp vào tỷ giá, cũng là bộ phận chính của công cụ điều tiết thông qua cung ứng cơ sở tiền tệ. Sự phát triển liên tục của xuất khẩu trong các năm gần đây tại Đức phần lớn là do sự can thiệp một cách khôn ngoan của Hội đồng NHTW Đức vào thị trường ngoại hối để nâng giá hoặc phá giá DM một cách kịp thời khi tình hình trở nên cần thiết. Chính sách điều tiết sản lượng nội địa và xuất khẩu thông qua điều tiết tỷ giá bằng việc can thiệp trực tiếp (Intervention), là những mảng lớn trong chính sách tiền tệ và điều tiết kinh tế nói chung của 2 chàng không lồ: Fed và DBB.

**Bảng 13.11: Các nguồn vay và khối lượng vay của chính quyền từ liên bang đến các địa phương (1988 - 1995)**

(Tỷ DM)

Năm Nguồn vay của chính phủ	1988	89	90	91	92	93	94	95	1/96
Vay từ hệ thống NHTG và tổ chức tín dụng nói chung	419.3	461.7	474.4	577.1	638.5	578.3	646.8	718.3	-
Trong đó vay từ Deutsche Bundesbank	12.5	9.7	9.4	8.8	13.2	8.7	8.7	8.7	8.7

Nguồn: DBB monthly report 1993, P.15, 71 and Monthly report April 1996, P. 15, 58

Với việc luôn quan niệm rằng Đức là quốc gia đầu bảng và đồng DM luôn là đồng tiền chủ đạo, ngân hàng Deutsche BundesBank là ngân hàng hạt nhân trong hệ thống EEC, EMS và ECC, DBB luôn luôn tìm đủ mọi cách để làm cho nền kinh tế Đức tăng trưởng nhanh cũng như giữ đồng DM đủ mạnh so với USD và EMS. Trong thực tế, vì thương mại giữa Đức và EEC lớn hơn nhiều so với khối lượng thương mại giữa Đức và Hoa Kỳ, cho nên sự chú ý của DBB phần lớn nghiêng về phía giữ vị trí và thế mạnh của DM so với EMS trong mọi hoạt động can thiệp vào thị trường ngoại tệ.

Bên cạnh đó, can thiệp vào thị trường ngoại tệ là một nghiệp vụ điều tiết cơ sở tiền. Do đó, nó ảnh hưởng đồng thời đến rất nhiều mặt của đời sống kinh tế nội địa và nước ngoài. Là nước công nghiệp lớn thứ ba trên thế giới chỉ sau Mỹ và Nhật và là nước xuất khẩu lớn thứ hai (năm 1991 tỷ trọng của Đức trong tổng xuất khẩu của toàn thế giới là 11,4%, Mỹ 12% và Nhật Bản 8,9%) nên mỗi sự thay đổi trong tỷ giá của đồng DM ảnh hưởng lớn lao đến cả nền kinh tế nội địa và các bạn hàng nước ngoài. Bảng 13.12 cho thấy sự can thiệp của DBB vào thị trường ngoại hối để ổn định giá trị DM so với EMS bằng nghiệp vụ điều tiết cơ sở DM. Năm 1980, 10,5 tỷ DM được xuất ra thị trường để mua EMS trong nỗ lực nâng giá EMS nhằm kích thích khu vực công nghiệp xuất khẩu. Tuy nhiên, lạm phát giá cả hàng tiêu dùng một phần từ nguyên nhân phá giá DM đã lên mức khá cao (6,6% năm 1981 và 5,3% năm 1982). Bên cạnh đó, sự đắt đỏ của nguyên liệu nhập ngoại như dầu thô đánh một đòn khá nặng vào những ngành công nghiệp nhẹ chủ chốt như ngành nhựa và chế biến sản phẩm. Do vậy, năm 1981, DBB bán EMS ra để rút bớt cơ sở tiền tệ về nhằm nâng giá trở lại đồng DM để cứu lấy các ngành này. 13,7 tỷ DM đã được thu về trong năm 1981.

Năm 1982, nó lại tiếp tục bán EMS ra với số lượng nhiều hơn mua. Kết quả là 3,6 tỷ DM nữa đã được rút về hệ thống ngân hàng. Sự lên giá khá mạnh của đồng DM đã góp phần kìm hãm được lạm phát. Các ngành sản xuất nội địa phụ thuộc vào nguyên liệu từ EEC trở nên hoan hỉ. Nền kinh tế Đức khôi phục khá nhanh trong năm 1983 với sản lượng công nghiệp nội địa tăng hơn 9,5%. Với chính sách tiếp tục giữ giá DM ở vị trí đã có của năm 1982, trong 3 năm 1983, 1984 và 1985 chỉ có một ít thay đổi trong cơ sở tiền tệ với những

nghiệp vụ điều tiết nhẹ trên thị trường ngoại tệ. Năm 1986, Hoa Kỳ bắt đầu chiến dịch mở rộng tiền tệ, hạ lãi suất và phá giá USD. Tháng 3/1986, ảnh hưởng phá giá USD đã lan sang Đức. Lo ngại sự lên giá quá mạnh của DM trong tương lai, từ tháng 3 đến tháng 8/1986, 8,4 tỷ DM đã được xuất ra thị trường ngoại hối để hãm bớt sự tăng giá DM.

Xuất khẩu của Đức hoạt động rất tốt từ năm 1984 đến năm 1987. Sản phẩm nhựa xuất khẩu của Đức chiếm đến 23,71% tổng sản lượng nhựa xuất khẩu trên toàn thế giới, trong khi con số ấy của Hoa Kỳ chỉ là 11,49% và Nhật Bản là 7,34%. Hóa chất công nghiệp các loại trong giai đoạn 1984-1987 chiếm 21,82% tổng xuất khẩu thế giới (cả EC là 60,93%, Mỹ 13,06%, Nhật 7,96%). Và máy móc các loại không phải là máy điện chiếm 19,97% (Mỹ 19,76% và Nhật 17,04%) sản lượng toàn thế giới. Xuất khẩu của Đức trong nội bộ EC và tính cả ngoài EC trong giai đoạn nói trên, lớn nhất thế giới<sup>1</sup>. Hệ quả tất yếu của sự mở rộng xuất khẩu là dự trữ ngoại tệ liên tục gia tăng. Và từ năm 1988 đến năm 1990, hầu như DBB chỉ cố gắng thu bớt EMS về, bằng cách gia tăng mua trên thị trường ngoại hối, tăng cơ sở tiền tệ của DM, để giữ cho đồng tiền nội địa không lên giá quá nhanh.

Từ năm 1988 đến năm 1996, giá trị của DM so với EMS dao động ở mức 213 đến 216 với giá trị nền là 100 vào cuối năm 1972 (Biểu đồ 13.16). Tuy nhiên, cũng trong khoảng thời gian nói trên, giá trị DM so với USD biến động một cách dữ dội. DM liên tục lên giá trong những khoảng thời gian 1985 đến cuối 1988, 1989 cho đến cuối 1992 và từ 1994 cho đến cuối 1995 so với USD. Năm 1987, hội thảo chuyên đề về việc can thiệp để cứu lấy sự tụt giá của USD đã được các NHTW của G.10 tổ chức ở Plaza. Từ năm 1987 đến Hội nghị Louvre vào 31/12/1989, DBB đã tung ra hơn 20 tỷ DM để kìm bớt sự tăng giá của DM nhằm hướng tới hai mục tiêu: (1) không làm giảm sút năng lực cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu Đức vào EC và Hoa Kỳ, và (2) mở rộng thêm cơ sở tiền tệ để hỗ trợ cho kế hoạch tăng trưởng kinh tế nhanh trong 5 năm 1987 - 1992. Sự can thiệp của DBB trong 2 năm kể trên đã làm cho DM chỉ lên giá 19% kể từ 1985, và năm 1989, lần đầu tiên từ cuối tháng 12/1985, DM sụt giá trở lại một ít so với USD (biểu đồ 13.16).

**Bảng 13.12: Sự can thiệp của DBB vào thị trường EMS  
và thay đổi của cơ sở tiền tệ (1979 - 1990)**

Năm Chi số	1979			1980			1981			1982		
	Mua	Bán	Th. đô	Mua	Bán	Th. đô	Mua	Bán	Th. đô	Mua	Bán	Th. đô
Tổng cộng thay đổi EMS	2.7	11.7	-9.0	11.8	1.0	+10.8	10.4	30.1	-19.7	9.4	15.8	-6.4
Ánh hướng đến cơ sở tiền tệ	-2.4	+11.7	+9.2	-11.1	+0.6	-10.5	-11.6	+25.3	+13.7	-2.5	+6.1	+3.6
Năm Chi số	1983			1984			1985			1986		
	35.8	21.2	+14.5	28.9	12.3	+16.6	29.1	31.1	-2.0	52.6	78.1	-25.5
Ánh hướng đến cơ sở tiền tệ	-20.4	+12.6	-7.8	-3.0	+4.4	+1.4	-0.2	-	-0.2	-12.2	+3.8	-8.4

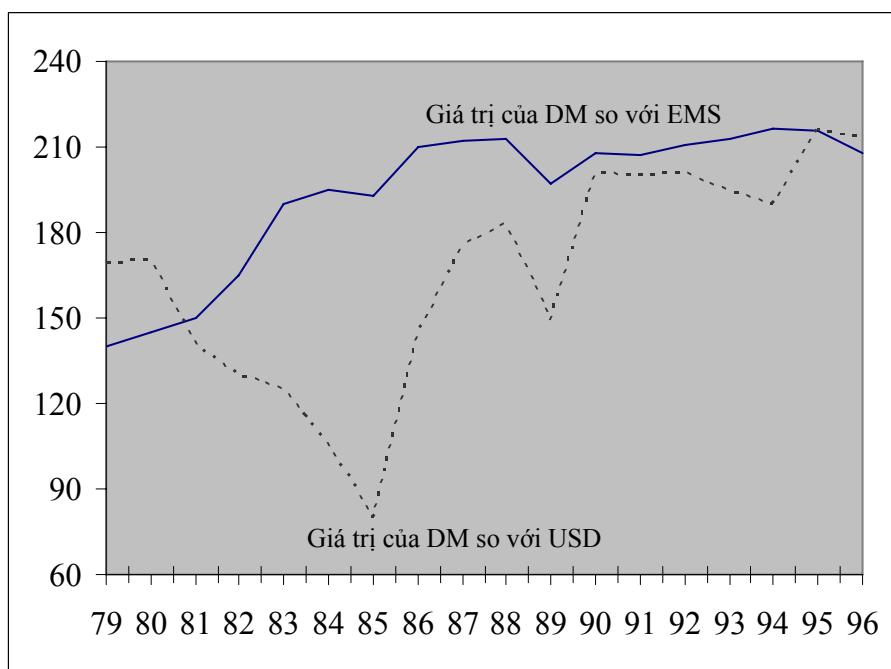
<sup>1</sup> Magaret Sharp - Những xu hướng thay đổi nền kinh tế thế giới và châu Âu thập niên 90. Bản dịch của viện kinh tế thế giới 1993, P.11-13

Năm Chi số	1987			1988			1989			1990		
Tổng cộng thay đổi EMS	47.8	76.8	-28.9	26.8	16.3	+10.5	20.4	13.6	+6.8	34.1	12.3	+21.5
Anh hưởng đến cơ sở tiền tệ	-7.3	+25.4	+18.1	-6.1	-	-6.1	-3.0	+3.0	00	-1.6	-	-1.6

*Nguồn: DBB annual report 1990, P. 65*

Mặc dù đã thỏa thuận Louvre năm 1989 tiếp tục đưa các NHTW khác trong G.10 cùng bán nội tệ ra mua USD vào để ngăn bớt sự mất giá USD nhằm trước hết cứu lấy giá trị của những khoản dự trữ quốc gia khổng lồ bằng USD ở mỗi nước, và sau nữa là củng cố năng lực cạnh tranh cho xuất khẩu, USD vẫn sụt giá so với DM. Ở đây, vai trò của ngành xuất khẩu là nguyên nhân quan trọng. Năm 1989 và nửa đầu 1990, xuất khẩu của Đức tăng quá nhanh. Với một nền kinh tế có GNP thực tế tăng trưởng cao nhất thế giới vào năm 1990 (5,7%) và xuất khẩu sang Hoa Kỳ tăng 15%, sang EC tăng 18,5% trong một số mặt hàng chủ chốt, nguồn USD và EMS đổ vào thị trường ngoại tệ FrankHurt và nước Đức quá nhiều. Nhận thấy không thể mở rộng cơ sở tiền tệ nhiều hơn, DBB đành để cho DM lên giá so với USD vào cuối năm 1989.

**Biểu đồ 13.16. Giá trị của DM trên thị trường ngoại tệ FrankFurt và thế giới (1979 - 1996)**



Từ thời gian nói trên cho đến thỏa thuận sau Louvre, vào ngày 31/12/1991, DM đã lên giá tổng cộng 36% so với USD<sup>1</sup>. Năm 1992, nước Đức áp dụng một phương thức điều tiết hướng mạnh vào việc chống thất nghiệp. Các xí nghiệp nhỏ và vừa, khu vực chiếm nửa tổng sản phẩm quốc gia và giải quyết 2/3 công việc làm cho nền kinh tế Đức cũng như tiến hành đào tạo phần lớn kỹ năng công nghiệp cho đất nước, được chú trọng nhiều hơn. Lãi suất chiết khấu được hạ, vốn Lombard được tung ra để đổi mới cơ cấu cho bộ phận công nghiệp này nhằm thổi một luồng sinh khí mới vào sức sản xuất của nước Đức. Tháng 8/1992, DBB xuất

<sup>1</sup> Federal reserve Bank of Kansas city - Economic review First quarter 1996, P.53, 54

ra 12 tỷ DM để mua USD nhằm tăng cơ sở tiền tệ. DM bắt đầu khụng lại. Năm 1993 đến với dấu hiệu đầu tiên của con đai suy thoái là tổng cầu giảm xuống -1,2% (13,03). Chi tiêu cho đầu tư có tăng lên từ hành động của DBB vào 1992 và bằng chứng là công nghiệp xây dựng không hề giảm sút vì suy thoái. Tuy nhiên, chi tiêu cho chi dùng giảm quá nhanh và đó là lý do làm sản lượng nội địa giảm nhanh chóng. Nhằm kích thích trở lại tổng cầu, DBB liên tục can thiệp vào thị trường ngoại tệ bằng nghiệp vụ mua để một mặt tăng cung ứng cơ sở tiền tệ nhằm đẩy tổng cầu tăng nhanh lên, và mặt khác phá giá một ít DM để cứu vãn năng lực cạnh tranh cho hàng hóa xuất khẩu của Đức. DM lập tức xuống giá 5%, từ mức 206,8 trong năm 1992 xuống còn 195,0 trong năm 1993, sau khi hơn 8 tỷ DM tiền mặt đã được tung ra thị trường để hút USD và EMS về.

Vì xuất khẩu tiếp tục chiếm 1/3 tổng sản lượng quốc gia, và với vai trò quan trọng của nó trong việc khôi phục và phát triển kinh tế, chống thất nghiệp sau suy thoái, DBB tiếp tục phá giá DM một ít trong năm 1994 với sự tăng 3,2 tỷ DM trong cơ sở tiền tệ ngoài thị trường ngoại hối. Sự phát triển khá lạc quan của nền kinh tế vào nửa cuối 1994 đã làm cho thất nghiệp giảm đi đáng kể. Tuy nhiên, tiền lương cao là vấn đề ngày càng khó khăn cho sức cạnh tranh của hàng hóa Đức trên thị trường Tây Âu và Hoa Kỳ so với hàng hóa của Nhật.

Đến năm 1994, một người dân Đức trung bình chỉ còn làm 1.500 giờ/năm quá thấp so với Hoa Kỳ (1.850) và Nhật Bản (2.165). Điều đó khiến cho các nhà kinh doanh Đức từ những năm 1989 đã tìm cách chuyển dần đầu tư ra nước ngoài. Năm 1983, tổng đầu tư của Đức ra nước ngoài dưới nhiều hình thức (đầu tư trực tiếp, cho vay ra nước ngoài, đầu tư vào chứng khoán nước ngoài...) chiếm 36,5 tỷ DM. Năm 1987, con số này lên gấp đôi 62,2 tỷ và năm 1990 là 106,9 tỷ DM. Năm 1993 tổng đầu tư ra nước ngoài là 198 tỷ DM, bình quân cứ gấp đôi sau 5 năm<sup>1</sup>.

Áp lực của nhu cầu này tăng cao trong năm 1994 và để hỗ trợ cho đầu tư ra nước ngoài của giới kinh doanh Đức, như một bộ phận của chính sách mở rộng đường giới hạn của sản lượng tiềm năng quốc gia, giảm chi phí và tăng năng lực cạnh tranh của xuất khẩu. Tháng 2/1995, DBB quyết định tăng giá DM. Từ đó cho đến tháng 12, hơn 18 tỷ DM đã được thu về thông qua nghiệp vụ bán USD và EMS trên thị trường ngoại tệ. DM lên giá cho đến hết tháng giêng 1996 cùng với một ít thắt chặt trong cơ sở tiền tệ đã ép cung ứng tiền M1 lùi xuống mức tăng 2,1% từ tháng 2/1995 so với 2,5% cuối tháng 2/1994, làm cho lạm phát chỉ còn 2,2% vào cuối tháng 3/1996 (từ mức 3,1% vào đầu năm 1995). Xuất khẩu tư bản ra nước ngoài dưới các hình thức đầu tư, được sự trợ giúp của đồng DM mạnh hơn, đã tăng 8,6% so với mức tăng 4% của xuất khẩu trong cả năm 1995. Người ta hy vọng rằng sự gia tăng nhanh của đầu tư ra nước ngoài sẽ tiếp tục đưa về khả năng mở rộng sản lượng nhanh hơn cho nền kinh tế Đức từ nay đến năm 2000.

### **13.3.3. Kết luận**

Trong tác phẩm “Chủ nghĩa tư bản chống chủ nghĩa tư bản”, tác giả Micheal Albert đã gọi mô hình kinh tế của Đức trong thập niên 80 và 90 là mô hình sông Rhine trong đó bao gồm Đức, Thụy Sĩ và đặc biệt là Nhật Bản. Thực ra đúng dưới giác độ chiến lược, mô hình sông Shine là một cách đặt tên cho Chính sách điều tiết tổng hợp: “ ổn định nội địa, và tăng trưởng dựa vào hướng ngoại”, trong đó điều tiết về tăng trưởng hướng ngoại là chủ thể ưu tiên.

Nói một cách khác, chính sách điều tiết vĩ mô của Đức theo trường phái thứ hai: Điều tiết hướng về tăng trưởng hướng ngoại. Đây là xuất phát điểm của tất cả các mục tiêu kinh tế của DBB và nó giải thích vì sao lãi suất chiết khấu cùng với chính sách cấp phát tín dụng ngắn hạn và trung hạn qua các cửa ngõ Lombard, chiết khấu nhằm điều tiết trực tiếp tín dụng để hướng dẫn đầu tư và tiêu dùng là những công cụ điều tiết đóng vai trò hàng đầu trong các công cụ điều tiết kinh tế của DBB. Và điều trước tiên phải nói là những gì mà nền kinh tế nước Đức đã được hướng dẫn bằng các luồng tín dụng cấp phát theo ý muốn điều tiết của

<sup>1</sup> DBB annual report 1990, P.33. and 1995, P.51

DBB. Và điều trước tiên phải nói, là những gì mà nền kinh tế nước Đức đạt được trong vòng 16 năm vừa qua, là kết quả của một mối tổng hòa các nỗ lực của DBB, trong đó chính sách điều tiết tín dụng qua cửa ngõ lãi suất chiết khấu và Lombard là vô cùng quan trọng.

Người ta có thể thấy rõ những đặc điểm khá nổi bật trong chính sách điều tiết của DBB trải qua 2 thời kỳ trước đại suy thoái 1993 và sau 1993, có khuynh hướng quy về 2 nội dung mà chính sách điều tiết hỗn hợp coi là khuôn vàng. Về mặt ổn định nội địa, nước Đức coi trọng việc kìm giữ lạm phát thấp hơn là thất nghiệp vì lý do cơ bản là người lao động Đức đòi hỏi mức tiền lương rất cao và sẵn sàng chấp nhận thất nghiệp chứ không bằng lòng đi làm với mức lương thấp. Đội quân thất nghiệp phân lớn là tự nguyện này tiêu tốn của chính phủ Đức hàng năm trên dưới 45 tỷ DM tiền trợ cấp. Trong khi tập trung vào ổn định giá cả, ngoài việc kiểm soát tín dụng và cấp phát định hướng tín dụng. DBB theo dõi một cách cẩn thận việc điều tiết cung ứng M<sub>1</sub>. Và do vậy, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở và can thiệp vào tỷ giá để tác động đến cơ sở tiền tệ là phương tiện chính thức của nó trong chức năng thứ nhất này.

Với tham vọng lập chỗ trống về quyền lực ở Châu Âu thay cho Hoa Kỳ, người Đức quyết tâm bành trướng kinh tế. Xuất khẩu là con đường tăng trưởng nhanh nhất cho nền kinh tế cả về hướng ngoại và đối nội, để xác lập vị trí cường quốc cho quốc gia. Chính sách tiền tệ của Đức, vì động cơ trên, phục vụ một cách triệt để cho công thức Xuất khẩu - Hướng ngoại và Tăng trưởng của Helmut Kohn từ những năm 1985. EC là bạn hàng lớn nhất của Đức, chiếm hơn 50% tổng kim ngạch xuất khẩu của nước này. Cho nên chính sách hướng ngoại một mặt xác lập vị trí số 1 về thương mại tại EC, và thứ hai tìm cách lấn sân của Hoa Kỳ và Nhật Bản về một số khu vực và mặt hàng trên thị trường thế giới nói chung. Tỷ giá hối đoái của DBB đã phục vụ đắc lực cho các phương hướng này.

Bằng việc điều tiết cung ứng cơ sở tiền DM trên thị trường, DBB điều tiết tỷ giá theo từng mục tiêu bộ phận của từng thời điểm trong năm, trong khuôn khổ của các chiến lược chính nói trên, tiến tới điều tiết xuất nhập khẩu và sản lượng của nền kinh tế nước Đức. Giá cả và tổng cầu đã được kiểm soát ở mức khá ổn định dựa trên việc kiểm soát chặt chẽ cung ứng tiền M<sub>1</sub> mà cơ sở tiền tệ là hạt nhân chính. Với tổng khối tiền tệ (money stock) được giữ dao động trong khoảng 53,8% GDP, mọi biến động trong nền kinh tế Đức đều xuất phát từ những thay đổi trong khối tiền tệ này. Có thể nói rằng “Trong suốt thập niên 80 và cả trong nửa đầu thập niên 90, điều tiết tiền tệ là phương thức chủ đạo trong việc điều tiết và định hướng nền kinh tế Đức”<sup>1</sup>. Và trong địa hạt điều tiết cung ứng tiền, điều tiết cung ứng cơ sở tiền tệ không những tác động đến tỷ giá và giá cả mà còn là công cụ chính để hình thành tổng khối tiền tệ quốc gia.

Kinh nghiệm của Đức để lại một bài học vô cùng quý giá. Đó là sự quan hệ mật thiết giữa việc ổn định mức tăng của giá cả, sản lượng thông qua ổn định cơ sở tiền tệ và tín dụng, và thực sự DBB đã thành công trong việc mang đến cho nền kinh tế nước Đức một “sân sau” vững vàng bằng việc kiểm soát khá chặt chẽ mức tăng của M<sub>1</sub>, M<sub>2</sub>, M<sub>3</sub>. Giá trị tiếp theo của bài học là việc cấp tín dụng ưu đãi không bao giờ là một công thức lạc hậu ít nhất đối với mục tiêu định hướng và thúc đẩy sự tăng trưởng nhanh của từng bộ phận, từng khu vực trong nền kinh tế vì nền kinh tế là một tổng hòa các bộ phận khác nhau một cách phức tạp và mâu thuẫn.

Cho nên, sự tăng trưởng không thể đạt được thông qua việc đồng thời tác động lên tất cả các bộ phận một cách đồng đều, mà chỉ có thể dùng những nguồn lực giới hạn để cấp phát một cách có ưu tiên cho những khu vực, bộ phận phù hợp nhất với chiến lược chung. Từ lý do đó, tín dụng qua lãi suất chiết khấu và Lombard đã diễn xuất những vai rất quan trọng và thành công trong việc thúc đẩy sự tăng trưởng nhanh của ngành xuất khẩu giai đoạn 1985-1995, sự chuyển hướng đầu tư giai đoạn 1987-1996. Cũng cần thiết để nói thêm rằng, một nền kinh tế ngày càng mở cửa ra cộng đồng với lượng xuất khẩu trên GDP ngày càng tăng nhanh, chính sách tỷ giá là công cụ hàng đầu để ổn định cán cân thanh toán và phòng ngừa những rủi ro.

---

<sup>1</sup> Paul de Giauwé and Lucas padademos - The European Monetary System in the 1990; Longman Published - NY 1990, P.172

Điều này cũng không bao giờ cũ và khi nói đến tỷ giá, chính sách điều tiết cơ sở tiền tệ là công cụ gắn bó với nó một cách mật thiết. Ba mâu chốt ấy, từ bài học nước Đức và DBB là những thực tiễn mà tất cả các quốc gia có ý thức theo mô hình ổn định nội địa và tăng trưởng hướng ngoại cần suy ngẫm.

### **TÓM TẮT**

- 1) Ngân hàng trung ương điều tiết kinh tế vĩ mô thông qua điều tiết cung ứng tiền, tác động đến lãi suất, dự trữ và tỷ giá hối đoái.
- 2) Khi cung ứng tiền, lãi suất, dự trữ và tỷ giá thay đổi, nó tác dụng ngay đến tiêu dùng, đầu tư, xuất nhập khẩu, năng lực cạnh tranh, sản lượng quốc gia, tăng trưởng và lạm phát.
- 3) Về mặt dài hạn, có 2 trường phái điều tiết: Điều tiết theo hướng chống lạm phát và điều tiết theo hướng ưu tiên cho tăng trưởng kinh tế trước hết.
- 4) Về mặt ngắn hạn, hai phương thức điều tiết này được sử dụng hỗn hợp tùy theo từng biến chuyển của kinh tế vĩ mô và mục tiêu kinh tế của các NHTW.
- 5) Mục tiêu điều tiết của mọi NHTW đều khá giống nhau, đó là: tăng trưởng kinh tế thực tế, lạm phát thấp, thất nghiệp thấp và liên tục mở rộng tiềm năng sản xuất của quốc gia.
- 6) Để điều tiết cung ứng tiền, tác động đến lãi suất, dự trữ và tỷ giá, NHTW sử dụng các công cụ của nó (còn được gọi là các công cụ của chính sách tiền tệ).
- 7) Các công cụ đó là: Nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất cho vay chiết khấu, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, cung ứng cơ sở tiền tệ, và kiểm soát tín dụng cho vay.
- 8) Các công cụ này là những thao tác hàng ngày của NHTW. Cho nên có thể nói rằng, mọi hoạt động của NHTW đều tác động đến nền kinh tế vĩ mô, trong khuôn khổ của những chính sách tiền tệ và điều tiết đã được xác định trước.
- 9) Chính sách tiền tệ và điều tiết kinh tế là mặt tác động ngược lại của tiền và hoạt động ngân hàng, đến đời sống và tương lai phát triển của nhân dân, của đất nước với tư cách là những thiết chế xã hội ■

## Chương 14 - CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ CHÍNH TRỊ

Will Rogers cho rằng khi mà mọi người dân đều chưa ý thức được một cách đầy đủ về vai trò, chức năng, sự cần thiết của hoạt động ngân hàng đối với đời sống kinh tế và tương lai tăng trưởng của đất nước thì cho đến lúc đó, hoạt động ngân hàng và NHTW vẫn có thể chưa phát huy hết một cách đúng nghĩa trách nhiệm và quyền hạn của nó. Bởi lẽ, sẽ tồn tại áp lực từ nhiều phía của các thế lực chính trị khác nhau chi phối mọi quyết định của NHTW. Trong trường hợp này, đường lối chính trị và quan điểm của nhà cầm quyền chỉ đạo phần lớn chính sách tiền tệ của hoạt động ngân hàng.

Bản thân việc chính trị chỉ đạo đường lối hoạt động ngân hàng (nói vắn tắt là NHTW) không phải là điều dở. Trong lúc nền kinh tế cần sự tập trung tối đa mọi nguồn lực và tài chính cho những mục tiêu phát triển dài hạn, thì sự phân tán về chủ trương sẽ rất dễ tạo ra những tổn thất nặng nề về tài nguyên. Vào những trường hợp như vậy, tính áp đặt của chính trị lên trên hoạt động của NHTW phần lớn là cần thiết và tỏ ra hiệu quả, như ở Hàn Quốc vào thời Pắc Chung Hy, Singapore thời Lý Quang Diệu, Đài Loan thời Tưởng Giới Thạch... Sự chỉ đạo thống nhất của chính phủ đối với NHTW cũng đã từng tồn tại ở Nhật nhiều thập niên, trong thời kỳ khôi phục và phát triển kinh tế cao tốc của đất nước này.

Mâu thuẫn và những ý kiến ngược lại nằm ở tính hai mặt của sự kiện. Một thứ nhất của vấn đề chính trị chỉ đạo hoạt động ngân hàng là những thành công trong việc huy động mọi sức người, sức của cho những giai đoạn tăng trưởng chiến lược mà chúng ta vừa nêu. Bên cạnh đó, mặt thứ hai, một tình trạng hoàn toàn có thực, là khi chính trị chỉ huy NHTW, chính sách tiền tệ trở thành công cụ của chính trị. Cho rằng có đến 6/10 trường hợp công cụ được vận dụng một cách hợp lý, thì vẫn không loại trừ rằng hoàn toàn có khả năng xảy ra những tình huống có những quyết định không chính xác được đưa ra từ phía chính quyền. Một trong những khả năng ấy là khi ngân sách thâm hụt, chính phủ có thể ra lệnh in tiền quá giới hạn, mà hậu quả của nó là làm đời sống của toàn bộ nhân dân bị ảnh hưởng vì lạm phát, đặc biệt là nhân dân nghèo.

Vì ngân sách thâm hụt là vấn đề khá thường xuyên và phổ biến cho mọi chính quyền, phổ biến đến mức việc in tiền quá giới hạn năm khi NHTW do chính phủ chỉ đạo, là điều đã từng xảy ra ở nhiều nơi và nhiều lần như Bolivia, Brazil, Argentina và Mêhicô. Từ đầu thế kỷ XX, khi NHTW chưa có tên gọi, ở những nước phát triển trước, người ta đã tích lũy quá nhiều kinh nghiệm như thế. Do vậy, Tây Âu và Bắc Mỹ sau năm 1945 đã tìm cách tách hoạt động của NHTW ra khỏi ảnh hưởng của chính trị, với ý nghĩ là ngân hàng không lệ thuộc một chiêu, và hoàn toàn bị động trước áp lực của chính quyền hay nói một cách khác, ngân hàng có vai trò độc lập tương đối của nó.

Nỗ lực ấy cho đến nay, chưa phải đã chấm dứt, vì hiện nay cả ở châu Âu, các nước trong OECD, nhiều chính quyền vẫn còn tìm cách chi phối theo hướng này hay hướng khác đến hoạt động của NHTW, bởi lý do đơn giản, NHTW là cơ quan tối cao về mọi hoạt động tài chính - kinh tế. Chính phủ nào cũng phải cần tài chính để tồn tại, hoạt động và thực hiện đường lối của mình. Hơn nữa, năm được NHTW có nghĩa là gián tiếp năm được cả sự vận động của nền kinh tế.

Do vậy, chính trị tác động đến NHTW và chính sách tiền tệ gần như đang tồn tại ở khắp các quốc gia. Sự khác nhau nằm ở chỗ trực tiếp hay gián tiếp, cường độ và ảnh hưởng nhiều hay ít. Những phần sau đây sẽ cung ứng cho chúng ta các ảnh hưởng của chính trị đến NHTW và hoạt động ngân hàng, hệ quả của những ảnh hưởng này đến đời sống xã hội.

### 14.1. CHU KỲ CHÍNH TRỊ VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Nhật Bản, Hoa Kỳ, Cộng hòa Liên bang Đức và Thuỵ Sĩ là 4 nước trong khối OECD có hoạt động của NHTW đạt được mức độ độc lập tương đối cao so với chính trị và nhà nước tư sản trung ương. Người ta cho rằng ở đó, các NHTW chỉ lắng nghe những đề nghị hoặc ý kiến

của thủ tướng, của tổng thống khi quyết định chính sách tiền tệ, chứ không thực sự phải chịu ảnh hưởng dưới bất kỳ hình thức nào. Ở đây ngân hàng chỉ chịu trách nhiệm trước quốc hội.

Quốc hội là cơ quan duy nhất có quyền: chất vấn, yêu cầu báo cáo và bãi miễn thống đốc NHTW khi cần thiết kể cả việc có quyền biểu quyết để hạn chế hoặc tăng thêm quyền cho NHTW. Thế nhưng, có một điều khá đặc biệt là Quốc hội thường chỉ áp dụng các quyền hạn của mình vào những thời gian nhất định trong năm chứ không phải lúc nào cũng làm. Hơn nữa, những chỉ đạo và yêu cầu đột xuất từ phía Quốc hội đối với NHTW, chỉ xảy ra khi và chỉ khi những dấu hiệu sai của chính sách tiền tệ đã xảy ra trong đời sống xã hội một cách quá rõ ràng. Do vậy, trong những hoạt động tác nghiệp bình thường, ngân hàng có toàn quyền quyết định mọi công việc của mình.

Trong những hoạt động hàng ngày như nghiệp vụ thị trường mở, gia giảm cung ứng tiền, tác động vào tỷ giá, lãi suất, dự trữ... hầu như Quốc hội và Chính phủ không can thiệp và không có quyền can thiệp đến. Bởi lẽ, theo luật định thì chương trình và kế hoạch tác nghiệp trong chính sách tiền tệ đã được báo cáo và được Quốc hội duyệt và thông qua hàng năm vào những khóa họp định kỳ. Một khi chương trình đã được chấp thuận, NHTW cứ theo mục tiêu đó mà làm, thành bại thế nào đến kỳ họp năm sau, Quốc hội sẽ truy cứu, chất vấn hoặc bãi miễn. Còn trong quá trình tác nghiệp, cả Chính phủ và Quốc hội chỉ duy nhất có một quyền là theo dõi, chứ không được xen vào quyết định hàng ngày, hàng tháng của NHTW.

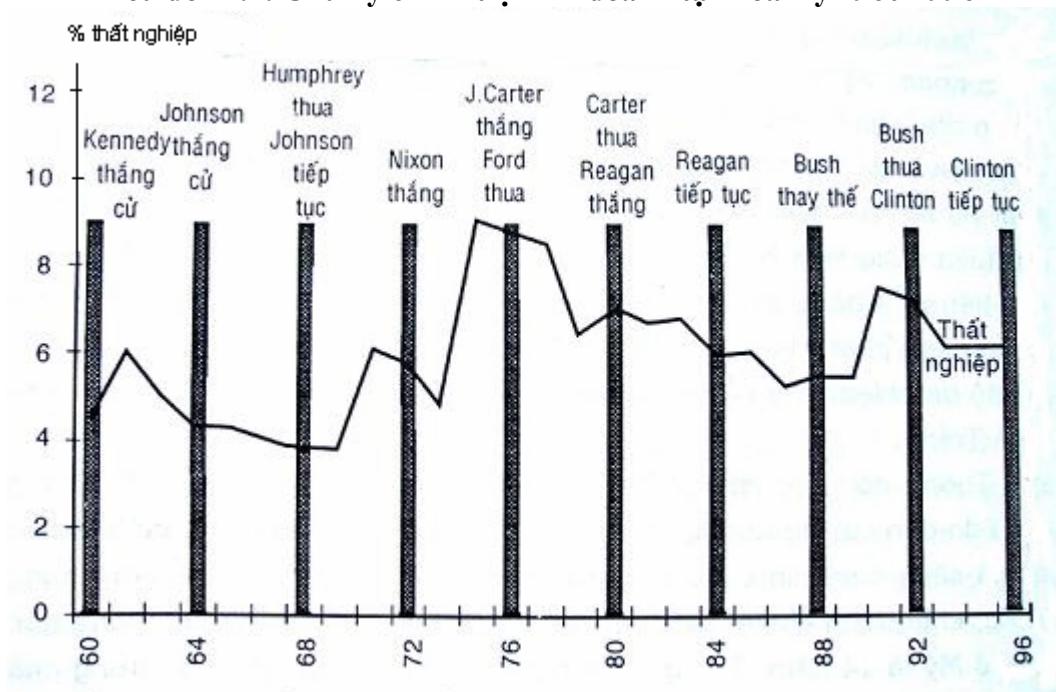
Vì thế, trong những điều kiện bình thường, Quốc hội và Chính phủ các nước nói trên thường là tìm cách thuyết phục hoặc khuyến cáo NHTW cẩn thận trong hoạt động, kể cả cố gắng giữ chính sách tiền tệ vận động hài hòa và không quá xung đột với chính sách tài chính của Chính phủ. Trong thực tế, những thuyết phục, khuyến cáo và đôi khi cả tranh cãi đã có những tác động nhất định đến chính sách của NHTW. Đặc biệt, các nhà chính trị đương quyền ở các nước nói trên luôn luôn quan tâm đến những kỳ bầu cử. Họ thường tìm cách thỏa mãn cử tri trong mùa bầu cử. Chính sách tài chính của chính phủ thường hướng về phục vụ những mục tiêu này. Cử tri thì quan tâm đến thu nhập khi họ quyết định việc bỏ phiếu cho ai.

Trong khi lạm phát và thất nghiệp là 2 cực của một vấn đề, thì các chính phủ không thể đồng thời thỏa mãn cho nhân dân cả hai yêu cầu. Cử tri thích lạm phát thấp, bởi lẽ lạm phát thấp làm cho tiền lương nói riêng, thu nhập nói chung được bảo đảm về mặt giá trị. Đời sống họ ổn định và tốt hơn. Tuy nhiên, họ cũng hiểu rằng thất nghiệp còn đáng sợ hơn vì thất nghiệp không thể có thu nhập mà tính đến lạm phát cao hay thấp. Đó là chưa nói đến việc thất nghiệp kéo dài làm cho con người mòn mỏi, thui chột đi cả về thể xác, đầu óc, tinh thần. Do đó, nhân dân coi trọng công ăn việc làm hơn, coi thất nghiệp là kẻ thù của họ. Một điều dễ hiểu khác là khi lạm phát dao động tăng, nó thường báo hiệu sự mở rộng tổng cầu và tiếp theo đó là sản lượng. Và sự kiện đó có nghĩa là có thêm nhiều công ăn việc làm, thu nhập tốt hơn. Nếu phải chọn giữa lạm phát và thất nghiệp, nhân dân sẽ chọn cách sống với lạm phát hơn là thất nghiệp.

Hệ quả tương đương là chính quyền tại các nước nói trên quan tâm đến việc mở rộng sản lượng, chống thất nghiệp để làm hài lòng cử tri trước ngày họ đi bầu. Do thấy rõ mặt thứ hai của chính sách tài chính nói lỏng để kích thích sản xuất sẽ là lạm phát, cho nên sau khi bầu cử xong, họ luôn quay sang làm lạnh trở lại nền kinh tế. Thái độ trái ngược nhau trước và sau ngày bầu cử tổng thống hoặc thủ tướng, được châu Âu đặt tên là “Chu kỳ chính trị kinh doanh (Political business cycle)”.

Biểu đồ 14.1 minh họa tình hình nói trên tại Hoa Kỳ từ năm 1960 đến năm 1992. Chỉ số thất nghiệp luôn luôn tăng lên sau bầu cử vì chính sách quay sang thất chật hầu bao kinh tế để chống lạm phát của những tổng thống đã đắc cử. Ngược lại, trước và trong mùa bầu cử, nếu thất nghiệp thấp, chắc chắn đảng cầm quyền sẽ tiếp tục thắng cử. Nếu thất nghiệp cao, hầu như thất bại là điều không thể tránh khỏi.

**Biểu đồ 14.1: Chu kỳ chính trị kinh doanh tại Hoa Kỳ 1960-1996**



Nguồn: Garry Smith - P.389 and BIS - 65 Th. Annual report  
Published by the Bank - April 1995 - P. 12-29

Không nhiều thì ít, chính sách tiền tệ cũng bị lôi cuốn phần nào vào vòng xoáy của chu kỳ. Khi các tổng thống hoặc thủ tướng đương nhiệm cắt giảm thuế, gia tăng chi tiêu trong khu vực chính phủ nhằm kích thích tổng cầu để thúc đẩy sự mở rộng sản xuất, cỗ găng hạ tỷ lệ thất nghiệp từ 9 tháng trước ngày bầu cử, lúc đó, sức ép yêu cầu bành trướng tiền tệ về phía NHTW sẽ tăng lên một cách mạnh mẽ. NHTW sẽ có 1 trong hai lựa chọn: (1) Ngả theo chính phủ, tăng cung ứng tiền để kích thích tổng cầu và sản lượng, chấp nhận lạm phát. Ưu tiên cho việc giải quyết thất nghiệp. Những NHTW nào bị chính phủ chi phối hoặc nằm dưới sự quản trị của chính phủ, dễ dàng đi theo con đường này. (2) Kiên định với chính sách tiền tệ đang theo đuổi của mình. Bỏ ngoài tai mọi áp lực và chỉ trích của chính quyền.

Chỉ những NHTW thực sự giữ vai trò độc lập mới làm nổi điều thứ 2. Điều đó cho phép nó không ngả theo chính quyền, mà thực hiện những công việc có thể bất thường dưới mắt nhiều người, nhất là các chính khách, nhưng rất cần thiết cho sự ổn định và phát triển của nền kinh tế về lâu dài. Chính phủ các nước nói trên trong những ngày bầu cử chỉ thấy mục tiêu giảm thất nghiệp là lớn nhất, bởi nó hỗ trợ cho họ khả năng đắc cử trở lại. Nhưng NHTW có thể nhận thức hoàn toàn khác, với cái nhìn lâu dài và không đắm vào các mục tiêu ngắn hạn như chính phủ. Đối với nó, bành trướng tiền tệ có thể là nguy hại cho nền kinh tế trong tương lai. Năm 1980, Jimmy Carter của Hoa Kỳ thất cử bởi vì mâu thuẫn với Chủ tịch hội đồng thống đốc Hệ thống dự trữ Liên bang Hoa Kỳ về quan điểm. Trong lúc ông ta giảm thuế, tăng chi tiêu để chống thất nghiệp, NHTW Hoa Kỳ lại siết chặt tiền tệ để chống lạm phát. Hết quả là thất nghiệp tăng ngay vào mùa bầu cử, đẩy lùi độ tin nhiệm của cử tri vào đảng của ông ta, và Ronald Reagan vào Nhà Trắng.

Thống đốc các NHTW Hoa Kỳ, Nhật Bản, Đức và Thụy Sĩ không phải do dân cử mà do tổng thống hoặc thủ tướng bổ nhiệm nhưng họ lại chịu trách nhiệm trực tiếp với Quốc hội. Họ không cần phải hướng tới việc mua lòng cử tri trong chính sách của mình. Nhiệm kỳ của thống đốc như ở Mỹ là 14 năm, trong khi tổng thống chỉ có thể ở tối đa trong Nhà Trắng 2 nhiệm kỳ là 8 năm. Cho nên, khi đã được bổ nhiệm, thống đốc không còn ngại gì Nhà Trắng. Ai sẽ lên thay thế tổng thống cũ là điều không có vai trò quyết định với họ. Luật lệ còn ràng buộc rằng việc bổ nhiệm thống đốc mới phải nằm vào giữa nhiệm kỳ của tổng thống đương nhiệm. Và tổng thống chỉ có quyền bổ nhiệm hoặc từ chối bổ nhiệm một người đã được Quốc

hội đế cử chứ không có quyền chọn người. Những ràng buộc trên đã tạo cho chính sách tiền tệ có thể đứng vững.

Tuy nhiên, sức ép của chính quyền trong các chu kỳ nói trên là không thể coi thường. Trong một chừng mực, hầu như mọi NHTW đều bị ảnh hưởng ít nhiều, kể cả những NHTW “độc lập” vào loại cao nhất trên thế giới đối với chính quyền. Phần sau đây, cho thấy tác động tinh vi và nhiều mặt của chính quyền đến với chính sách tiền tệ ngay trong những đất nước mà NHTW được xác định bằng hiến pháp là không nằm trong chính quyền.

## **14.2. TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH TRỊ ĐẾN CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

### **14.2.1. Nguyên nhân tác động**

Thứ nhất, chính sách tiền tệ tác động trực tiếp đến ngân sách qua việc làm thay đổi tiền lãi phải trả trên các khoản nợ của chính phủ với công chúng. Ở những nước công nghiệp phát triển, nợ của chính phủ đối với nhân dân do phát hành các loại trái phiếu luôn chiếm  $\frac{3}{4}$  tổng nợ và là con số khổng lồ. Tiền lãi hàng năm mà chính phủ phải trả thường rất lớn.

Khi NHTW thắt chặt cung ứng tiền, lãi suất lập tức vọt lên ngay. Đơn cử một thí dụ như năm 1991, chính phủ Hoa Kỳ nợ cả thảy hơn 4.000 tỷ USD, trong đó, nợ dưới hình thức chứng khoán của chính quyền là 3.600 tỷ USD. Với lượng chứng khoán này, trong năm, chính quyền các bang và liên bang phải trả hơn 196 tỷ USD tiền lãi cho nhân dân Mỹ. Chính sách tiền tệ chỉ cần làm lãi suất tăng thêm 1% thôi, cũng đã làm chính phủ phải trả thêm ( $3.600 \text{ tỷ USD} \times 0,01 = 36 \text{ tỷ USD}$ ).

Chính phủ có muốn những khoản trả thêm này phát sinh không? Dĩ nhiên là không. Do vậy, chính phủ không muốn nâng lãi suất lên mặc dù cũng lo ngại về lạm phát. Đây là một trong những lý do khiến họ luôn luôn tìm cách gây ảnh hưởng đến quyết định và hoạt động của NHTW.

Thứ hai, ngân sách của chính phủ phụ thuộc vào tiền thuế thu được từ sản xuất. Khi chính sách tiền tệ tác động đến sản lượng và thu nhập, nó gián tiếp làm thay đổi tình hình thu ngân sách. Sản lượng và thu nhập càng lên cao, nguồn thu của ngân sách càng lớn và các khoản phải trả cấp giảm đi. Ngược lại, kinh tế càng kém tăng trưởng, thuế thu ít hơn hẳn và ngân sách phải tốn nhiều tiền hơn cho trợ cấp thất nghiệp và các khoản trợ cấp xã hội khác. Khi thu nhập và sản lượng bành trướng, thâm hụt ngân sách giảm rõ rệt. Tương tự, khi kinh tế trì trệ vì chính sách thắt chặt tiền tệ, ngân sách thâm hụt nặng nề vì cả 3 lý do: (1) Thuế thu được ít hơn, (2) Phải trợ cấp nhiều hơn và (3) Phải trả tiền lãi lớn hơn cho công trái vì lãi suất lên cao.

Rõ ràng, chính phủ các nước công nghiệp không thích việc thắt chặt cung ứng tiền mỗi khi ngân sách có khó khăn. Nếu không đủ cách để tạo áp lực trực tiếp với NHTW, họ tìm cách đưa vấn đề ra trước quốc hội mỗi khi mâu thuẫn bắt đầu. Và vì quyền độc lập của NHTW do quốc hội trao cho, quốc hội cũng có thể quyết định lấy đi tính độc lập này. Do vậy, mỗi khi quốc hội ủng hộ lập trường của thủ tướng hoặc tổng thống, thống đốc NHTW buộc phải nhượng bộ.

Nhiều khi chính sách tiền tệ còn phải điều chỉnh theo những mục tiêu quan hệ quốc tế của chính quyền. Các nước công nghiệp lớn ngày nay như Mỹ, Nhật, Đức, Pháp và Anh hiểu rất rõ sự chi phối lẫn nhau trong việc thiết kế chính sách tiền tệ và chính trị. Một NHTW đơn phương thắt chặt cung ứng tiền, nâng lãi suất, tăng giá đồng tiền của mình, sẽ không thể duy trì chính sách ấy được lâu, nếu các NHTW những nước còn lại - những nước mà tiềm lực kinh tế xấp xỉ hoặc không thua quá xa - cùng phản ứng bằng cách tập trung thắt chặt cung ứng tiền theo để chống sự xuất khẩu lạm phát. Việc nâng cao lãi suất của các nước còn lại sẽ làm cho cung ứng tiền của nước đầu tiên khó mà thu hẹp như ý định.

Do quan hệ tương hỗ giữa các nền kinh tế lớn với nhau như vậy, nên chính sách của NHTW không thể không bị chi phối bởi thời tiết chính trị và quan hệ quốc tế cho dù nó độc lập tới đâu về mặt tác nghiệp. Thí dụ như khủng hoảng vịnh Péc Xích 1989 - 1991 đã tạo cho

những nguồn tài chính khổng lồ từ Trung Đông tìm đường lánh nạn chảy vào nước Mỹ, làm USD lên giá ngoài dự kiến trong chính sách tiền tệ của NHTW Hoa Kỳ.

#### **14.2.2. Các hình thức tác động của chính trị**

Để giúp bạn đọc cùng thâm nhập dễ dàng vào thế giới của mối quan hệ độc lập, có sự ảnh hưởng lẫn nhau giữa chính trị và chính sách tiền tệ cùng các hệ quả của nó, chúng tôi lấy thí dụ về mối quan hệ này tại một nước phát triển mà hoạt động tác nghiệp của NHTW có thể được xem là độc lập nhất, hoàn thiện cũng vào loại hàng đầu trên thế giới hiện nay là Hoa Kỳ.

Thế giới tồn tại những xu thế chung mà hầu hết các quốc gia trên đường phát triển đều phải đi qua. Có rất nhiều dấu hiệu để chứng tỏ rằng lề lối tổ chức và hoạt động của NHTW Hoa Kỳ (Fed) từ đầu thế kỷ là phần lớn được học tập từ mô hình nước Anh. Giống như Ngân hàng Nhật Bản từng được tổ chức theo phong cách của Reich Bank và Hà Lan. Nhưng đến lượt họ, song song với quá trình phát triển nhanh về kinh tế, NHTW được liên tục hoàn thiện. Ngân hàng Nhật trở thành hình mẫu cho nhiều nước trong đó có Hàn Quốc. Fed của Hoa Kỳ được các quốc gia như Nam Phi, New Zealand, Salvador, Peru, Israel... mô phỏng.

Mọi loại tri thức, trong đó có tri thức về hoạt động ngân hàng không từ trên trời rơi xuống cho bất kỳ nước nào, mà chỉ có thể sản sinh bởi việc học tập những tri thức đã được người khác, nước khác đúc kết, rồi dần dần bồi bổ thêm trong quá trình phát triển tự thân. Do đó, những nước đang phát triển như Việt Nam cần học tập một cách có chọn lọc và với tinh thần phê phán những gì đã đúc kết sẵn từ các nước. Và đương nhiên, chúng ta phải chọn những mô hình được xem là tốt nhất, là hàng đầu hiện nay.

Đó là lý do chúng tôi phân tích quan hệ giữa chính trị và chính sách tiền tệ dựa trên minh họa về tình hình và kinh nghiệm Hoa Kỳ. Chúng ta sẽ thấy rằng, để hoạt động của Fed có một ranh giới xác định với chính trị như hiện nay (kể cả những quan hệ tenuous của nó), nó đã thực sự trải qua nhiều mâu thuẫn, xung đột, và sửa đổi liên tục theo nhu cầu của nền kinh tế cùng với những thay đổi về hoàn cảnh. Cũng chính vì điều này, kinh nghiệm đã qua của nó là điều cần nghiên cứu cho tất cả mọi ngân hàng và những ai quan tâm.

Giữa chiến tranh thế giới thứ hai, cũng như chiến tranh thế giới thứ nhất, Fed của Hoa Kỳ lệ thuộc khá nặng vào chính sách của chính phủ mà kho bạc là đại diện. Kho bạc yêu cầu Fed phải giữ lãi suất thấp để tối thiểu hóa tiền lãi mà chính phủ phải trả cho công trái từ mục tiêu phục vụ chiến tranh.

Giá cả lên 25% giữa thời kỳ 1941 - 1945 bởi chính sách nói lỏng cung ứng tiền của Fed mặc dù nó đã được kiểm soát khá cứng rắn. Cuối năm 1945, chiến tranh kết thúc, nhưng kho bạc vẫn tiếp tục gây áp lực và yêu cầu Fed phải giữ lãi suất thấp. Quốc hội Hoa Kỳ bị thuyết phục rằng nếu để lãi suất lên cao, thứ nhất, ngân sách phải gánh những khoản trả lãi không lồ từ công trái mỗi năm. Bởi nợ của chính quyền Liên bang đã tăng từ mức 38 tỷ USD năm 1938 lên đến 279 tỷ USD năm 1945 hay hơn 7 lần chỉ trong 6 năm chiến tranh. Thứ hai, lãi suất cao sẽ làm giá trái phiếu hạ, gây thiệt hại cho những công dân đã mua công trái để ủng hộ chính quyền. Do đó, Quốc hội Hoa Kỳ quay sang ủng hộ kho bạc. Fed bị bó buộc phải tăng cung ứng tiền, hạ giá USD và giữ lãi suất thấp cho đến năm 1951.

Lãi suất thấp từ năm 1942 qua 1945 đến 1951 đã làm cho nhân dân Mỹ dần dần rút bớt tiền ngân hàng ra mua hàng hóa, nhà cửa, bất động sản bởi lạm phát giá cả đã lên cao hơn lãi suất danh nghĩa. Họ nhanh chóng bán trái phiếu ra để mua tài sản khác. Giá nhà cửa và một vài loại hàng hóa khác tăng lên 50% trong vòng từ năm 1945 đến 1948. Fed ý thức được hiện tượng sáp bùng ra của lạm phát, cố gắng thuyết phục quốc hội cho nâng lãi suất vào năm 1948. Nỗ lực này tiếp tục bất thành. Chính sách tiền tệ tiếp tục phụ thuộc vào Nhà Trắng và kho bạc.

Tháng 6/1950, chiến tranh tại Hàn Quốc bùng nổ. Lạm phát lên 23% trong tháng 8/1950. Chờ cho đến khi cả kho bạc và quốc hội nhận ra nguy hiểm của lạm phát, Fed mới được phép đưa lãi suất lên. Cuối năm 1950, tất cả mọi công cụ chính sách tiền tệ của nó đều

được huy động để thắt chặt cung ứng tiền. Nếu giá cả hàng tiêu dùng bình quân năm 1946 là 76,9 thì năm 1952 nó lên tới 113,5.

Tranh cãi với nhau về trách nhiệm gây ra lạm phát giữa một bên là Fed và bên kia là kho bạc, giữa Nhà Trắng và Quốc hội diễn ra àm ĩ trong suốt một năm trời, từ đầu 1950 cho đến đầu 1951. Tháng 3/1951, trong lúc Quốc hội nhận ra lỗi của mình và yên lặng, kho bạc nhượng bộ và ngày 4/3/1951, thỏa thuận kho bạc - Fed ra đời, chấm dứt những yêu sách trực tiếp của Nhà Trắng về chính sách tiền tệ.

Kho bạc vẫn tiếp tục khó chịu, và thực sự Fed đã phải hành động một cách thận trọng trước cặp mắt cú vọ của kho bạc trong những năm đầu thập niên 50. William McChesney Martin - người vừa là Chủ tịch Ban Thống đốc và cũng từng là phát ngôn viên của Fed trong suốt 20 năm (1950 - 1970) là người thiết kế chính sách tiền tệ cần thận nhưng cứng rắn. “Chính sách hỗ trợ tiền kho bạc” được Fed bâi bỏ dần dần, nâng lãi suất dài hạn để kích thích mở rộng đầu tư.

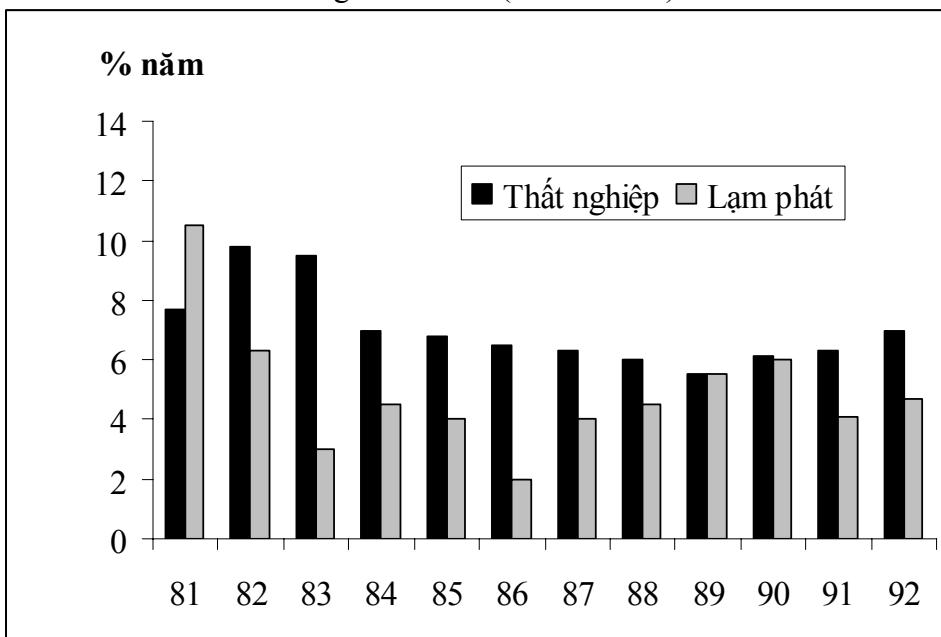
Năm 1960, J.F Kennedy thay Eisenhower, dứt khoát cắt giảm thuế để bắt đầu chương trình kích thích kinh tế tăng trưởng. Fed ủng hộ kế hoạch này và bắt đầu nói lỏng cung ứng tiền. Giữa lúc Kennedy sắp đi đến quyết định thôi can thiệp vào Đông Dương để giảm chi phí chiến tranh, hỗ trợ cho việc giảm thuế thì phe điều hâu thắng thế, Kennedy bị ám sát. Fed, do không muốn ở vào thế đối kháng với tổng thống nên đã tiếp tục bành trướng tiền tệ trong giai đoạn của Johnson. Lạm phát vọt lên 4,7% năm 1968, và 6,1% năm 1969. Cuối năm 1969, Fed phải chuyển sang thắt chặt cung ứng tiền.

Chính sách thắt chặt kéo dài cho đến năm 1972. Năm 1970, Arthur Burns thay thế William McChesney Martin làm Chủ tịch Ban thống đốc. Bị Nhà Trắng thuyết phục, cuối năm 1971, Arthur Burns nói lỏng cung ứng tiền để hỗ trợ cho Richard Nixon. Năm 1973, khủng hoảng giá dầu lần thứ nhất đã làm tăng chi phí, đẩy lạm phát lên 12,2% năm 1974. Fed chuyển sang thắt chặt cung ứng tiền. Năm 1975, lạm phát còn 7,0%. Mặc dù Gerald Ford tìm mọi cách để thuyết phục Burns nói lỏng cung ứng tiền để phục vụ cho đợt bầu cử năm 1975, nhưng Fed chỉ miễn cưỡng nói lỏng một ít cung ứng tiền.

Nhưng Jimmy Carter đắc cử, chương trình hành động thống nhất giữa Nhà Trắng và Fed trong việc chống thắt nghiệp được thỏa thuận. Fed tăng cường vận tốc cung ứng M1, hạ lãi suất chiết khấu và dự trữ bắt buộc. Nền kinh tế nước Mỹ phục hồi trong 2 năm 1977 - 1978. Tuy nhiên, tổng cầu tăng nhanh cộng hưởng với con sốc dầu lửa lần thứ hai vào tháng 8 năm 1978 đẩy lạm phát nước Mỹ lên 9% năm 1978, và 11,3% năm 1979. Một cách miễn cưỡng, Carter phải để cho Fed quay sang thắt chặt tiền tệ. Năm 1980, suy thoái bắt đầu. Kết quả là Carter thất cử và Ronald Reagan vào Nhà Trắng năm 1981.

Paul A. Volcker thay William G. Miller làm Chủ tịch Ban thống đốc ngày 6 tháng 8 năm 1979, chuyển mục tiêu điều tiết trung hạn từ lãi suất chiết khấu sang “dự trữ không vay mượn” để thay đổi cung ứng tiền và chống lạm phát. Volcker thắt chặt tiền tệ từ 1981 cho đến 1983 mặc dù Reagan thay đổi chính sách, chấp nhận thâm hụt, gia tăng chi tiêu để kích thích kinh tế. Năm 1984, Nhà Trắng tạo mọi áp lực để Fed nói lỏng cung ứng tiền ngay giữa lúc nó đang nâng giá USD nhằm điều chỉnh cán cân thanh toán tổng thể. Sau nhiều tranh cãi, cuối năm 1984, Volcker đành phải nói lỏng dần cung ứng tiền. Năm 1985, thắt nghiệp giảm, Ronald Reagan tái đắc cử tổng thống, nhưng cung ứng tiền tăng đã làm cho giá USD lên tới đỉnh cao nhất, trong vòng 16 năm, về giá trị so với các ngoại tệ mạnh khác, giảm xuống hơn 35% giá trị vào đầu 1986.

Biểu đồ 14.2: Lạm phát và thất nghiệp trong 2 đời tổng thống Reagan và Bush (1981 - 1992)



Nguồn: John P.Frendreis and Raymond Tatalovich - *The Modern Presidency and Economic Policy* F.E.Peacock Publishers, Inc Itasca, Illinois - USA, 1994 - P. 189

Năm 1988, tăng trưởng kinh tế và thất nghiệp thấp tiếp tục giúp Đảng Cộng hòa thắng thế và George Bush thay Reagan làm tổng thống. Trong 3 năm đầu 1988 - 1989 và 1990, Fed được tự do hành động và với bản chất cỗ hũu, luôn luôn quan tâm đặc biệt đến lạm phát. Alan Greenspan - người thay Volcker làm Chủ tịch Ban thống đốc Fed ngày 11 tháng 8 năm 1987 tiếp tục trở lại thất chật cung ứng tiền đầu năm 1989 khi OPEC quyết định nâng giá dầu. Lạm phát dao động ở mức dưới 6%, và thất nghiệp vẫn tiếp tục ở mức thấp cho đến năm 1990 một phần nhờ vào dư hướng của đợt bành trướng kinh tế 4 năm sau của triều đại Reagan, phần nữa, nhờ vào các luồng tài chính từ Trung Đông đổ vào đầu tư sau khi Irắc đưa quân vào Cô oét và chiến tranh vịnh Persian xảy ra. Năm 1991, thất nghiệp vọt lên hơn 6% giữa bầu cử đang gần kề vì sự thất chật tiền của Fed.

Mùa xuân năm 1991, Bush gây áp lực, yêu cầu Fed nới lỏng cung ứng tiền bằng cách đặt ra một số dấu hỏi và chần chừ không chịu bổ nhiệm Alan Greenspan trở lại làm Chủ tịch Ban thống đốc. Đến tháng 7 sau khi Greenspan được bổ nhiệm xong thì tháng 8, Quốc hội mà Đảng Cộng hòa của George Bush chiếm đa số, lại hỗ trợ Bush, ra sức thuyết phục Fed nới lỏng tiền tệ bằng cách đe dọa sẽ có thể cách chức chủ tịch “Hội đồng chính sách thị trường mở” (Federal Open Market Committee) của Alan Greenspan. Bầu cử càng đến gần, áp lực từ tổng thống và quốc hội đến chính sách của Fed càng nặng nề hơn. Mọi chuyện càng ầm ĩ vào cuối năm và Fed bị bắt buộc phải miến cưỡng nới lỏng cung ứng tiền. Tuy nhiên, chính sách thất chật từ năm 1989 đã làm cho lạm phát - còn quán tính - tiếp tục giảm xuống 3% vào năm 1992. Ngược lại, thất nghiệp vọt lên gần 8%. Kết quả là Bush thất cử, chấm dứt 12 năm liên tục cầm quyền của Đảng Cộng hòa - một thời kỳ lâu nhất trong lịch sử nước Mỹ kể từ 1945 và Bill Clinton vào Nhà Trắng.

Không có gì nổi bật bằng khi đảng nắm đa số trong Quốc hội Mỹ lại đồng thời là đảng đang cầm quyền hành pháp. Lúc đó, tác động của chính trị đến chính sách tiền tệ của Fed trở nên cực kỳ mạnh. Thực sự Fed khó mà cưỡng lại để theo quan điểm của riêng nó vào những hoàn cảnh như vậy. Còn ngoài ra, vào cuối mỗi chu kỳ chính trị, áp lực của Nhà Trắng dưới nhiều hình thức, đều được tăng cường để kéo Fed và chính sách của nó ủng hộ cho bầu cử. Có thể nói rằng, ngay ở đất nước mà hoạt động và sự tồn tại độc lập của NHTW và chính sách

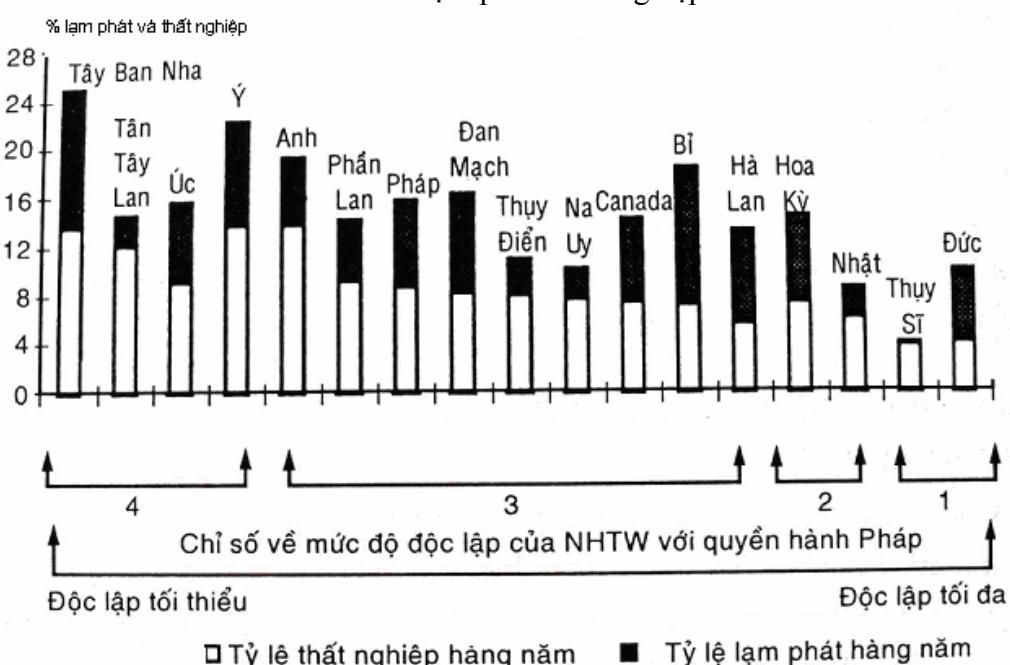
tiền tệ đã được ghi rõ vào Luật như Mỹ, mọi cố gắng của chính quyền nhằm ảnh hưởng đến việc quyết định chính sách của NHTW cũng chưa bao giờ biểu hiện khả năng sê chấm dứt.

### **14.3. MỨC ĐỘ ĐỘC LẬP CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG VÀ TÌNH HÌNH KINH TẾ**

Ở Châu Âu, người ta sở dĩ luôn lo ngại sự phụ thuộc của NHTW vào chính trị, bởi vì thực sự nó có những duyên cớ đáng lo ngại. Keynes đã từng nói, bản thân mỗi thiết chế như “NHTW hay chính quyền cũng đã ảnh hưởng, tác động đến đời sống con người, xã hội một cách vô cùng to lớn, ngay cả khi nó hoạt động đúng hoặc sai, đến mức mà mọi người bình thường không thể tưởng tượng nổi”. Cho nên, nếu nhập chung cả hai loại quyền lực (kinh tế - tài chính và hành chính) vào làm một và giao cho một nhóm người nắm trong tay, hậu quả của nó sẽ vô cùng khủng khiếp trên cả hai phía tích cực và tiêu cực.

Xuất phát từ sự lo ngại như vậy, họ cho rằng, sự phân ra làm 2: quyền lực kinh tế riêng ra với quyền lực chính trị - hành pháp, là cần thiết. Alberto Alesina, giáo sư Đại học Harvard trong công trình nghiên cứu nhan đề “Chính trị và chu kỳ kinh doanh ở các nước công nghiệp” xuất bản tháng 4 năm 1989 đã chứng minh một cách hợp lý mối quan hệ có thực giữa mức độ hoạt động tác nghiệp độc lập của NHTW với tỷ lệ lạm phát và thất nghiệp. Ông thống kê 17 nước trong OECD từ năm 1973 đến năm 1986 và nhận ra rằng hai nước có mức độ độc lập của NHTW cao nhất thế giới là Đức và Thụy Sĩ cùng với hai nước có mức độ độc lập đứng vào hàng thứ nhì - Hoa Kỳ và Nhật Bản - là 4 nước có tỷ lệ lạm phát và thất nghiệp thấp vào hàng nhất thế giới. Ngược lại, ở Italy, New Zealand, Tây Âu, và Australia nơi mà NHTW phụ thuộc khá nhiều vào chính trị và quyền hành pháp trong việc quyết định chính sách tiền tệ, thì cũng là nơi có tỷ lệ lạm phát và thất nghiệp luôn cao nhất. Kinh tế tăng trưởng cũng chậm hơn rất nhiều.

**Biểu đồ 14.3: Quan hệ giữa mức độ độc lập<sup>1</sup> của NHTW với chính trị và vấn đề lạm phát - thất nghiệp**



*Nguồn: Meir Kohn - P.802*

Tỷ lệ thất nghiệp là thước đo mức độ tăng trưởng kinh tế của mỗi nước. Sự giảm đi của tỷ lệ thất nghiệp phản ánh rằng sản xuất đã được mở rộng, công ăn việc làm nhiều hơn,

<sup>1</sup> Độ lập được hiểu theo nghĩa tương đối trong hoạt động tác nghiệp của ngân hàng. Bởi vì về bản chất, ngân hàng ở các nước tư bản là thuộc các tập đoàn tư bản tài chính (BT).

sản lượng tiềm năng bành trướng xa hơn, và đây chính là những tiêu chuẩn để xác định tính phát triển cẩn bản và lành mạnh của nền kinh tế. Ngược lại, sự tăng cao của tỷ lệ này cho biết đầu tư và sản xuất kém mở rộng, công ăn việc làm không đủ cho lực lượng lao động mới tăng thêm, thu nhập không đủ để thỏa mãn về nhu cầu tiêu dùng tối thiểu của người lao động. Nói cách khác, kinh tế tăng trưởng chậm hoặc không tăng về mặt thực tế. Đời sống nhân dân khó khăn hơn.

Do vậy, 2 chỉ số lạm phát và thất nghiệp đều để khái quát toàn bộ tình trạng kinh tế đã qua và tiềm năng sắp đến của một nước. Nó cũng phản ánh phần lớn kết quả của chính sách tiền tệ nói riêng. Biểu đồ 14.3 minh họa rằng càng đi về phía tay trái, quyền quyết định chính sách tiền tệ của NHTW không độc lập được về mặt hoạt động và suy nghĩ, thì lạm phát và thất nghiệp sẽ cao hơn nhiều, kinh tế có nhiều yếu tố không ổn định, tiềm năng bị lãng phí.

Đi về bên phải là những NHTW có mức độ độc lập cao so với quyền hành pháp. Cần lưu ý rằng sở dĩ Thụy Điển, Na Uy và Thụy Sĩ có những mức lạm phát và thất nghiệp thấp một cách đặc biệt là vì các nước này phát triển theo mô hình xã hội: Kiểm soát giá cả, bao cấp những hàng tiêu dùng cơ bản với giá cung cấp rất rẻ. Nhiều ngành sản xuất chỉ hướng về giải quyết công ăn việc làm chứ không quá chú trọng đến lợi tức kinh doanh. Do những đặc thù đó, lạm phát và thất nghiệp đều ở tỷ lệ rất thấp. Còn các nước thị trường hỗn hợp khác như Hà Lan, Hoa Kỳ, Đức, Nhật, mức độ độc lập của NHTW càng cao về mặt hành động, lạm phát càng thấp một cách rõ rệt.

#### 14.4. TƯƠNG LAI CỦA HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG

Chúng ta sẽ đi về đâu, cũng như hoạt động ngân hàng sẽ đi về đâu đều là những câu hỏi rất thú vị. Câu hỏi thứ nhất xin dành cho những công trình về triết học, nhân văn và kinh tế vĩ mô. Riêng với hoạt động ngân hàng, bản thân mối quan hệ tế nhị và phức tạp của nó đối với xã hội và chính trị đã đủ làm cho câu trả lời cũng phức tạp theo.

Tùy theo cách nghĩ, tài liệu mà mỗi bạn đang có trong tay, mỗi người trong chúng ta đều có thể trả lời theo ý của mình cho câu hỏi nói trên. Xin được nhắc lại rằng khoa học dạy chúng ta bài học đầu tiên là “đừng bao giờ áp đặt cách nghĩ của mình lên cho người khác. Nếu cách nghĩ của mình thực sự tốt, hãy để tự họ chấp nhận”.

Trong hơn một thế kỷ gần đây, sự phát triển nhanh chóng của hoạt động ngân hàng, và những hỗ trợ vô cùng to lớn của nó đối với sự phát triển của đời sống và hoạt động kinh tế, đã làm cho ngân hàng trở thành một thiết chế ngày càng quan trọng. Từ thập niên 50, châu Âu và Bắc Mỹ đã đưa ra công thức “Hoạt động kinh tế là một hệ thống gồm 3 bước liên hoàn và kết nối chặt chẽ, lần lượt từ thấp đến cao là: SẢN XUẤT - KINH DOANH - TÀI CHÍNH, NGÂN HÀNG”.

Nhiều nhà quản trị đã phát biểu: kinh doanh lớn là phải chen chân vào thị trường tài chính - ngân hàng. Hiện tượng ấy ngày càng phổ biến đến nỗi không có một công ty, xí nghiệp hay tập đoàn sản xuất nào từ quy mô vừa trở lên ở các nước công nghiệp, mà lại không có riêng một hoặc nhiều công ty tài chính và ngân hàng.

Chính vì các đơn vị kinh tế vừa là mô hình thu nhỏ, vừa là thành tố cấu tạo nên của nền kinh tế vĩ mô, nên xu thế phát triển của các đơn vị kinh tế cũng chính là xu thế phát triển của nền kinh tế nói chung. Trong khi không có một xí nghiệp hoặc đơn vị sản xuất nào là không có liên hệ hàng ngày với ngân hàng, trong khi mọi xí nghiệp nhỏ nhất đều nuôi tham vọng đến ngày nào đó đủ sức sẽ thành lập hoặc mua cổ phần để làm chủ riêng một ngân hàng, thì thực sự xu thế phát triển chung mà nền kinh tế buộc sẽ vươn tới đó là “kinh doanh kết hợp với ngân hàng”.

Vấn đề này, ở các nước đang phát triển cũng không khác. Nhiều công trình nghiên cứu gần đây của Ngân hàng thế giới (WB) đã chỉ ra rằng, ở những nước phát triển nhanh, bao giờ ngân hàng và thị trường tài chính cũng phải phát triển trước làm đầu máy để kéo các ngành khác lên theo. Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan, Singapore, Mêhicô, Ái Nhĩ Lan... là những thí dụ. Khi hoạt động ngân hàng được chú trọng đây đủ để liên tục củng cố và hoàn thiện, được đặt

vào đúng vị trí, chức năng, được cho đủ quyền hạn... thì nó có khả năng thực hiện tốt việc huy động tài chính trong toàn xã hội, ngăn ngừa lãng phí, phục vụ một cách thuận lợi nhất cho việc phát triển các ngành sản xuất còn lại. Điều tương tự cũng luôn luôn xảy ra là nơi đâu mà hoạt động ngân hàng kém phát triển, kém kỹ năng cả về kỹ trị lẫn nhận thức, không được coi trọng đúng mức, chỉ được chính quyền xem là công cụ bình thường thì dứt khoát ở đó tình trạng kém phát triển, trì trệ, lạm phát hoặc tăng trưởng không căn bản là điều chắc chắn xảy ra.

Con người không thể sống nếu thiếu những sản phẩm đơn giản như gạo, muối, vải vóc... Xã hội và cộng đồng không thể phát triển nếu thiếu những bước liên tục sản xuất ra những sản phẩm ngày càng tinh vi, phức tạp và nhiều trí óc hơn, để phục vụ cho việc vươn ra với vũ trụ bí mật. Chính hoạt động ngân hàng đã tập trung mọi nguồn lực, tài nguyên và phương tiện để những sản phẩm đơn giản ngày càng được sản xuất ra với giá rẻ, nhiều, để con người ngày càng ít bận tâm hơn đến vấn đề ăn uống, đến nền kinh tế có đủ điều kiện vươn tới sản xuất sản phẩm phức tạp. Hoạt động ngân hàng, do đó, là yếu tố không thể thiếu được của các nền kinh tế hiện đại. Nó ngày càng cần thiết cho mọi nước cả trong hiện tại và tương lai ■

## PHẦN V - THU MỤC THAM KHẢO VÀ TÀI LIỆU GỢI Ý ĐỌC THÊM

### **CHƯƠNG 1**

1. GARRY SMITH: Money and Banking, Addison Wesley Publishing Company, Massachusetts, USA, 1982.
2. A.P.ANDREW: What ought to be called money, Quarterly Journal of Economic N.0.13, USA, 1989.
3. JONH KENNETH GALBRAITH: Money, Houghton Mifflin Published, Boston, USA, 1975.
4. PAUL EINZIG: Primitive Money, Eyre and Spottiswood Published, London, 1948.
5. D.H.ROBERTSON: Money, James Nisbet, Cambridge Press, Great Britain, 1922.
6. W.A.SHAW: The History of currency: 1252 to 1894. Second edi., Second edi., Augustus M.Kelly Press, New York, USA, 1967.
7. WILLARD PRICE: Japan's islands of mistery, John Day Press, New York, USA, 1944.
8. DAVID HUME: of Money, in "David Hume's writings on Economics" - Madison: University of Winconson press, USA. 1955.
9. MEIR KOHN: Money, Banking and Financial market, The Dryden press, Florida, USA, 1933.

### **CHƯƠNG 2**

1. TRẦN TRỌNG KIM: Việt Nam Sử Lược (bản in lần thứ sáu). NXB Tân Việt, Sài Gòn, 25 tháng 4, 1958.
2. NHÀ XUẤT BẢN TRẺ VÀ HỘI TEM TP.HCM: 100 năm tiền giấy Việt Nam, TP.HCM, 1994.
3. A.B.HEPBURN: A History of Currency in the United States, Mac Millan Published, New York, 1915.
4. RICHARD H.TIMBERLAKE: Time deposits in the definition of money, American economic review March 1967, USA, 1967.
5. DAVID T.HULLET: More on an Empirical definition of money, American economic review March 1972, USA, 1972.
6. EDWARDS R.FRANKLIN: More one Substitutability between money and near-monies, Journal of money, credit and banking, August 1972, USA, 1972.
7. MILTON FRIEDMAN AND DAVID MEISELMAN: The relative Stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States 1897 - 1958, Prentice hall Published, USA, 1963.
8. ROBERT CLOWER: Introduction in the monetary theory: Selected readings, Penguin Books Press, New York, USA, 1969.
9. JAMES PIERCE: Monetary and Financial economics, John Wiley and Sons Press, New York 1984.
10. MARK S.FLANNERY & JAFFEE J DWIGHT: The economics implications of an Electronic Monetary transfer system - Lexington Books, Massachusetts, USA, 1973.

11. BRYAN HIGGINS & JON FAUST: NOWS AND SUPER NOWS: Implications for defining and measuring money, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas city, January, 1983.

12. FRITZ K.RINGER: The German inflation of 1923, Oxford university press, New York, USA, 1969.

### **CHƯƠNG 3**

1. ARMEN ALCHIAN: Why money, Journal of Money, Credit and Banking No.9, USA, February 01, 1977.

2. NORMAN ANGELL: The story of money, Frederick A. Stokes Co. Press, New York, USA, 1929.
3. KARL BRUNNER & MELTZER A.ALLAN: The uses of money in the theory of an exchange Economy, American economic review, December 5, 1971, USA, 1971.
4. W.S.JEVONS: Barter in money and the mechanism of exchange, D.Appleton Press, New York, 1892.
5. WILLIAM M.GOUGE: A short history of paper money and banking in the United States, Augustus M.Kelly Press, New York, 1968.
6. JOHN KENNETH GALBRAITH: Money, Houghton Mifflin Press, Boston, USA, 1975.

#### **CHƯƠNG 4**

1. A.B HEPBURN: A history of currency in the United States, Mac Millan Press, New York, 1915.
2. HERMAN E.KROOSS & MARTIN R.BLYN: A history of financial intermediaries, Random House Press, New York 1971.
3. H.PARKER WILLIS & GEORGE W.EDWARDS: Banking and Business. Harper and Brother Press, New York, 1925.
4. M.H.DEKOCK: Central banking, Staples Printers Ltd. Press, England, 1967.
5. CLAIR M.ST.CLARKE & HALL D.A: Legislative and documentary history of the Bank of the United States, Augustus M.Kelley Press, New York, 1967.
6. DUMAS MALONE: Jefferson and his time vols, 1 & 2, Little Brown Press, Boston, USA, 1948 & 51.
7. JAMES D.TRACY: A Financial revolution in the Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the country of Holland 1515 - 1565, University of California Press, 1985.
8. Lawrence G.Goldberd & Hanweck A.Gerald: The Growth of the world's 300 largest banking organizations by country, Journal of banking and finance No.15, USA, February 1991.

#### **CHƯƠNG 5**

1. ARTHUR F.BURN: Maintaining the soundness of our banking system, Speech at Honolulu Hawaii, USA, Oct.1974.
2. DOROTHY M.NICHOLS: Modern money mechanics, Federal Reserve Bank of Chicago published, USA, 1971.
3. WESLEY LIDOW: Inside the money market, Random House Press, USA, 1972.
4. CLIFTON H.KREPS: Banking and monetary policy, University of Carolina Press, USA, February, 1962.
5. LEWIS M.K. & DAVIS K.T.: Domestic and International banking, M.I.T. Press, Cambridge, England, 1987.
6. MARCIA L.STIGUM - The money market, Down Jones, Irwin Press, USA, 1990.
7. TIMOTHY KOCK: Bank management, Dryden Press. Second Ed., USA, 1992.
8. GEORGE I.BENSTON: The separation of commercial and investment banking: The Glass Steagall Act Revisited and Reconsidered, Oxford University Press, New York, 1990.
9. ALTON R.GILBERT: Bank market structure and competition: A Survey, Journal of Money Credit and Banking No.16, USA, November, 1984.
10. DEUTSCHE BUNDES BANK: Annual report 1980 to 1995.
11. DEUTSCHE BUNDES BANK: Monthly report 1990 to 1996.
12. BANK OF KOREA: Financial system in Korea, 1976 - 1995.
13. FEDERAL RESERVE ANNUAL REPORT: 1980 - 1995.
14. FEDERAL RESERVE BULLETIN: 1980 to July 1996.
15. BANQUE DE FRANCE: Annual report, 1990 to 1995.
16. BANQUE DE FRANCE: Bulletin digests from March 1990 to March 1996.
17. BANK OF JAPAN: Annual review, 1990 - 1995.

## CHƯƠNG 6

1. M.H.DEKOCK: Central banking, Staples Printers Ltd. Press, England, 1967.
2. IRVING FISHER: The purchasing power of money, Mac Millan Press, USA, 1911.
3. RICHARD H.TIMBERLAKE: The origins of the central banking in the United States, Harvard University Press, Cambridge, 1978.
4. GLENN G.MANN: Encyclopedia of banking and finance, Bankers Publishing Company Press, USA, 1991.
5. CHARLES GOODHART: The evolution of central banks, MIT Press, 1988.
6. VERA C.SMITH: The rationale of central banking and the free banking alternative, Liberty Press, Indianapolis, USA, 1990.
7. BRUCE J.SUMMERS: Clearing and payment systems: The role of the central bank, Federal Reserve Bulletin, February, 1991.
8. RICHARD H.TIMBERLAKE: The central banking role of clearing associations - Journal of Money, Credit and Banking No.16, USA, February 1984.
9. MARVIN GOODFRIEND: Monetary Mystique: Secrecy and Central banking, Journal of Monetary economics No.17, USA, January 1986.
10. BANQUE DE FRANCE. BANK OF JAPAN, FEDERAL RESERVE SYSTEM, AND DEUTSCHE BUNDES BANK ANNUAL REPORT, REVIEW AND MONTHLY REPORT, BULLETIN,

## CHƯƠNG 7

1. AMERICAN BANKERS ASSOCIATION: The commercial banking industry, Prentice Hall, 1962.
2. MARCIA L.STIGUM & BRANCH O.RENE: Managing bank assets and liability: Strategies for risk control and profit, Down Jones, Irvin Homewood Press, USA, 1983.
3. DONALD HODYMAN: Commercial bank loan and investment policy, University of Illinois Press, USA, 1963.
4. PAUL S.NADLER: Commercial banking in the economy, Random House Press, USA, 1973.
5. STEPHEN M.GOLDFELD: Commercial bank behavior and economic activity, North Holland, 1966.
6. GEOGRE MORRISON: Liquidity preferences of commercial banks, University of Chicago Press, LISA, 1966.
7. LEONALL C.ANDERSON & ALBERT E.BURGER: Asset management and commercial bank Portfolio behavior: Theory and practice, journal of Finance, USA, May 1969.
8. HENRY ALLEN LATANCE: Cash balances and interest rate: A pragmatic approach, Review of Economics and Statistics, USA, November, 1954.
9. PETER A.FROST: Banking services, Minimum cash balances and the Firm's demand for money, Journal of Finance, December, 1970.
10. WILLIAM R.KEATON: The new risk - based capital Plan for commercial banks, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic review No.74, USA, December, 1989.
11. JOHN DUCA & MARY M.MC LAUGHLIN: Developments affecting the prontability of commercial banks, Federal Reserve bulletin No.77, July, 1990.
12. WILLIAM H.BRUNSEN & SPENCER H.AUSTIN & OTHERS: Commercial banking and the Financial services industry, Reston, USA, 1985.
13. MOULTON, H.G.: Commercial banking and capital formation, Journal of Political Economy, July, 1918.
14. PROCHNOW HERBERT: Terms loans and theories of bank liquidity, Prentice Hall, New York, 1949.
15. ROLAND ROBINSON: The management of bank funds, Mc Graw-Hill, New York, USA, 1962.
16. William L.Silber - Commercial bank liability management, Association of Reserve City bankers Press, Chicago, 1978.

17. SINKEY J.R: Commercial bank financial management, Mc Millan, New York, 1983.
18. MICHAEL KLEIN: A Theory of the banking firm, Journal of Money, Credit and Banking No.3, USA, May, 1971.
19. JAME TOBIN AND WILLIAM C.BRAINARD: Asset market and thee cost of capital, North Holland Press, Amsterdam, 1977.
20. FEDERAL RESERVE ANNUAL REPORT: 1960 to 1995.
21. FEDERAL RESERVE BULLETIN: 1960 to 1996.
22. BANK OF KOREA: Quarterly economic review 1976 to 1996.
23. BANK OF KOREA: Financial System in Korea 1976 to 1995.
24. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT: Annual report 1980 to 1995.
25. BANQUE DE FRANCE: Bulletin digest, 1980 to April 1996.
26. INTERNATIONAL MONETARY FUND: World Economic Outlook, every May from 1980 to 1995.
27. FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION: Annual Report, 1990 - 1995.
28. SIAM CITY BANK: Annual report, 1994 - 1995.
29. RICHARD H.TIMBERLAKE: Time deposits and definition of money - American Economic Review, March 1972, USA, 1972.
30. KALMAN J.COHEN & FREDERICK S.HAMMER: Analytical Methods in banking, Irving Press, USA, 1966.
31. JOHN G.GURLEY: Financial institutions in the saving, Investment Process, Proceedings of the conference in 1959 on saving and residential Financing, USA, 1959.
32. DONALD P.MORGAN: Bank credit commitments: protection from a credit crunch, Federal reserve bank of Kansas city Economic review No.75, October 1990.
33. GEORGE SOFIANOS & PAUL WACHTEL...: Loan commitments and monetary policy, Journal of Banking and Finance No.14, WA, October 1990.
34. DWAYNE WRIGHTSMAN: An introduction to monetary theory and policy, The Free Press, New York, USA, 1976.
35. ROGER LEROY MILLER & DAVID D.VANHOOSE: Modern money and Banking, Mc Grawhill Inc. Press, USA, 1993.

## **CHƯƠNG 8**

1. MARCIA STIGUM: The money market, Dow Jones Irwin, Homewood press, USA, 1983.
2. SIDNEY ROBBINS: The securities markets: Operations and issues, The Free press, New York, 1966.
3. MURRAY E.POLAKOFF & DURKIN THOMAS: Financial institutions and markets, Houghton Mifflin Press, Boston, 1981.
4. CHARLES S.MORRIS: Managing interest rate risk with stock index futures, Federal reserve bank of Kansas city, Economic review No.74, March 1989.
5. RAYMOND W.GOLDSMITH: Financial intermediaries in the American Economy since 1900, Princeton University Press, Princeton, 1958.
6. ERIC S.ROSENGREN: The case for junk bonds, Federal reserve bank of Boston, New England Economic review, June, 1990.
7. RICAHRD H.JEFFERIS: The high-yield debt market: 1980, 1990, Federal reserve Bank of Cleveland Economic commentary April 1, 1990.
8. MARTIN FELDSTEIN: Inflation and the stock market, American Economic review, USA, 1980.
9. BERYL SPRINKEL: Money and stock prices, Homewood Press, USA, 1964.
10. ALFRED COWELS: Stock market forecasting, Econometrica Review, USA, 1944.
- II. MARCIA STIGUM: After the trade, dealer and clearing bank operations in money market and government securities, Homewood Press, USA, 1988.

12. FEDERAL RESERVE ANNUAL REPORT AND BULLETIN: Deutsche Bundesbank annual report and monthly report, Banque de France annual report and Bulletin digest from 1980 to 1996.

13. NEW YORK TIMES in 1996.

14. BANKOK POST in 1996.

### **CHƯƠNG 9**

1. JOHN KENNETH GALBRAITH: Money, Houghton Mifflin Press. Boston, USA, 1975.

2. JEFFREY FRIEDEN: Banking on the world, the politics of international Finance, OxFord university Press, Blackwell, 1987.

3. MARCELLO DE CECCO & ALBERTO GIOVANNINI: A European central bank? Cambridge University Press, 1989.

4. ORLIN J.GRABBE: International financial markets, Elsevier Press, 1986.

5. JEFF MADURA: International financial management, West Publishing Co. Published, USA, 1986.

6. JAMES MARKUSEN & JAMES MELVIN: The theory of international trade, Harper & Row Press, New York, 1988.

7. MICHAEL MELWIN: International money and finance, Harper & Row Press, New York, 1989.

8. BRUNO SOLNIK: International investments, Addison, Wesley publishing Co., Massachusetts, 1988.

9. BETH YARBROUGH & OTHERS: The world economy: Trade and Finance, The Dryden Press, New York, 1988.

10. FRANCESCO GIAVAZZI & ALBERTO GIOVANNINI: Limiting exchange rate flexibility, MIT Press, USA, 1991.

11. HEINZ RICHL & RITA M.RODRIGUZ: Foreign exchange markets, Mc Grawhill Inc. Press, USA, 1977.

12. WILLARD PRICE NORLING: Monetary policy in Europe after Maastricht, Martin's Press, USA, 1993.

13. PAUL DE GRAUWE & LUCAS PAPADEMOS: The European monetary system in the 1990, Center of European Policy studies Published, New York, 1990.

14. WORLD BANK: Annual report 1950 to 1995, published by the Bank, Washington DC20433, USA.

15. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS: Annual report 1990 - 1995, Published by the Bank, NY 10017.

16. ASIAN DEVELOPMENT BANK: Annual report 1990 to 1995, Published by the Bank, Manila, Philippines

17. FEDERAL RESERVE SYSTEM: Deutsche Bundesbank, Banque de France, Annual report, Bulletin, monthly report, Bulletin digest 1984 to 1996.

18. DAVID D.DRISCOLL: What is the international Monetary Fund, IMF Press, Washington DC, January, 1991.

### **CHƯƠNG 10**

1. ALTON R GILBERT: Payments System risk, Economic review of the federal reserve bank of St.Louis, February, 1989.

2. CHRISTIAN VITAL & DAVID MENGLE: SIC: Switzerland's New electronic interbank payment system, Economic review of the Federal reserve Bank of Richmond, December, 1988.

3. ROB DIXON: Banking in Europe: The single market, Routledge Press, London, 1991 .

4. DAVID FOLKERTS LANDAU: The case for international coordination of financial policy, University of Chicago Press, Chicago, 1990.

5. CHARLES A.E.GOODHART: International considerations in the formulation of Monetary policy, Federal reserve bank of the New York Press, New York, 1990.
6. ALBERTO GIOVANNINI & COLIN MAYER: European financial integration, Cambridge university Press, Great Britain, 1991.
7. GEORGE KAHN: International policy coordination in an interdependent world, Federal reserve bank of Kansas city Press, Economic review No.72, 1987.
8. RONALD MC KINNON: An international standard for monetary stabilization, Institute for international Economics Press, USA, 1984.
9. JURG NICHANS: International monetary economics, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1984.
10. DENNIS SWANN: The Economics of the common market, Penguin Books, London, 1988.
11. FEDERAL RESERVE BULLETIN: from 1960 to 1996.
12. BANQUE DE FRANCE: Deutsche Bundesbank, Annual report, Bulletin Digest, Monthly report 1980 - 1996.

### **CHƯƠNG 11**

1. JOHN MAYBARD KEYNES: The general theory of employment, Interest, and Money, Harcourt Brace Jovanovich Press, New York, 1964.
2. IRVING FISHER: The rate of interest, Mc Millan Press, New York, 1907.
3. IRVING FISHER: The theory of interest, Mc Millan Press, New York, 1930.
4. MILTON FRIEDMAN: Studies in the quantity theory of money: A Restatement, Chicago University Press, 1956.
5. A.C.PIGOU: The value of money, Quarterly journal of Economics, USA, November, 1917.
6. MILTON FRIEDMAN: The supply of money and changes in prices and output, Joint Economic committee of US Congress, 1958.
7. MILTON FRIEDMAN: The demand for money: Some theoretical and empirical results, Journal of Political economy, August, 1959.
8. MILTON FRIEDMAN: Interest and demand for money, Journal of Law and Economics, October, 1966.
9. MILTON FRIEDMAN: A Theoretical framework for monetary analysis, Journal of political Economy, April, 1970.
10. MILTON FRIEDMAN: A monetary theory of nominal income, Journal of Political economy, April, 1971.
11. MILTON FRIEDMAN: Dollars and deficits Prentice Hall inc. Published, New Jerseyl, 1968.
12. MILTON FRIEDMAN: The role of monetary policy, American Economic Review, March, 1968.

### **CHƯƠNG 12**

1. KOHN MATNARD KEYNESS: The general theory of employment, interest, and money, Harcourt Brace Jiovovich Press, New York, 1964.
2. ROBERT J.GORDON: Milton Friedman's monetary Framework, Chicago University Press, Chicago, 1974.
3. PAUL SAMUELSON: Inflationary Slowdown, newsweek, June 23, 1969.
4. HENRY HAZLITT: Inflation in one Page, The Freeman, May, 1978.
5. MILTON FRIEDMAN: What price guidepost, University of Chicago Press, Chicago, 1966.
6. DAVID BEGG AND OTHERS: Economics, Mc Graw Hill book Co. Published, London, 1994.
7. A.W.PHILIPS: The relation between unemployment and rate of Change of money wage rate in the United Kingdom (1861 - 1957), Economica, 1958.

8. GEORGE PERRY: Changing labor markets and inflation, brookings papers on Economic activity No.03, 1970.
9. ROBER J.GORDON: Inflation in recession and recovery, brookings papers No.1, 1971.
10. CHARLES SCHULTZE: Has the Philips curve shifted? Some additional Evidence, Brookings papers on economic activity No.2, 1971.
11. DON MARKLEY: Inflation: Politics or economics, ink, 1979.
12. JAMES TOBIN: Inflation and unemployment, American economic review 12, March, 1972.
13. JOSEPH MINARIK: Who wins, who loses from inflation, Brookings Bulletin, 1978.
14. FRITZ KRINGER: The German inflation of 1923, Oxford university Press, New York, 1969.
15. ADAM FERGUSSON: When money dies: the nightmare of the Weimar collapse, London, 1975.
16. FEDERAL RESERVE: Bulletin and Annual report.
17. BANK OF KOREA: Economic Statistic yearbook 1970 - 1995.
18. ECONOMIC PLANING BOARD OF KOREA: Economic Statistical yearbook, 1976.
19. BIS: Annual report 1980 to 1995.
20. IMF: World economic outlook 1990 - 1994.
21. ROTHSCHILDS: Economic and market outlook from 1990 to May 1996.

### **CHƯƠNG 13**

1. KARL BRUNNER: The role of money and monetary policy, Federal reserve bank of St.Louis review, July, 1968.
2. MILTON FRIEDMAN: The role of monetary policy, American Economic review, March, 1968.
3. J.ERNEST TANNER: Indicators of monetary policy, Banca Nazionale Del larvoro Quarterly Review, December, 1972.
4. ALBERT E.BURGER: The implementation Problem of monetary policy, Federal reserve bank of St.Louis Review, March 1971.
5. MICHAEL G.HADJIMICHALAKIS: Monetary policy and money market, Lexington Books, Lexington, 1982.
6. OXFORD UNIVERSITY: Monetary theory and monetary policy in the 1970s, William Clowes and son Ltd. Press, London, 1971.
7. PAUL M.HORVITZ & RICHARD A.WARD: Monetary policy and the financial system, Prentice Hall Inc.Published, New Jersey 07632, 1983.
8. RALPH C.BRYANT: Money and monetary policy in independent nations, The Brookings institution Press, Washington D.C., July, 1980.
9. Milton Friedman & W.Heller, Monetary versus fiscal policy. W.W.Norton & Company Inc., New York, 1969.
10. MILTON FRIEDMAN: A Program for monetary stability, Fordham University Press, New York city, 1959.
11. ROGER LEROY MILLER & DAVID D.VANHOOSE: Modern money and banking, Mc GrawHill Book Co., 1993.
12. FEDERAL RESERVE SYSTEM: Deutsche Bundes Bank annual report, Bulletin and monthly report.
13. IMF: World economic outlook 1990, 1995.
14. PAUL DE GIALIWE & LUCAS PAPADEMOS: The European monetary system in the 1990, Longman Press, New York, 1990.

15. LE VINH DANH: Monetary policy instruments of the central bank: lessons of Japan, Republic of Korea & the United States, Chalalongkorn University Press, Bangkok, Thailand, August, 1996.

**CHƯƠNG 14**

1. JAMES L.PIERCE: The future of banking, Yale University Press, New Haven & London, 1991.

2. JOHN P.FRENDREIS & RAYMOND TATALOVICH: The modern presidency and economic policy, F.E.Peacock publishers inc., Illinois, 1994.

3. JOHN OLIVER WILSON: The power economy, Little, Brown and Company, Boston, USA. 1975.

4. WILLIAM D.NORHWUS: The political business cycle, the review of Economic Studies, April, 1975.

5. GARRY SMITH: Money and banking, Addison Wesley Publishing Co. Press, USA. 1982 ■

## PHẦN VI - PHẦN DÀNH CHO SINH VIÊN (Câu hỏi và bài tập)

### **Chương 1: LỊCH SỬ RA ĐỜI CỦA TIỀN TỆ**

1. Tại sao tiền tệ lại ra đời và phát triển trước ở Châu Âu mà không là Châu Á?
2. Buôn bán Barter có thể chấm dứt vĩnh viễn trong các nền kinh tế hiện đại không?
3. Trong nền kinh tế Barter, giá cả hàng hóa có tính được không? Cho thí dụ.
4. Giá cả trong Barter được tính dựa trên cơ sở nào? Cho thí dụ.
5. Ngoài 5 tiện nghi tối thiểu về tiền trong chương, theo anh, chị, những tiện nghi khác mà tiền cần có là gì?
6. Hãy kể một số loại tiền tệ bằng hàng hóa khác, ngoài các liệt kê trong chương mà anh, chị biết.
7. Vì sao tiền sorm được xem như là một loại hình của tài sản (như cư dân ở quần đảo Yap).
8. Việt Nam có giai đoạn nào, loại hình buôn bán Barter là phổ biến trong và ngoài nước không? Hãy phân tích.
9. Anh, chị có tin rằng trong mỗi nước, ngoại trừ đơn vị tiền chính thức của nhà nước, nhân dân còn có thể lưu hành loại tiền khác của từng nhóm hay không? Giải thích.
10. Hãy trình bày cách hiểu của riêng anh, chị (bằng ngôn ngữ của chính mình) về “tiền” sau khi đọc hết chương.

### **Chương 2: HỆ THỐNG TIỀN TỆ**

11. Vì sao việc chuyển từ loại tiền có giá trị thực sang tiền quy ước được xem là một bước phát triển trong lịch sử tiền tệ?
12. Theo anh, chị, vì sao tiền pháp định sớm nhất trên trái đất đã từng ra đời ở Trung Quốc và Việt Nam, nhưng lại không tiếp tục phát triển được.
13. Sau đó, Châu Âu bắt đầu có tiền pháp định. Do họ tự nghĩ ra, do xu thế tự phát triển hay do họ học tập từ Đông phương?
14. Cơ chế nào khiến ngân hàng có thể tạo ra được cái mà chúng ta gọi là: “tiền ngân hàng” hay “chuẩn tệ”.
15. Lý do nào mà một nền kinh tế càng đi vào hiện đại thì càng sử dụng nhiều hơn “tiền ngân hàng”?
16. “Tiền ngân hàng” đích thực là gì?
17. Một triệu VND được cắt kỹ cả năm trong tủ nhà riêng của bạn có được tính là một bộ phận của  $M_1$  không?
18. Trong thực tế, thí dụ trong bảng 103 có thể xảy ra không? Vì sao?
19. Hiện nay anh hay chị đang có tài khoản ở ngân hàng hay không? Vì sao có? Vì sao không? Anh, chị có cho rằng mình nên mở tài khoản ở ngân hàng không? Giải thích.
20. Tiền mặt cũng là giấy nợ như các loại giấy nợ khác, nhưng tại sao nó không có lãi suất?
21. Ở Việt Nam hiện nay, ngoài tiền mặt pháp định, anh, chị còn biết thêm những loại nào có thể gọi là tiền nữa?
22. Bao giờ thì địa phương, thành phố của anh, chị, nhân dân có thể dùng được loại tiền tương lai thẻ ATM. Vì sao?
23. Anh, chị có tin rằng, các nền kinh tế trong tương lai sẽ không cần dùng đến tiền mặt của chính phủ nữa hay không? Giải thích.
24. Sự phát hành một loại tín phiếu của các ngân hàng tại Việt Nam trong năm 1995 có ý nghĩa gì?
25. Hệ thống tiền tệ Việt Nam hiện nay, theo bạn, đã hoàn chỉnh chưa? Vì sao? Nếu giả định rằng cần hoàn thiện thêm thì những điều gì nên làm bây giờ, trong tương lai 5 năm, 10 năm tới.
26. Mọi hình thức của tiền tệ đều là phiếu nợ. Tất cả các phiếu nợ phát ra đều phải có ngày thu hồi. Nhưng loại phiếu nợ của nhà nước là tiền mặt pháp định có thu hồi được không?

### **Chương 3: CHỨC NĂNG VÀ VAI TRÒ CỦA TIỀN TỆ**

27. Những đồng tiền cách đây 100 năm hiện nay còn có khả năng trao đổi được không? Vì sao? Những đồng tiền VND mà bạn đang dùng hôm nay vào thời điểm 100 năm tới thì sao? Con cháu chúng ta có thể dùng nó để trao đổi được không? Vì sao?

28. Những đồng tiền cũ, hay nói rõ hơn, những đồng tiền đã từng được sử dụng 50, 100 năm trước đây hiện nay nó biến đi đâu?

29. Bạn có biết nước nào trên thế giới vẫn còn tiếp tục lưu hành những đồng tiền đã được sử dụng từ cách đây 50 năm liên tục đến nay? Vì sao những đồng tiền cũ đó vẫn còn sử dụng được?

30. Vì sao một số nước vẫn còn dùng tiền kim loại cho đến bây giờ?

31. Bạn có tin rằng trên Tây Bắc, Tây Nguyên và một vài vùng khác ở Việt Nam hiện nay, nhân dân vẫn còn dùng những loại phương tiện trao đổi khác tiền mặt pháp định không? Cho thí dụ và giải thích.

32. Hãy giả định trong đầu rằng, đột nhiên, vì một phép màu nào đó, toàn bộ tiền trong nền kinh tế biến mất. Điều gì sẽ xảy ra sau đó?

33. Giải thích về khái niệm tiền mạnh, tiền yếu. Vì sao có sự phân biệt này?

34. Trong cùng một khoảng thời gian nhất định, giả sử: 1997 - 2000, có loại tài sản nào bảo tồn giá trị tốt hơn, hoặc kém hơn tiền mặt không? Tại sao?

35. Tiền là một loại đơn vị để giá trị các hàng hóa và tài sản khác được tính toán. Như vậy tiền với tư cách cũng là tài sản được tính giá trị bằng cái gì?

36. Hãy phân biệt 3 động thái của tiền. Giải thích sự khác nhau.

37. Tạm bỏ qua khía cạnh triết học, tiền thuộc vào loại phạm trù nào đối với xã hội?

38. Ngoài những công dụng của tiền mà chương III đã đề cập, bạn hãy tự nghĩ xem tiền còn công dụng nào khác không?

39. Anh, chị có quý tiền không? Nếu có, vì sao? Nếu không, vì sao? Quan niệm của anh, chị về tiền như thế nào?

### **Chương 4: LỊCH SỬ HÌNH THÀNH HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG**

40. Hãy tìm trong các trường ca Iliade, Odysse và Bhagavadgita mà chép ra những câu liên quan đến hoạt động cho vay tài sản.

41. Ngân hàng trong giai đoạn I và II chỉ được quan niệm như là nơi cất giữ tiền gửi của công chúng. Hãy bình luận câu nói rằng: “Ngân hàng là nơi cất giữ tiền của chúng ta an toàn nhất bằng cách dùng tiền của bạn chúng ta trả cho chúng ta, còn tiền của chúng ta thì đưa cho những người hoàn toàn không quen biết”.

42. Ngân hàng hiện đại được quan niệm là gì?

43. Ở thành phố Athene có thương nhân A mua 1000 đồng vàng hàng hóa ở Florence, đồng thời bán cho Florence 800 đồng hàng hóa. Thương nhân B mua của Florence 500 đồng hàng hóa. Công dân C tiêu dùng hết 400 trong kỳ nghỉ đó. Thương nhân A gửi trong ngân hàng Athene 1200 đồng, B và C gửi 500 đồng. Trong cùng thời gian, thương nhân X và Y có tài khoản gửi mỗi người một khoản 1000 đồng ở ngân hàng Florence. X là tác nhân đã giao dịch và cung ứng dịch vụ cho A, B. Y cung ứng tiện nghi cho C. Hãy tính kết quả bù trừ đơn giản giữa hai ngân hàng.

44. Ở những khu vực khác của xã hội ngoài ngân hàng, có tình trạng bảo lãnh như ngân hàng không? Hãy kể vài thí dụ.

45. Hãy kể về một nghiệp vụ chiết khấu thương phiếu hiện nay mà anh, chị biết.

46. Vì sao các ngân hàng ở giai đoạn III lại có thể xuất các chứng thư tự do khi không có người gửi tiền vào được?

47. Trình bày suy nghĩ của anh, chị về động lực nào khiến nhân dân gửi tiền bằng vàng vào ngân hàng để nhận chứng thư bằng giấy. Trên cơ sở đó, hãy giải thích tiếp con đường nào làm cho các chứng thư bằng giấy này trở thành một loại hình của “tiền” vào các thế kỷ XV - XVIII.

48. Từ thế kỷ XVIII trở về trước, mọi ngân hàng đều được quyền tạo ra tiền. “Tiền” này là những loại gì? Vì sao tình trạng đó là có hại cho nền kinh tế?

49. Các ngân hàng lớn như ngân hàng Anh, Pháp vào khoảng giữa thế kỷ XIX được xem là cứu cánh cho vay cuối cùng. Các anh, chị hiểu về thuật ngữ này thế nào?

50. Những ngân hàng nói trên, trong giai đoạn đó, có thể bị phá sản không? Vì sao?

51. Hãy tìm hiểu và viết khoảng 2000 từ (không gạch đầu dòng) về lịch sử ra đời của NHTW Việt Nam tức Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hiện nay.

52. Giải thích bằng cách nghĩ của mình sau khi hiểu xong chương: Vì sao các nhà nước phải quốc hữu hóa NHTW?

### Chương 5: HỆ THỐNG NGÂN HÀNG HIỆN NAY

53. Có sự khác nhau nào trong các cách gọi tên: Ngân hàng nhà nước, Ngân hàng quốc gia, Ngân hàng dự trữ,... về phạm trù NHTW không?

54. Theo anh, chị, những điều gì là thuận lợi và không thuận lợi của mỗi trường phái về cách thức tổ chức NHTW.

55. Chỉ ra những chỗ giống và khác nhau về quan hệ tổ chức nội bộ của Hệ thống dữ trữ liên bang Hoa Kỳ, Ngân hàng Pháp, Ngân hàng Nhật và Ngân hàng Hàn Quốc.

56. Vì sao có các ngân hàng trung gian còn lại vừa được gọi là trung gian tài chính và cũng là doanh nghiệp.

57. Cái gì giúp phân biệt ngân hàng thương mại, ngân hàng có mục đích đặc biệt và ngân hàng tiết kiệm.

58. Một ngân hàng X có tỷ trọng tiền gửi tiết kiệm chiếm hơn 50% tài sản nợ. Có tỷ trọng cho vay IC lớn hơn 70% tài sản có. Nó thuộc loại ngân hàng gì?

59. Ngân hàng Y có tỷ trọng cho vay I & C là 65% trong tài sản có. Trong đó, cho vay riêng về buôn bán xuất nhập khẩu chiếm 25%. Nó là ngân hàng có thể gọi tên là gì?

60. Ngân hàng Z có tài sản hầu hết là chứng khoán và cho vay cầm cố ngắn hạn. Tài sản nợ của nó giống như ngân hàng X. Nó thuộc loại ngân hàng gì?

61. Các tổ chức tín dụng ở Việt Nam giai đoạn 1987 - 1990 có gì khác với mô hình tổ chức tín dụng trong chương đã học. Giải thích và nhận xét.

62. Hoạt động “choi hui” đang tồn tại hiện nay ở Việt Nam diễn ra như thế nào? Nó có khác gì không, tốt hơn hay kém hơn, so với hình thức hiệp hội cho vay và tiết kiệm? So với tính chất chơi hui theo lối cổ truyền của người Trung Hoa?

Trả lời hoặc viết khoảng 1500 từ.

63. Hãy cho biết hoạt động của các công ty bảo hiểm hiện nay ở Việt Nam, theo anh, chị, các công ty nói trên đã thực sự là một tổ chức tài chính chưa, tại sao?

64. Ở Việt Nam đã có công ty tài chính nào chưa? Chứng minh.

65. Hiện nay chúng ta có các quỹ trợ cấp xã hội: Quỹ hưu trí, Quỹ tương trợ. Chúng đã thực sự là tổ chức tài chính chưa? Vì sao?

66. Giải thích theo cách hiểu của anh, chị, tại sao cho đến bây giờ Việt Nam chưa có các công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán? (Giải thích dài hay ngắn tùy ý).

### Chương 6: HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

67. Hãy ôn lại phần I và tóm tắt trong vòng 1500 từ để trình bày con đường nào đã dẫn những “tín vật trung gian trao đổi” do các công dân của cộng đồng tự thỏa thuận với nhau thành “tiền” cho NHTW quyết định việc phát hành hay cung ứng.

68. P trong Phương trình của Fisher có phải là giá CPI không? Vì sao? L thực sự nói lên cái gì?

69. Lưu ý bảng 2.13 anh, chị sẽ thấy rằng NHTW diễn giải tình hình tài chính của mình không khác gì một ngân hàng bình thường. Bên tài sản nợ của nó từ khoản thứ 13 trở xuống đều phải trả lãi mỗi năm vì nó là “tài sản nợ” của chủ thẻ khác. NHTW là chủ thẻ vay. Vậy tại sao cũng là tài sản nợ, mà tiền mặt và dự trữ lại không được trả lãi?

70. Có một ngân hàng trung ương với hiện trạng tài chính như sau:

$$SDR = +1 \text{ tỷ}$$

$$\text{Tiền mặt đã phát hành} + 1 \text{ tỷ}$$

$$\text{Cho vay chiết khấu} + 0,5 \text{ tỷ}$$

$$\text{Tài khoản thông thường} - 1,2 \text{ tỷ}$$

Chứng khoán chính phủ - 0,7 tỷ  
Các khoản tín dụng chưa trả + 1,5 tỷ  
Các khoản đang thu hồi + 1 tỷ  
Ký gửi ở các ngân hàng + 0,5 tỷ

Hãy xác định: a) Bảng cân đối của NHTW này b) Cơ sở tiền, cung ứng tiền

71. Theo anh, chị, trong 5 cách (hoặc “ngõ”) phát hành của NHTW, cách phát hành nào là tốt nhất? Vì sao? Phát hành nhiều qua ngõ chính phủ có là điều bình thường không? Giải thích.

72. Phát hành tiền qua ngõ các ngân hàng trung gian là nghiệp vụ phát hành tạm thời hay vĩnh viễn? Giải thích.

73. Ngân hàng thương mại X có ký gửi tại NHTW là 5000, tài khoản séc của nó có 21.000. Ngân hàng thương mại Y có ký gửi tại NHTW là 4000, tài khoản séc của nó là 20.000. Trong 3 tháng những người gửi tiền ở X viết séc hết 26.000. Những người gửi tiền tại Y viết séc hết 20.000. Cho rằng vốn cổ phần = 0; ngoài ký gửi tại NHTW là các khoản cho vay. Hãy giải thích quá trình bù trừ bằng bảng cân đối chữ T.

74. Theo anh, chị, lượng tiền gửi quyết định dự trữ (cả về tỷ lệ và về lượng) hay dự trữ quyết định tiền gửi. Giải thích.

75. Nếu không có chế độ dự trữ bắt buộc và tỷ lệ dự trữ bắt buộc, ngân hàng trung ương và chính phủ có thể quản lý và điều tiết M<sub>1</sub> được không.

76. Vì sao dự trữ dư thừa ER lại phản ánh chính xác tình hình hoạt động và việc thực hiện dự trữ tại các ngân hàng? Theo anh, chị, giữa ER và NBR, loại nào quản lý dễ dàng và hiệu quả hơn đứng về phía NHTW? Đúng về phía các ngân hàng trung gian?

77. Hãy làm rõ về các khái niệm: cơ sở tiền tệ, tiền mặt ngoài lưu thông, tiền mặt ngoài ngân hàng.

78. Vì sao M<sub>1</sub> được coi là thành phần cơ bản nhất của tổng cung tiền tệ.

79. Giải thích thuật ngữ “NHTW là cứu cánh cho vay cuối cùng”. NHTW có thể bị vỡ nợ, sập tiệm không?

80. Bằng cách hiểu của mình, anh, chị hãy giải thích tại sao chính phủ đã có kho bạc và Bộ Tài chính phụ trách về vấn đề tài chính mà vẫn phải nhờ NHTW làm đại lý về tài chính? Ở các nước đã phát triển, từ giác độ của chính phủ, sự khác nhau giữa NHTW với kho bạc và Bộ Tài chính nằm ở chỗ nào?

81. Ngân hàng trung ương có tính được lượng dự trữ không chính thức của quốc gia hay không? Bằng cách nào?

82. Ngân hàng trung ương có mấy cách can thiệp vào tỷ giá hối đoái? Giải thích. Loại can thiệp nào là phổ biến nhất hiện nay?

83. Theo anh, chị, NHTW là định chế hành chính, hay kinh tế, hay hành chính kinh tế, hay doanh nghiệp?

84. Trong năm 1994, Deutsche Bundesbank (NHTW Đức) lãi ròng 10,858 tỷ DM hay tương đương 7,581 tỷ USD. NHTW làm gì mà có lãi nhiều vậy? Khoản mục 1 bên tài sản có bảng 2.21 ghi là lợi tức từ kinh doanh của Deutsche Bundesbank trong năm là 17,860 tỷ DM (=12,471 tỷ USD), thực chất nó kinh doanh những gì?

85. Khoản mục 5 trong bảng 2.22, về lợi tức chi tiêu năm 1995 của Ngân hàng Nhật Bản có ý nghĩa gì?

86. Hãy tìm một bảng kết toán cuối năm (một năm bất kỳ) của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Phân tích.

### **Chương 7: HOẠT ĐỘNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG GIAN**

87. Các tổ chức trung gian tài chính kiểm lợi nhuận bằng cách vay tiền ở lãi suất thấp để rồi cho vay với lãi suất cao. Tại sao những người để dành tiền tiết kiệm lại không trực tiếp làm điều đó để có thể kiểm được lợi nhuận cao hơn mà phải qua trung gian?

88. Theo anh, chị, tính chất cơ bản nhất của bảng cân đối chữ T là gì?

89. Tại sao một ngân hàng càng lớn thì càng dễ tạo ra nhiều lợi nhuận hơn ngân hàng nhỏ?

90. Vì sao để thành lập một doanh nghiệp như ngân hàng, các cổ đông phải có những khoản vốn tối thiểu?

91. Hãy nhận định, phân tích câu nói nổi tiếng sau của Arthur Okun: “Chức năng cơ bản của hệ thống tài chính là nó đưa ra cho mọi người cơ hội đầu tư mà không cần tiết kiệm và tiết kiệm mà không phải đầu tư”.

92. Tìm hiểu và viết một báo cáo khoảng 10.000 từ về thủ tục và điều kiện để thành lập được một ngân hàng tại Việt Nam hiện nay.

93. Hãy lập bảng cân đối về tình hình tài chính hiện tại của một doanh nghiệp bất kỳ nào đó mà anh, chị biết.

94. Khảo sát hoặc xin một bảng cân đối của một ngân hàng bất kỳ tại thành phố hoặc tỉnh của anh, chị. Phân tích tình hình tài chính của nó qua bảng cân đối trong vòng 3 đến 5 trang.

95. Giả định rằng bảng cân đối đơn giản của một ngân hàng thương mại được trình bày như sau:

Có	Nợ
Dự trữ	Ký gửi 1.600
Cho vay 1.500	Vốn cổ phần 400

Điều gì xảy ra nếu: a) NHTW yêu cầu đưa mức dự trữ lên 40% tiền gửi. b) Hạ dự trữ xuống 20%. c) Yêu cầu vốn cổ phần phải đạt mức 25% tài sản nợ.

96. Có một ngân hàng thương mại được yêu cầu cần phải giữ 10% tiền gửi không kỳ hạn và 5% tiền gửi có kỳ hạn làm dự trữ bắt buộc. Bảng cân đối của nó lúc ấy là:

Có	Nợ
Tiền mặt 100	Tiền gửi không kỳ hạn 2.000
Ký gửi ở NHTW 300	Tiền gửi có kỳ hạn 4.000
Cho vay 4.000	Giá trị ròng 500
Chứng khoán 2.000	
Tài sản khác 100	

Hãy xác định:

a) ER.

b) Nếu NHTW giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc xuống còn 8% cho tài khoản séc và 4% cho tài khoản có kỳ hạn, lúc đó ER thay đổi như thế nào?

c)  $M_1$  sẽ tăng lên bao nhiêu trong trường hợp ấy, khi giả định là chỉ có 1 ngân hàng này trong nền kinh tế.

97. Nghiên cứu riêng về một ngân hàng thương mại, người ta thấy nó có bảng cân đối như sau:

Có	Nợ
Tiền mặt 4000	Tiền gửi không kỳ hạn 10.000
Cho vay 16.000	Có kỳ hạn 10.000

Giả định rằng quy định của NHTW là các ngân hàng phải áp dụng thống nhất 20% dự trữ cho tất cả các loại tiền gửi. Nếu có một người gửi đến rút ra 100 tiền mặt từ tài khoản gửi không kỳ hạn. Điều gì xảy ra riêng với ngân hàng này. Bây giờ đặt ngân hàng nói trên vào trong cả hệ thống các ngân hàng trung gian. Bảng cân đối nói chung của tất cả ngân hàng cho rằng cũng giống như trên. Khi đó, hãy cho biết tác động của việc rút 100 tiền mặt ra khỏi ngân hàng, và viết lại bảng cân đối khi sự kiện đã xảy ra.

98. Cũng thí dụ trên, nhưng giả định rằng dự trữ bắt buộc mà NHTW yêu cầu là 25% cho tiền gửi không kỳ hạn, là 15% cho tiền gửi có kỳ hạn. Việc rút ra 100 tiền mặt ảnh hưởng gì đến một ngân hàng, cả hệ thống ngân hàng. Nếu các khoản cho vay được phân bổ khá thống nhất bởi 60% trên tiền gửi không kỳ hạn và 40% trên tiền gửi có kỳ hạn. Hãy xác định các thay đổi trên bảng cân đối.

99. Có một ngân hàng thương mại với bảng cân đối đơn giản như sau:

Có	Nợ
Tiền mặt	100
Ký gửi ở NHTW	300
Cho vay	4.000
Chứng khoán	2.000
Tài sản khác	100

Dự trữ bắt buộc được NHTW yêu cầu là 10% trên tài khoản séc và 5% trên tài khoản có kỳ hạn.

- a) Xác định ER.
- b) Nếu NHTW bán ra một lượng chứng khoán có giá trị bằng 100. Cho rằng ngân hàng nói trên mua hết. Điều gì xảy ra với bảng cân đối.

c) Xác định sự thay đổi trong ER đối với trường hợp vừa rồi.

Nếu NHTW sau đó mua lại một lượng chứng khoán bằng 10.

Hãy:

d) Xác định ER khi biến đổi này xảy ra.

e) Viết lại bảng cân đối theo tình huống mới.

f) Cho biết những thay đổi trên M<sub>1</sub> và M<sub>2</sub> giữa bảng cân đối đầu tiên và sau cùng.

100. Hãy nghiên cứu bảng cân đối dưới đây:

Có	Nợ
Cho vay đầu tư	176.000
Tiền mặt	24.000

a) Tỷ lệ dự trữ bắt buộc mà NHTW đã quy định cho các ngân hàng thương mại có bảng cân đối ấy là bao nhiêu?

b) Cho rằng mọi ngân hàng trung gian khác đều phải thực hiện đúng tỷ lệ dự trữ trên. Thừa số tiền tệ trong trường hợp đó là bao nhiêu nếu tỷ lệ tiền mặt trong tay nhân dân so với ký gửi là 0,4%.

c) Cho rằng NHTW thực sự chỉ định RRR là 8%. Điều gì sẽ xảy ra với TR. Giá trị ER thực sự sẽ là bao nhiêu?

101. Một công dân A có những tài sản nợ và có lần lượt như sau: tài khoản tiết kiệm 15.000.000 VND, tài khoản séc 5.000.000 VND, nhà ở trị giá 200.000.000 VND, một khoản cầm cố = 100.000.000 VND, nợ thẻ tín dụng 7.000.000 VND, xe ôtô 20.000.000 VND, khoản vay mua xe 15.000.000 VND, tiền trợ cấp được hưởng 100.000.000 VND.

Hãy lập bảng cân đối cho A và chỉ ra đâu là giá trị ròng.

102. Ngân hàng thương mại B có bảng cân đối thu gọn như sau:

Có	Nợ
Tiền mặt	5 tỷ
Ký gửi tại NHTW	7 tỷ
Cho vay	94 tỷ

Giá định, nó nâng vốn cổ đông lên 10 tỷ, chỉ số e bây giờ là bao nhiêu? Bảng cân đối sẽ biến động như thế nào nếu tỷ lệ dự trữ bắt buộc được xem là không đổi sau hành động ấy? Ngân hàng B có mấy cách để nâng vốn cổ phần lên.

103. Ngân hàng B có danh mục các khoản nợ và có như sau:

Lượng tiền gửi (triệu VND)	Lãi suất	Lượng cho vay (triệu)	Lãi suất
20	4%	100	10%
40	5%	50	8%
50	6%	30	5%
90	7%		

Cho biết tỷ lệ dự trữ bắt buộc = 10%, chi phí cố định tạm coi là bằng không. Hãy giải đáp:

a) e, P, ROE, ROA của ngân hàng.

b) Điều gì xảy ra cho các nhân tố trên nếu tỷ lệ dữ trữ bắt buộc được đưa lên 20% và ngân hàng buộc phải thu hồi bớt tài sản có ngắn hạn.

104. Cho rằng đường cầu về tiền gửi trên thị trường là  $D^D = 50 - (500 \times r_d)$  và đường cung về tiền gửi tương tự là  $D^S = 10 + (300 \times r_d)$  với  $r_d$  là lãi suất tiền gửi tại các ngân hàng.

Hãy:

a) Vẽ đường biểu diễn và xác định tọa độ cân bằng của hai đường.

b) Cho rằng lãi suất của  $D_D$  không đổi, trong khi lãi suất của  $D_S$  tăng lên 10%. Xác định tình hình xảy ra.

105. Trong lúc nhu cầu về vốn vay của các doanh nghiệp là:  $L^D = 43 - (200 \times r_L)$  thì nhu cầu cho vay của các ngân hàng tối đa là:  $L^S = 16 - (100 \times r_L)$ .

a) Vẽ hai đường biểu diễn. Xác định điểm cân bằng về số lượng cho vay và lãi suất.

b) Các ngân hàng thương mại nên làm gì nếu  $r_L$  (lãi suất) của  $D_D$  giảm xuống 20%.

106. Theo anh, chị, quản lý tài sản có và quản lý tài sản nợ, điều nào cần thiết hơn? Để làm hơn? Vì sao? Giá định rằng anh, chị đang là cán bộ quản lý của một ngân hàng thương mại ở thành phố này. Trong tình hình hiện nay, anh, chị sẽ làm gì khi:

a) ER vào cuối kỳ lớn hơn không?

b) NHTW đánh thuế doanh thu trên tài sản có.

c) Dự trữ bắt buộc được nâng lên 15% cho mọi thời điểm.

107. Năm 1985, ROA bình quân của tất cả các ngân hàng trung gian ở Tây Đức là 0,7% và ROE là 11,2%. Hãy giải thích:

a) Tại sao ROE của Tây Đức lại quá cao so với ROA như thế?

b) Cho biết  $e = E/A$ . Hãy tính  $e$  bình quân của các ngân hàng trung gian Tây Đức vào năm ấy.

Đến năm 1990, ROA còn 0,5% và ROE còn 6,8%. Theo anh, chị:

c)  $e$  tăng lên hay giảm đi? Bao nhiêu?

d) Cho rằng A chủ yếu là các khoản cho vay. Nhận xét gì khi lợi tức ròng của doanh nghiệp ở Tây Đức vào thời điểm đó xấp xỉ bằng 10% năm.

e) Nếu ngân hàng trung ương Đức yêu cầu chỉ số tối thiểu phải là 7%, các ngân hàng phải làm gì?

108. Nghiên cứu một bảng cân đối khác của ngân hàng X, chúng ta thấy:

Có	Nợ
Tiền mặt	250
Chứng khoán	750
Cho vay	4.000
Ký gửi	3.500
Vay mượn khác	300
Vốn cổ phần	200

Giải thích những điều ngân hàng sẽ phải làm khi:

a) NHTW yêu cầu tỷ lệ vốn cổ phần trên cho vay phải ở mức tối thiểu là 6% và tỷ lệ vốn cổ phần trên tài sản nợ phải ở mức tối thiểu là 4%.

b) Tỷ lệ dữ trữ bắt buộc là 10%.

109. Ngày nay, ở các nước phát triển, tiền gửi có kỳ hạn và tiết kiệm được chuyển thành tài khoản séc vào bất kỳ lúc nào cho các khách hàng sử dụng. Loại thẻ ATM, Credit là điển hình. Các ngân hàng quản lý loại tài sản nợ vào nhóm nào? Chế độ lãi suất ra sao? Thực hiện dự trữ thế nào?

110. Tại sao tiền gửi có kỳ hạn có khả năng thanh toán kém hơn tiền gửi không kỳ hạn? Một chứng thư tiền gửi 1 năm, với một chứng thư khác 3 tháng và một cuốn sổ séc cho phép viết séc để thanh toán. Loại nào có khả năng thanh toán cao nhất, thứ nhì và thấp nhất?

111. Ở Việt Nam hiện nay, vay ngắn hạn từ thị trường và vay của NHTW, cách nào dễ làm hơn?

112. Theo sự hiểu biết của anh, chị, ở địa phương anh, chị có công ty kinh doanh nào đã có ngân hàng riêng chưa? Đó là công ty nào? Vì sao có? Vì sao chưa?

113. Nhân dân Việt Nam giữ tiền mặt rất nhiều trong lưu thông mà không gửi vào ngân hàng giai đoạn 1976 - 1993. Vì sao? Cũng trong giai đoạn nói trên, ER của các ngân hàng rất lớn. Cho biết nguyên nhân.

114. Với một tài khoản tiền mặt cho trước là 1.000.000.000 VND, khả năng tiền gửi tối đa tại các ngân hàng thương mại sẽ là bao nhiêu?

115. Hãy khảo sát tình hình quản lý tài sản có của 3 ngân hàng bất kỳ tại địa phương, cho biết:

- a) Loại tài sản có phổ biến nhất hiện nay là gì?
- b) ER cuối mỗi kỳ.
- c) Nhận xét về tình hình trên.

116. Cho trước những thông tin đơn giản về một ngân hàng sau: tiền mặt: 2000, kỳ gửi tại NHTW 1000, cho vay 17.000, tiền gửi không kỳ hạn 8000, có kỳ hạn 10.000. Tỷ lệ dữ trữ bắt buộc mà NHTW quy định cho các ngân hàng là 10% cho tiền gửi không kỳ hạn, 7% cho tài khoản có kỳ hạn và tiết kiệm. Hãy:

- a) Lập bảng cân đối chữ T. Xác định tỷ lệ e (=E/L).
- b) Nhận xét gì về ER.

c) Cho biết thừa số tiền tệ và  $M_1$ , nếu giả định rằng tiền mặt ngoài lưu thông bằng không và nền kinh tế chỉ có 1 ngân hàng.

Sau đó, do nhu cầu viết séc của dân tăng, có 7000 được chuyển từ tài khoản có kỳ hạn sang thêm cho khoản không kỳ hạn. Hãy:

- a) Trình bày biến động trên qua bảng cân đối.
- b) Xác định thừa số tiền tệ và  $M_1$ .
- c) Nhận xét về ER.

117. Ở Việt Nam hiện nay, các ngân hàng thương mại có mấy loại dữ trữ tiền mặt? Lấy thí dụ thực tế và bình luận về tình hình trong khoảng 10 trang trở lại.

118. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hiện nay đã và đang áp dụng cách tính dự trữ như thế nào? Nhận xét.

119. Các ngân hàng thương mại hiện nay có khoản mục đầu tư và chứng khoán bên tài sản có không? Nếu có, tỷ lệ của nó là bao nhiêu %? Nhận xét gì? Nếu không? Tại sao?

120. Ngân hàng trung gian tại Việt Nam hiện nay cho vay vào đâu là chủ yếu? Khảo sát tình hình thực tế tại một ngân hàng bất kỳ ở địa phương bạn và nhận xét (trong 3 trang).

121. Ở Việt Nam hiện nay, các ngân hàng có cho vay kinh doanh bất động sản, tiêu dùng, mua trả góp không? Nếu có, cho thí dụ và chỉ ra tỷ lệ của các loại tài sản có trên. Có nhận định gì?

122. Một cửa hàng bán hàng hóa chậm trả thuyết phục thầy giáo Nguyễn Văn A rằng: “thay vì ông mua hàng và phải trả ngay tiền mặt là 6.000.000 VND. Ông có thể được chúng tôi bán hàng và cho vay chính 6 triệu này. Ông gửi 6 triệu vào ngân hàng X. Mỗi năm sẽ kiếm được 7% tiền lãi. Như thế sau 4 năm liên tục ông sẽ được 1.866.000 VND tiền lãi. Khoản 6.000.000 VND nợ chúng tôi, ông chỉ cần trả lãi suất 12% năm. Mỗi tháng ông trả 158.000 VND trong 4 năm. Sau 4 năm tổng số tiền ông trả là 7.584.00 VND. Vậy ông chỉ mất có 1.584.000 VND để trả lãi cho chúng tôi. Trong khi kiếm được 1.866.000 VND, ông lời 282.000 và vừa có hàng hóa để xài”.

Hãy bình luận lời thuyết phục trên.

123. Hãy phân tích bằng cách hiểu và ngôn ngữ của anh, chị những tiện lợi của các loại tài sản có “chứng khoán thỏa thuận, mua lại qua đêm”. Theo anh, chị, kể từ năm nay là 1996, đến bao giờ thì các ngân hàng thương mại Việt Nam mới có điều kiện thực hiện được các loại tài sản này.

124. Các ngân hàng thương mại ở Việt Nam hiện nay quản lý lãi suất theo hình thức nào? Cho thí dụ và nhận xét.

125. Ngân hàng của chúng ta đã có các khoản cho vay dài hạn chưa? Tỷ lệ của nó hiện nay là bao nhiêu trên tài sản có. Nhận xét gì về tình hình trên.

126. Anh, chị hãy lấy thí dụ thực tế về một thương vụ cho vay tại một ngân hàng bất kỳ ở địa phương. Phân tích xem nó có tính lãi suất rủi ro trong đây không? Vì sao?

127. Các ngân hàng thương mại ở Việt Nam hiện nay xử lý như thế nào khi có rủi ro trong tài sản có?

128. Anh, chị hãy khảo sát tài sản có của một số ngân hàng ở địa phương, cho biết:

a) Tỷ lệ thương vụ rủi ro (tính bình quân) trên tổng số các thương vụ cho vay và đầu tư của ngân hàng.

b) Cách xử lý.

c) Tình hình ROA, ROE, ROE sau rủi ro.

129. Ngân hàng thương mại tại Việt Nam hiện nay có tình trạng “thừa vốn thiếu cơ hội đầu tư an toàn” không? Vì sao? Cho biết:

a) Cách giải quyết hiện nay của các ngân hàng.

b) Cách giải quyết của anh, chị giả định rằng anh, chị là giám đốc của ngân hàng đó.

130. Khảo sát thực tế và nhận xét về tình hình FA/A hiện nay tại các ngân hàng ở địa phương anh, chị.

131. Anh, chị hãy chọn một ngân hàng mà mình quen, khảo sát về:

a) Tình hình TR, ER, RR và nhận xét.

b) Ước tính ER hợp lý cho họ (theo công thức Baumol - Tobin)

132. Hãy thu thập tình hình bình quân về tỷ lệ e (= E/L), thanh khoản. Nhận xét gì về kết quả có được.

133. Giải thích khoản mục 15 và 28 trong bảng II.38.

134. Trong trường hợp nào thì “giá trị thị trường của một ngân hàng trở thành kém hon” giá trị trên sổ sách. Giải thích.

135. Anh, chị đã thực sự hiểu hết nội dung của bảng II.38 và II.39 chưa? Hãy tìm một bảng cân đối gần đây nhất của một ngân hàng bất kỳ tại địa phương và phân tích tình hình tài chính tổng hợp của nó trong khoảng 10 trang.

136. Hãy giải thích câu nói của Franklin D.Roosevelt: “Tất cả những điều mà chúng ta sợ hãi nhất chính là nỗi sợ hãi”, về trường hợp của hoạt động ngân hàng.

#### **Chương 8: HOẠT ĐỘNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH - CHỨNG KHOÁN**

137. Theo quan điểm của anh, chị, vì sao cho đến gần đây (năm 1996), Việt Nam vẫn chưa có thị trường tài chính. Điều đó có ảnh hưởng gì đến sự phát triển của nền kinh tế?

138. Tóm tắt chức năng của thị trường tài chính đối với nền kinh tế.

139. Vì sao ở một số nơi, người ta còn gọi thị trường tài chính là thị trường chứng khoán? Có sự khác nhau nào giữa hai khái niệm trên không?

140. Theo anh, chị, để bắt đầu cho việc hình thành thị trường chứng khoán ở Việt Nam hiện nay (năm 1996 - 1997), một cách không lý luận suông như các nhà thông thái đang có mặt ở khắp nơi, cần thực hiện ngay những bước cụ thể nào? Vì sao?

141. Bạn đã từng cầm trong tay tờ công trái nào của Việt Nam giai đoạn 1975 - 1990 chưa? Nếu có, hãy giải thích vì sao cũng là trái phiếu, các công trái nói trên không là hàng hóa của thị trường tài chính - chứng khoán.

142. Hãy tóm tắt những điểm chính để phân biệt thị trường vốn ngắn hạn và dài hạn.

143. Tại sao một số cổ phiếu hay trái phiếu cần phải có ký bảo đảm của ngân hàng khi phát hành.

144. Theo những thông tin mà anh, chị có được, tại Việt Nam hiện nay đã có mấy loại trái phiếu rồi. Kể tên chúng ra.

145. Một trái phiếu trả góp hàng năm trong 10 năm, mỗi năm trả 1.000.000 VND. Lãi suất thị trường là 12% vậy giá thị trường của nó là bao nhiêu?

146. Trong các báo cáo hàng năm năm 1995 của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, có khoản mục ghi: “Reserve requirement on deposit of securities: Oct. 1, 1995 = 10%” (Dòng 10 trang 43). Thê có nghĩa là gì? Trong năm 1995, chúng ta đã có chứng khoán chưa? Vì sao có nội dung đó? Giải thích.

147. Hãy tính lợi tức thực sự của một trái phiếu loại 91 ngày có giá trị bề mặt là 10.000.000 VND được bán lại với giá 9.700.000 VND vào ngày thứ 79.

148. Giải thích về mối liên quan giữa lãi suất, giá trái phiếu, giá cổ phiếu. Giữa chúng có quan hệ trực tiếp hay nghịch đảo? Tại sao?

149. Một trái phiếu loại 4 năm có giá trị bè mặt 10 triệu. Lãi suất danh nghĩa là 7%. Nếu lãi suất thị trường hiện tại là 10%, giá trị hiện tại của trái phiếu này là bao nhiêu?

150. Một chiếc xe được bán trả góp với các điều kiện sau:

- a) Nộp trước 10.000.000 VND.
- b) Trả góp mỗi tháng 1.250.000 VND
- c) Lãi suất thị trường là 5% tháng.

Giá xe nếu mua ngay bằng tiền mặt là 20 triệu, vậy mua trả góp có lợi hay là thiệt, bao nhiêu? Giải thích.

151. Hãy tính một số trường hợp mua trả góp hiện nay bạn đang biết theo cách thức nêu trên.

152. Anh, chị có cho rằng môi giới là thành phần tất yếu của thị trường chứng khoán không? Tại sao?

153. Trong báo The Nation chủ nhật, ngày 1 tháng 9 năm 1996, của Thái Lan trang A10 có những nội dung sau:

New York Crude Futures					
	Open	High	Low	Settle	Change
Oct	22.17	22.38	22.02	22.25	Up.10
Now	21.65	21.84	21.58	21.71	Up.09
Dec	21.22	21.35	21.12	21.24	Up.11
Jan	20.82	20.91	20.72	20.80	Up.11
Feb	20.51	50.51	20.30	20.41	Up.11
Mar	20.15	20.15	19.94	20.05	Up.11
Apr	19.70	19.74	19.70	19.75	Up.12
May				19.45	Up.12
Jun	19.15	19.25	19.12	19.20	Up.12
Jul				19.00	Up.12
Aug	18.80	18.80	18.80	18.82	Up.12
Sep	18.62	18.62	18.62	18.65	Up.12
Oct				18.48	Up.12
Nov	18.30	18.30	18.30	18.31	Up.12
Dec	18.20	18.20	18.12	18.19	Up.11
Jan				18.12	Up.11
Feb				18.06	Up.11
Mar				18.00	Up.11
Apr				17.94	Up.11
May				17.89	Up.11
Jun				17.86	Up.14
Jul				17.80	Up.11
Aug				17.77	Up.11
Sep				17.77	Up.12
Oct				17.78	Up.13
Nov				17.80	Up.15
Dec				17.82	Up.16
Jan	17.78	17.78	17.75	17.82	Up.16
Feb				17.82	Up.16
Mar				17.83	Up.15
Dec				17.97	Up.12

Hãy phân tích các thông tin trên.

154. Tìm một bảng danh mục chứng khoán trong một tờ báo Wall Street Journal (số bất kỳ) ở thư viện, phân tích nội dung của nó khoảng 3 trang chữ.

155. Ngân hàng X sẽ chiết khấu bao nhiêu cho một trái phiếu đáo hạn một năm. Được đem bán vào ngày thứ 160. Có giá bè mặt 10.000.000 VND. Và người mua chứng khoán nói trên chỉ trả có 9.200.000 VND.

156. Cho rằng tỷ suất chiết khấu của ngân hàng hiện tại là 15% năm. Hãy tính xem một trái phiếu có giá trị bè mặt là 5.000.000 VND đáo hạn 181 ngày (6 tháng) sẽ được bán và mua với giá bao nhiêu trên thị trường chứng khoán vào ngày thứ 10, thứ 50, thứ 90.

157. Buổi sáng ngày 1 tháng 9 năm 1996, tỷ suất chiết khấu trên thị trường chứng khoán Bangkok là 10,105%. Đến buổi chiều nó biến động thành 10,2%. Hãy cho biết tình hình giá chứng khoán của những trái phiếu đáo hạn 90 ngày có giá trị bè mặt lần lượt là 5.000, 10.000, 20.000, 50.000 Baht.

158. Ngày hôm qua, tỷ suất chiết khấu là 10,2%. Sáng nay tỷ suất chiết khấu là 10,25%. Người ta dự kiến rằng đến ngày mai, tỷ suất chiết khấu sẽ quay lại 10%. Có nhiều khả năng điều đó thành sự thật.

Tôi có một trái phiếu 10.000.000 VND đáo hạn 1 năm (tính một năm là 360 ngày). Lãi suất bè mặt là 15% năm, tôi đã định cát giữ nó cho đến hết năm để lấy lãi. Nhưng đến nay mới có 130 ngày. Vì quá kẹt tiền mặt, tôi định đem bán nó ra thị trường chứng khoán. Anh, chị hãy cho biết:

- a) Tôi có nên bán nó không?
- b) Nếu có, tôi nên bán ngày nào là có lợi nhất?
- c) Đúng về phía nhà kinh doanh, ông X nên mua trái phiếu của tôi vào ngày nào và sẽ bán lại nó vào ngày nào để có lãi tối ưu.

159. Hãy tự nghĩ ra một số tình huống tương tự khác để giải quyết, tập thâm nhập sâu hơn vào cách chơi của thị trường chứng khoán.

160. Ông Y bỏ tiền ra mua một chứng khoán 180 ngày của nhà nước. Có giá trị bè mặt là 5.000.000 VND, lãi suất quy định là 5%. Đến ngày thứ 81 ông định đem trái phiếu ra bán. Người ta chỉ chịu mua của ông với giá: 4.900.000 VND, ông rất phân vân. Theo anh, chị, ông ta có nên bán không?

Vào lúc đó, ngân hàng chỉ chiết khấu loại chứng khoán nói trên 4%.

Việc các nhà kinh doanh mua chứng khoán của ông Y như thế là:

- a) Có lợi cho họ không?
- b) Vì sao họ hành động như thế?
- c) Ông Y thu hoạch được gì từ việc bán chứng khoán nói trên?

161. NHTW đóng vai trò gì trên thị trường chứng khoán? Tóm tắt quan điểm của anh, chị trong 1500 từ.

162. Tại sao giữa các công ty khác nhau trong cùng một ngành công nghiệp có thể tồn tại sự khác biệt nhau giữa tỷ suất P/Y (giá trên tiền lãi kiêm được). Hãy liên hệ với thị trường chứng khoán.

163. Hàng ngày, ở các thị trường chứng khoán nước ngoài như: New York, FrankFurt, Tokyo, London, Paris, Hongkong, Bangkok..., có hàng trăm người đến ngồi chờ để chơi: trí thức có, công nhân có, kỹ sư có, người nước ngoài có, thương gia, sinh viên, v.v... Bằng kiến thức đã học trong Chương 8, anh, chị hãy giải thích:

- a) Họ chờ cái gì trước khi quyết định mua hoặc bán chứng khoán.
- b) Trong cùng một ngày, có rất nhiều người mua và bán hàng chục lần. Nhưng cũng có nhiều người ngồi từ suốt sáng đến chiều tối chỉ để mua (hoặc bán) có 1 lần. Vì sao?
- c) Khi nào thì họ lỗ trong việc mua bán.
- d) Khi nào thì họ lời.

164. Hãy tự đưa ra một số tình huống khác (như ở các câu từ 155 đến 160) rồi đặt mình thành một trong các người chơi nói trên để suy nghĩ, tính toán và đưa quyết định.

165. Khía cạnh nào khiến thị trường chứng khoán bị người ta gọi là có tính chất giống “sòng bạc” (casino).

### **Chương 9: HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ**

166. Hãy tóm tắt những nhận thức của anh, chị về quan điểm cơ bản của Keynes khi thiết kế thỏa thuận Bretton Woods.

167. Trong giai đoạn 1981 - 1991 ở Việt Nam, giá “vàng” lên rất nhanh, nhanh hơn cả giá cả của mọi loại hàng hóa khác. Giả định rằng vào thời điểm đó, chúng ta đang ở vào chế độ “bản vị vàng”. Tình hình sẽ như thế nào?

168. Hãy giải thích câu nói: “Dưới cơ chế tỷ giá hối đoái cố định, lạm phát và thất nghiệp được xuất khẩu từ những nước lớn sang nước nhỏ hơn”. Lấy thí dụ để chứng minh. Trong cơ chế tỷ giá ngày nay, có trường hợp ấy nữa không? Vì sao?

169. Người ta cho rằng: “đồng USD của Mỹ đã trở thành đồng tiền quan trọng nhất trong thương mại quốc tế và dự trữ quốc gia của các nước trên thế giới, từ nhiều nguyên nhân. Trong đó, việc nước Mỹ cố định được USD theo vàng ở mức 35 USD = 1 ounce khá liên tục từ 1944 đến 1973 là nguyên nhân chính”. Hãy bình luận quan điểm trên.

170. Anh, chị hiểu như thế nào về SDRs?

171. Tại sao các nước trên thế giới không dùng hình thức giao dịch Barter khi cần trao đổi? Thí dụ như giữa hải sản của Việt Nam và máy tính của Nhật Bản, mà phải chuyển đổi giữa các đồng tiền như giữa VND và Yen.

172. Hãy phân biệt giữa tỷ giá hối đoái và giá trị nội tệ.

173. Sự phá giá USD của Hoa Kỳ giai đoạn 1985 - 1991 có ý nghĩa như thế nào đối với Mỹ, đối với các nước còn lại, đối với Việt Nam trong cùng thời gian.

174. Dean Taylor đã thống kê rằng các ngân hàng trung ương ở các nước: Pháp, Đức, Ý, Nhật, Anh, Thụy Sĩ và Hoa Kỳ đã thiệt mất tổng cộng hơn 10 tỷ USD trong những giao dịch qua tỷ giá thanh toán. Tại sao thế? Họ có thể chấm dứt được điều ấy không?

175. Hãy khảo sát tình hình tỷ giá, lãi suất và đầu tư nước ngoài tại địa phương anh, chị trong thời gian vài năm gần đây. Dùng các công thức IX.02 đến IX.04 để giải thích và nhận xét về tình hình trên.

176. Gần đây, Nhật Bản cho Hoa Kỳ vay nợ những khoản khổng lồ. Điều đó tốt hay là không tốt đối với Hoa Kỳ? Đối với Nhật? Có ảnh hưởng gì đến tỷ giá hối đoái không? Trong những điều kiện nào?

177. Hãy tóm tắt về giá nghịch đảo và giá đi ngang trên thị trường tỷ giá hối đoái.

178. Hiện nay, ở địa phương anh, chị, các ngân hàng ngoại thương, các nhà kinh doanh (công khai và kín) xác định tỷ giá ngoại tệ trên cơ sở nào? Khảo sát và làm một báo cáo (report) khoảng 5 trang.

179. Thị trường ngoại tệ hiện nay ở địa phương bạn thuộc nhóm thị trường nào?

180. Buôn bán ngoại thương hiện nay ở Việt Nam được thực hiện (chủ yếu) thông qua hình thức thị trường ngoại tệ nào? Hãy nhận xét về thuận lợi và bất lợi của thực tế nói trên.

181. Giả định rằng tổng cung và tổng cầu ngoại tệ của nước A vào thời điểm hiện nay được xác định bởi công thức:

$$Es = 1000 + (4000X - 500)$$

$$Ed = 1500 + (10000Y - 200)$$

Trong đó: X là tỷ lệ (%) của xuất khẩu trên GNP và Y là % tăng trưởng danh nghĩa của thu nhập.

Hãy:

a) Xác định tỷ giá và lượng ngoại tệ thị trường bằng đồ thị.

b) Giả sử 1 năm sau tỷ lệ xuất khẩu trên GNP tăng 10% so với tỷ lệ cũ. GNP tăng 8%.

Cho biết tình hình biến động cung và cầu ngoại tệ.

c) Chỉ ra tỷ giá và lượng ngoại tệ khi thị trường đã quân bình.

182. Cũng với thí dụ trên, cho rằng trong năm 1996, X của Việt Nam là 50%, Y = 12%, đơn vị tính của ngoại tệ là triệu USD. Tỷ giá bình quân là 11.100 VND/USD.

Vẽ đồ thị để xác định tỷ giá và lượng ngoại tệ ở cân bằng vào đầu năm 1997, nếu giả thiết rằng GNP Việt Nam trong cả năm 1996 tăng 10% so với năm 1995 và tỷ trọng xuất khẩu đã tăng 20% so với năm cũ.

183. Với nội dung tương tự, hãy tự đưa ra cho mình những tình huống khác để xác định tỷ giá trên thị trường ngoại tệ.

184. Trên cơ sở khảo sát tình hình thị trường ngoại tệ thực tế tại Việt Nam trong vòng 3 năm gần đây nhất, các anh, chị hãy tính và đưa ra phương trình để xác định Es và Ed. Dự kiến L và e ngoại tệ cho các năm tới với các điều kiện như tạm cho rằng xuất khẩu sẽ tăng bình quân 8% mỗi năm về tỷ trọng trong vòng 5 năm tới. GNP danh nghĩa sẽ tăng ở mức bình quân là 9.0% năm.

185. Tóm tắt về các khu vực tiền tệ quốc tế hiện nay trên thế giới.

186. Cho biết sự khác nhau giữa Euro-Dollar và các loại dollar khác. Thí dụ như USD.

187. Thế giới có thể tiến tới một nền kinh tế hợp nhất với một đồng tiền duy nhất được không? Vì sao?

#### **Chương 10: THANH TOÁN QUỐC TẾ**

188. Cho biết tóm tắt cách hiểu của anh, chị về vấn đề thanh toán quốc tế.

189. Cán cân thanh toán quốc gia có thực sự là cân đối hay không? Giải thích?

190. Thâm hụt ngân sách của chính phủ có ảnh hưởng đến cán cân thanh toán không?

Vì sao?

191. Viện trợ, cấp học bổng cho sinh viên nước ngoài du học, tài trợ nghiên cứu khoa học, giáo dục, đào tạo nằm trong tài khoản nào của cán cân thanh toán quốc gia.

192. Khi các tổ chức nước ngoài vào Việt Nam để khảo sát và cấp học bổng cho học sinh, sinh viên, các nhà nghiên cứu đi học tập ở các nước khác, bạn hiểu về điều đó như thế nào? Các tổ chức cho tiền, cho học bổng ấy làm như thế vì mục đích gì? Nó làm thế vì ý đồ chính trị, tình báo? Hay nó quan niệm rằng, ngày nay mỗi nước chỉ có thể phát triển mạnh và lâu dài khi và chỉ khi biết hỗ trợ để các nước có liên quan cùng phát triển.

Hãy lập luận để bảo vệ quan điểm của các anh, chị.

193. Việt Nam hiện nay nợ nước ngoài tổng cộng ước chừng 11 tỷ USD. Khoản nợ này có ảnh hưởng đến cán cân thanh toán quốc gia không? Giải thích.

194. Khi nền kinh tế có 1 trong 3 tình trạng biến động này:

a) Vốn cho vay phát triển từ WB, IMF và các nước khác gia tăng nhanh.

b) Đầu tư trực tiếp vào nhiều hơn.

c) Cá hai trường hợp trên.

Cán cân thanh toán quốc gia, giá cả, tỷ giá, sản lượng sẽ thế nào?

195. Anh, chị đã nghe nói về hoạt động “rửa tiền” của giới tội phạm quốc tế chưa? Bằng cách hiểu của mình hãy diễn tả xem nó diễn ra như thế nào trong hệ thống thanh toán quốc tế. Anh chị có cho là hoạt động này cũng chiếm một bộ phận trong cán cân thanh toán quốc gia ở một vài nước không? Nếu có, hãy cho biết những nước nào? Bộ phận nào trong cán cân thanh toán chứa các khoản phát sinh này.

#### **Chương 11: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

196. Lý thuyết về định lượng cho rằng vận tốc sinh lợi tức V là một hằng số. Theo anh, chị các loại biến động sau đây, biến động nào ảnh hưởng đến vận tốc của cơ sở tiền tệ.

a) Sự gia tăng sử dụng séc.

b) Sự gia tăng trong khoản tiết kiệm có thể dùng séc.

c) Lãi suất tăng lên.

d) Lãi suất giảm đi.

197. Tại sao Milton Friedman cho rằng một nền kinh tế tăng trưởng kinh tế bình thường nên có tốc độ tăng cung ứng tiền mỗi năm bình quân từ 3% đến 5% hơn là 0%?

198. Nếu nhân dân đem tiền mặt đến ngân hàng để mua chứng thư tiền gửi có kỳ hạn. Cung ứng tiền bị tác động như thế nào?

199. Hãy giải thích mối liên quan giữa lãi suất và vận tốc chu chuyển của tiền tệ sinh lợi tức.

200. Về hỗn hợp ISLM khi có các nhân tố này biến động:

a) Sản lượng tăng từ  $Y_0$  đến  $Y_1$ .

b) Lợi tức doanh nghiệp tăng

- c) Lãi suất chiết khấu của NHTW tăng  
d) Sự chuyển từ tiền gửi không kỳ hạn sang có kỳ hạn trong thái độ gửi tiền của đa số nhân dân.

201. Nếu nhu cầu về nhập khẩu tăng bất ngờ trong khi sản lượng tạm thời không đổi, hồn hợp ISLM sẽ như thế nào? Những trường hợp như vậy có khả năng xảy ra không? Vì sao?

202. Phân tích những lập luận giống và khác nhau giữa phương trình trao đổi và phương trình Cambridge.

203. Nếu nhân dân đột nhiên gửi tiền vào ngân hàng nhiều hơn trước, phương trình trao đổi có biến động không? Vì sao?

204. Phân tích sự giống và khác nhau giữa học phái Cambridge và A.C.Pigou.

205. Giữa John M.Keynes và Milton Friedman giống nhau và khác nhau như thế nào?  
Giải thích

206. Hãy chỉ ra bước phát triển của lý thuyết định lượng về tiền tệ từ phương trình XI.01 đến XI.05, XI.08 và XI.15.

### **Chương 12: TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ**

207. Đầu năm 1996, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam thắt chặt một ít cung ứng tiền. Hãy dùng hồn hợp ISLM để nghiên cứu ảnh hưởng của chính sách trên đến nền kinh tế 6 tháng đầu năm, 6 tháng cuối năm 1996.

208. Anh, chị vừa dùng tiền mặt để mua xong bất động sản giá 100 triệu VND. Lãi suất tiền gửi ngân hàng là 25% năm, lạm phát là 10% năm. Thuế thu nhập là 30%.

Anh, chị vừa làm một việc có lợi hơn hay thiệt hơn? Giải thích.

209. Giữa tháng 8 năm 1945 và tháng 7 năm 1946, tiền ngoài lưu thông tại Hungary tăng lên 12.000.000.000.000.000.000.000, hệ số. Trong khi giá cả hàng hóa tăng lên 4.000.000.000.000.000.000.000.000, theo anh, chị, cung ứng tiền thực tế đã tăng hay giảm?

210. Cho rằng trong lúc cung ứng tiền tạm thời không đổi, sản lượng tăng lên 10%. Hãy xác định sự thay đổi của giá cả. Biểu diễn điều này bằng hồn hợp ISLM.

211. Tại sao nền kinh tế của chúng ta có thời điểm cả lạm phát và thất nghiệp đều cao (1984 - 1991)? Và cũng có những giai đoạn cả lạm phát và thất nghiệp đều thấp (1993 - 1996). Giải thích điều này bằng đường cong Phillips và lập luận.

212. Trong 5 loại biến động kinh tế vĩ mô mà các anh, chị đã biết, có một hình thái mang tên: “giảm phát trong tăng trưởng”. Khi nào thì nền kinh tế đạt được điều này?

Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể làm được điều ấy không? Nếu được, theo anh, chị, bằng cách nào?

213. Nhiều nhà kinh tế cho rằng lạm phát, trong một số trường hợp là tích cực, là có ích cho nền kinh tế. Anh, chị hiểu về điều đó như thế nào? Những trường hợp mà họ ám chỉ là những trường hợp cụ thể nào?

214. Milton Friedman quan niệm rằng: “Không thể chạy trốn khỏi lạm phát mà chỉ có thể giữ nó ở mức thấp và học cách sống với nó”. Vì sao vậy?

215. Vì sao mọi nước trên thế giới, kể cả Nhật Bản và Thụy Sĩ, trong 50 năm phát triển gần đây, đều có lạm phát, không nhiều thì ít? Có thực sự rằng chúng ta không thoát được lạm phát hay không?

216. Giả định rằng ngân hàng thương mại cho vay với lãi suất 10%, trong khi lạm phát là 10%. Nó có bị thiệt không? Giải thích.

217. Lạm phát đột ngột ở Hoa Kỳ có ảnh hưởng gì đến giá cả ở Việt Nam không? Tại sao?

218. Hãy tóm tắt, bằng ngôn ngữ của anh, chị, hậu quả của lạm phát đối với nền kinh tế.

219. Hãy thu thập những dữ liệu trong khoảng 10 năm gần đây (1987 - 1996) về tình hình lạm phát tại Việt Nam và hậu quả của nó. Viết một báo cáo khoảng 10 trang để bình luận về vấn đề trên.

220. Vẽ đường cong Phillips của Việt Nam từ năm 1986 đến 1996 (số liệu có thể lấy từ các án phẩm của Tổng cục Thống kê và thư viện).

a) Nhận xét về tình hình có được.

b) Chỉ ra đâu là Phillips về ngắn hạn và đâu là Phillips dài hạn của Việt Nam.

c) Nếu anh, chị được hỏi ý kiến: “Chính phủ của NHTW nên làm gì trong lúc này để cải thiện đường cong Phillips dài hạn”, đề nghị mà anh, chị đưa ra là gì?

### **Chương 13: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT KINH TẾ CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG**

221. Việt Nam trong nửa đầu năm 1996 có tình trạng giảm phát. Vì sao? Đứng trên giác độ chính sách tiền tệ, điều đó có nghĩa là gì?

Với tình hình kinh tế Việt Nam trong năm, việc ấy nên hay không nên?

222. Nếu NHTW muốn giảm lãi suất nhưng không làm tăng giá cả hàng hóa, chính sách tiền tệ có thực hiện được không? Giải thích.

223. Chính sách tiền tệ ánh hưởng đến thị trường chứng khoán như thế nào?

224. Giải thích mối quan hệ giữa thất nghiệp và cán cân thanh toán.

225. Ngân hàng trung ương có nên kiên định một chính sách tiền tệ duy nhất về ngắn hạn? về dài hạn hay không? Tại sao?

226. Trong quan điểm riêng của các anh, chị, chính sách điều tiết kinh tế của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong vòng 3 năm (1994 - 1996) thuộc về trường phái điều tiết nào? Việt Nam nên đi theo phương thức điều tiết nào về ngắn hạn, về dài hạn? Tại sao?

227. Các công cụ của chính sách tiền tệ của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong thời gian qua chủ yếu là gì? Giải thích.

228. Chúng ta đã sử dụng các mục tiêu trung gian trong điều tiết kinh tế hay chưa? Chứng minh.

229. Trong cách hiểu của các anh, chị, tại sao NHTW các nước công nghiệp lại sử dụng công cụ “nghiệp vụ thị trường mở” như là phương tiện điều tiết chủ yếu nhất? thường xuyên nhất?

230. Sự khác nhau giữa sự tác động đến cung ứng tiền bằng công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc và công cụ nghiệp vụ thị trường mở?

231. Hiện nay Ngân hàng Nhà nước Việt Nam tác động đến cung ứng tiền bằng công cụ nào là chủ yếu nhất?

232. Nghiên cứu và vẽ mô hình điều tiết của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trong vòng 7 năm vừa qua (1990 - 1996). Cho biết nhận xét.

233. Tóm tắt trong vòng 1500 từ kinh nghiệm điều tiết kinh tế của NHTW Cộng hòa Liên bang Đức (Deutsche BundesBank).

234. Giả định rằng anh, chị là Thống đốc Ngân hàng Nhà nước Việt Nam hiện nay, các anh, chị sẽ quyết định những chính sách gì để phát triển cho đất nước, phát triển nền kinh tế?

### **Chương 14: CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ VÀ CHÍNH TRỊ**

235. Những chính phủ hoàn toàn có thể và có quyền yêu cầu NHTW trong năm phải in thêm tiền để trang trải sự thâm hụt của ngân sách và chi tiêu, có là điều bình thường không? Tại sao?

236. Trong những hoàn cảnh nào thì NHTW trực thuộc chính phủ là điều cần thiết? Trong những hoàn cảnh nào thì NHTW cần phải “độc lập” với chính phủ?

237. Với trường hợp Ngân hàng trung ương trực thuộc chính phủ, theo anh, chị, có cần thiết phải đưa ra những giới hạn tối đa về quyền được vay mượn của chính phủ với Ngân hàng hay không? Nếu có, những giới hạn này sẽ do ai (hoặc thiết chế nào) đưa ra? Bằng cách nào?

238. Việt Nam hiện nay, theo hiểu biết của các anh chị, có hạn chế nào về quyền yêu cầu ứng tiền, vay mượn, in thêm tiền của chính phủ đối với NHTW hay không? Nếu có, hãy đánh giá về hiệu quả của những hạn chế nói trên.

239. Hãy bình luận về mô hình tổ chức hiện nay của G7, Chính phủ quản lý hành chính đất nước, NHTW quản lý kinh tế, Quốc hội giám sát, chỉ đạo và kiểm tra cả thiết chế nói trên.

240. “Tiền và hoạt động ngân hàng sẽ đi về đâu?”

Bình luận vấn đề nói trên (Bài viết phải tối thiểu từ 5 trang trở lên) ■