

B2.548



HỌC VIỆN NGÂN HÀNG
PGS.TS. TÔ KIM NGỌC - TS. NGUYỄN THANH NHÀN
(đồng chủ biên)

GIÁO TRÌNH **TIỀN TỆ** **NGÂN HÀNG**



HỌC VIỆN NGÂN HÀNG

PGS. TS. Tô Kim Ngọc
TS. Nguyễn Thanh Nhân
(Đồng chủ biên)

GIÁO TRÌNH

TIỀN TỆ NGÂN HÀNG

TRƯỜNG Đ. H. KINH DOANH VÀ CÔNG NGHỆ HÀ NỘI
THƯ VIỆN

NHÀ XUẤT BẢN THANH NIÊN



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

THƯ VIỆN
HUBT



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

MỤC LỤC

LỜI NÓI ĐẦU.....	9
CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH.....	11
1.1. TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH.....	11
1.1.1. Khái niệm và thành phần của hệ thống tài chính.....	11
1.1.2. Các phương thức luân chuyển vốn trong hệ thống tài chính.....	21
1.1.3. Phân loại cấu trúc hệ thống tài chính	25
1.2. THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH	34
1.2.1. Khái niệm và đặc điểm	34
1.2.2. Chức năng, vai trò của thị trường tài chính.....	36
1.2.3. Phân loại thị trường tài chính	38
CHƯƠNG 2: LÃI SUẤT.....	56
2.1. KHÁI NIỆM VÀ PHÂN LOẠI LÃI SUẤT	56
2.1.1. Khái niệm lãi suất.....	56
2.1.2. Phân loại lãi suất.....	56
2.1.3. Phân biệt lãi suất với tỷ suất lợi tức.....	65
2.2. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN LÃI SUẤT THỊ TRƯỜNG.....	67
2.2.1. Nhìn từ góc độ cung cầu quỹ cho vay	67
2.2.2. Nhìn từ góc độ cung - cầu tiền tệ.....	72
2.3. CẤU TRÚC RỦI RO VÀ CẤU TRÚC KỶ HẠN CỦA LÃI SUẤT	75
2.3.1. Cấu trúc rủi ro của lãi suất	75
2.3.2. Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất.....	76
2.4. VAI TRÒ CỦA LÃI SUẤT TRONG NỀN KINH TẾ.....	82
CHƯƠNG 3: CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH	92
3.1. CÁC NGÂN HÀNG TRUNG GIAN	92
3.1.1. Khái niệm ngân hàng trung gian.....	92
3.1.2. Các loại hình ngân hàng trung gian	94



3.1.3. Vai trò của ngân hàng trung gian.....	116
3.2. CÁC TRUNG GIAN TÀI CHÍNH PHI NGÂN HÀNG.....	117
3.2.1. Khái niệm.....	117
3.2.2. Các loại hình trung gian tài chính phi ngân hàng.....	118
3.2.3. Vai trò của các trung gian tài chính phi ngân hàng.....	141
3.3. CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH KHÁC.....	142
3.3.1. Khái niệm.....	142
3.3.2. Các loại hình tổ chức tài chính khác.....	143
3.4. NHỮNG RỦI RO CHỦ YẾU TRONG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TIỀN TỆ.....	153
3.4.1. Rủi ro lãi suất.....	154
3.4.2. Rủi ro tín dụng.....	155
3.4.3. Rủi ro tỷ giá.....	155
3.4.4. Rủi ro thanh khoản.....	155
3.4.5. Rủi ro hoạt động.....	156
CHƯƠNG 4: CUNG-CẦU TIỀN.....	162
4.1. BẢN CHẤT, CHỨC NĂNG CỦA TIỀN TỆ.....	162
4.1.1. Bản chất tiền tệ.....	162
4.1.2. Các chức năng của tiền tệ.....	166
4.1.3. Vai trò của tiền tệ.....	167
4.2. MỨC CẦU TIỀN.....	168
4.2.1. Khái niệm mức cầu tiền.....	168
4.2.2. Các học thuyết về cầu tiền.....	168
4.2.3. Chứng cứ thực nghiệm về cầu tiền.....	178
4.3. MỨC CUNG TIỀN.....	182
4.3.1. Khái niệm cung tiền.....	182
4.3.2. Đo lường tiền tệ.....	183
4.3.3. Quá trình cung ứng tiền.....	186
4.4. QUAN HỆ CUNG CẦU TIỀN TỆ.....	197
4.4.1. Đường cầu tiền.....	197

4.4.2. Đường cung tiền	198
4.4.3. Điểm cân bằng trên thị trường tiền tệ	198
CHƯƠNG 5: LẠM PHÁT	208
5.1. KHÁI NIỆM VÀ CÁC LOẠI LẠM PHÁT	208
5.1.1. Khái niệm lạm phát.....	208
5.1.2. Đo lường lạm phát.....	209
5.1.3. Các loại lạm phát.....	219
5.2. NGUYÊN NHÂN LẠM PHÁT	220
5.2.1. Lạm phát cầu kéo.....	220
5.2.2. Lạm phát chi phí đẩy	223
5.3. HẬU QUẢ LẠM PHÁT.....	225
5.3.1. Lạm phát có thể dự tính được.....	226
5.3.2. Lạm phát không thể dự tính	226
5.4. CÁC GIẢI PHÁP KIỂM CHẾ LẠM PHÁT	228
CHƯƠNG 6: NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG	243
6.1. SỰ RA ĐỜI CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG.....	243
6.2. MÔ HÌNH TỔ CHỨC VÀ TÍNH ĐỘC LẬP CỦA NHTW	250
6.2.1. Mô hình tổ chức của Ngân hàng Trung ương	250
6.2.2. Tính độc lập của Ngân hàng Trung ương.....	253
6.3. CHỨC NĂNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG	270
6.3.1. Ngân hàng Trung ương là ngân hàng phát hành	270
6.3.2. Ngân hàng Trung ương là ngân hàng của các ngân hàng	277
6.3.3. Ngân hàng Trung ương là ngân hàng của Chính phủ.....	281
6.3.4. Chức năng quản lý Nhà nước của Ngân hàng Trung ương.....	285
CHƯƠNG 7: KHUNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	291
7.1. CƠ SỞ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	291
7.2. HỆ THỐNG MỤC TIÊU CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	292
7.2.1. Mục tiêu cuối cùng.....	292
7.2.2. Mục tiêu trung gian.....	294
7.2.3. Chỉ tiêu hoạt động	301



7.3. CÔNG CỤ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	303
7.3.1. Công cụ chính sách tiền tệ truyền thống	303
7.3.2. Công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống	312
7.4. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TÙY NGHI VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THEO NGUYÊN TẮC.....	325
7.4.1. Chính sách tiền tệ tùy nghi	325
7.4.2. Chính sách tiền tệ theo nguyên tắc.....	326
7.4.3. Chính sách tiền tệ tùy nghi hạn chế (trong khuôn khổ).....	328
7.5. KÊNH TRUYỀN DẪN TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	329
7.5.1. Khái niệm.....	329
7.5.2. Kênh truyền dẫn tác động của chính sách tiền tệ.....	329
7.6. NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ.....	349
7.6.1. Mức độ nhạy cảm của tổng cầu AD đối với lãi suất.....	349
7.6.2. Tốc độ ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến tổng cầu (time lag) ...	353
7.6.3. Sự thiếu chính xác của mô hình kinh tế vĩ mô được lựa chọn	356
7.7. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG NỀN KINH TẾ MỞ	357
7.7.1. Chính sách tiền tệ trong điều kiện cơ chế tỷ giá cố định.....	357
7.7.2. Chính sách tiền tệ trong điều kiện chế độ tỷ giá thả nổi	358
CHƯƠNG 8: MỘT SỐ VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ TÀI CHÍNH QUỐC TẾ	366
8.1. HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ.....	366
8.1.1. Khái niệm.....	366
8.1.2. Quá trình phát triển của hệ thống tiền tệ quốc tế.....	367
8.2. TỶ GIÁ HỒI ĐOẢI	369
8.2.1. Khái niệm tỷ giá hối đoái.....	369
8.2.2. Các loại tỷ giá.....	370
8.2.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái.....	371
8.2.4. Tác động của tỷ giá đến các hoạt động kinh tế	376
8.2.5. Các chế độ tỷ giá	378
8.3. CÁN CÂN THANH TOÁN QUỐC TẾ	389

8.3.1. Nội dung cán cân thanh toán quốc tế	389
8.3.2. Tác động của cán cân thanh toán quốc tế	390
8.4. MỘT SỐ TỔ CHỨC TIỀN TỆ - TÍN DỤNG QUỐC TẾ	391
8.4.1. Quỹ tiền tệ quốc tế (International Monetary Fund - IMF)	391
8.4.2. Ngân hàng thế giới (the World Bank)	392
8.4.3. Ngân hàng Phát triển Châu Á (Asian Development Bank - ADB) ...	393
TÀI LIỆU THAM KHẢO	396



**THƯ VIỆN
HUBT**

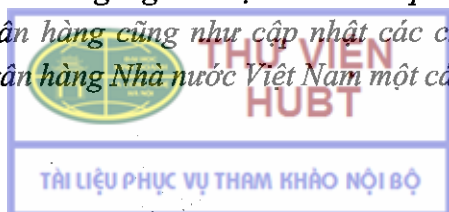
TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

LỜI NÓI ĐẦU

Nền kinh tế Việt Nam đang dần hoàn thiện những đặc điểm của một nền kinh tế tiền tệ. Trong đó, những chu chuyển tiền tệ đóng vai trò kết nối chặt chẽ các chủ thể kinh tế với nhau và qua đó mà quyết định đến hiệu quả của các chu chuyển kinh tế cũng như của sự phân bổ nguồn lực xã hội. Thông qua mối quan hệ này, mỗi sự thay đổi các điều kiện tiền tệ của nền kinh tế sẽ dẫn đến những thay đổi tương ứng của các biến số vĩ mô theo những quy luật nhất định với những điều kiện nhất định. Việc nắm được bản chất của mối quan hệ này sẽ giúp để hiểu được quy luật vận động khách quan của nền kinh tế tiền tệ, để từ đó có những tác động thích hợp trong khi thực hiện những mục tiêu cụ thể. Hiệu quả của các chính sách kinh tế vĩ mô thông qua việc tác động vào các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô như lãi suất, tỷ giá, giá cả hay khối lượng tiền phụ thuộc vào sự phân tích những quan hệ mang tính quy luật này trong điều kiện cụ thể của Việt Nam.

Với mục đích như vậy, giáo trình Tiền tệ - Ngân hàng được tái bản lần thứ 5 trên cơ sở giáo trình “Tiền tệ - Ngân hàng”, xuất bản năm 2004, 2005, 2008 và năm 2012 đã được bổ sung những đổi mới, phát triển về lý thuyết, cập nhật các diễn biến trong quản lý tiền tệ ngân hàng của Việt Nam thời gian qua cũng như những ứng xử chính sách của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trước những thay đổi toàn cầu. Điều này thực sự hữu ích cho giảng viên và sinh viên chuyên ngành Tài chính - Ngân hàng, cho các cán bộ nghiên cứu và các nhà làm chính sách thuộc lĩnh vực tiền tệ - ngân hàng và các lĩnh vực khác có liên quan.

Giáo trình đã cố gắng trình bày một cách khách quan và có hệ thống các khái niệm và bản chất vận động của tiền tệ, lãi suất, tỷ giá, ngân hàng cũng như mối quan hệ mang tính nguyên tắc giữa chúng trong điều kiện một nền kinh tế thị trường chuẩn mực. Người học được cung cấp những căn cứ để giải thích, so sánh và phân tích những thay đổi đang diễn ra hàng ngày trong các hoạt động về tiền tệ - ngân hàng của nền kinh tế Việt Nam. Trong từng chương, các tác giả đã cố gắng liên hệ với cơ chế quản lý và điều hành hoạt động tiền tệ và ngân hàng cũng như cập nhật các chính sách lãi suất, tín dụng, tỷ giá của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam một cách hệ thống. Cách tiếp



cần này giúp người đọc có thể hình dung một cách khái quát về hoạt động tiền tệ - ngân hàng Việt Nam trong thời gian qua, cũng như xu hướng phát triển của chúng. Cuối mỗi chương đều có phần tóm tắt những nội dung chính làm định hướng cho sinh viên khi nghiên cứu môn học. Phần câu hỏi và bài tập nhằm củng cố kiến thức cho người học và giúp sinh viên vận dụng kiến thức lý thuyết vào thực tế trong một chừng mực nhất định.

Giáo trình được hoàn thành với sự tham gia của các tác giả: **PGS. TS. Tô Kim Ngọc, TS. Nguyễn Thanh Nhân, PGS.TS. Lê Thị Tuấn Nghĩa, ThS. Vũ Hải Yến, ThS. Nguyễn Thành Nam, ThS. Vũ Ngọc Hương, ThS. Phạm Thị Lâm Anh, ThS. Lê Hà Thu.**

Việc xây dựng và hoàn thiện một cuốn giáo trình là một quá trình của những sửa đổi và chỉnh lý. Tập thể tác giả rất mong nhận được sự góp ý chân thành và thẳng thắn của độc giả, nhằm xây dựng cuốn giáo trình có chất lượng; đảm bảo tính logic, khoa học và cập nhật ở những lần xuất bản sau.

Hà Nội, tháng 1 năm 2019

Đồng chủ biên

**PGS. TS. TÔ KIM NGỌC &
TS. NGUYỄN THANH NHÂN**

Chương 1

TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

1.1. TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

1.1.1. Khái niệm và thành phần của hệ thống tài chính

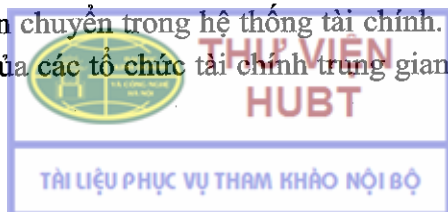
1.1.1.1. Khái niệm

Tài chính là phạm trù kinh tế phản ánh hệ thống các quan hệ kinh tế trong phân phối, gắn liền với quá trình hình thành và sử dụng các quỹ tiền tệ. Trong thực tế, các quan hệ tài chính diễn ra rất phức tạp và đa dạng, chúng đan xen nhau trong một tập hợp hàng loạt các hoạt động khác nhau của nền kinh tế. Do vậy, hệ thống tài chính là tổng thể các bộ phận khác nhau trong một cơ cấu tài chính, mà ở đó các quan hệ tài chính hoạt động trên các lĩnh vực khác nhau nhưng có mối liên hệ tác động lẫn nhau theo những quy luật nhất định. Các bộ phận trong hệ thống tài chính hoạt động trên các lĩnh vực: Tạo ra nguồn lực tài chính, thu hút các nguồn tài chính và chu chuyển các nguồn tài chính (dẫn vốn). Với các lĩnh vực hoạt động này, toàn bộ hệ thống tài chính thực hiện vai trò đặc biệt quan trọng trong nền kinh tế của mỗi quốc gia là đảm bảo nhu cầu về vốn cho phát triển kinh tế xã hội.

Có nhiều cách tiếp cận khác nhau khi nghiên cứu về hệ thống tài chính. Cách tiếp cận căn cứ vào tính chất phân phối của tài chính phân chia hệ thống tài chính thành các bộ phận: tín dụng, bảo hiểm, tài chính Nhà nước, tài chính doanh nghiệp và tài chính hộ gia đình, tổ chức xã hội. Các bộ phận này có mối quan hệ mật thiết với nhau trong tổng thể hệ thống tài chính.

Hệ thống tài chính cũng có thể được tiếp cận theo hướng phân chia thành hai phân hệ là hệ thống tài chính được kiểm soát và hệ thống tài chính tự do. Với hệ thống tài chính được kiểm soát, lãi suất được ấn định và kiểm soát chặt chẽ. Ngược lại, với hệ thống tài chính tự do, các tổ chức tài chính giữ vai trò quan trọng và chịu sự cạnh tranh trong việc phân bổ các nguồn lực tài chính.

Một cách tiếp cận khác khi nghiên cứu hệ thống tài chính là căn cứ vào luồng vốn được luân chuyển trong hệ thống tài chính. Có thể thấy trước hết với các hoạt động của các tổ chức tài chính trung gian, các nguồn vốn nhân



rồi từ các chủ thể “dư thừa” vốn được tập trung lại để đáp ứng nhu cầu của các chủ thể thiếu hụt vốn trên thị trường. Bên cạnh luồng luân chuyển vốn này, các dòng tiền còn có thể xuất phát từ các chủ thể dư thừa vốn đến tay người thiếu hụt thông qua thị trường tài chính. Để đảm bảo cho việc phân bổ các nguồn lực kể trên một cách hiệu quả, minh bạch, tiết kiệm tránh những tiêu cực xảy ra, hệ thống tài chính sẽ được các tổ chức quản lý giám sát và vận hành.

Từ thực tiễn nghiên cứu hệ thống tài chính trên cơ sở nghiên cứu sự luân chuyển các luồng vốn trong toàn bộ hệ thống, có thể khẳng định: *hệ thống tài chính là một tổng thể bao gồm các chủ thể dư thừa và thiếu hụt vốn (người tiết kiệm và nhà đầu tư), tổ chức tài chính, thị trường tài chính, các tổ chức quản lý giám sát và điều hành hệ thống tài chính để tổ chức phân bổ nguồn lực tài chính theo thời gian.*

1.1.1.2. Thành phần của hệ thống tài chính

a. Người tiết kiệm và người đầu tư

Người tiết kiệm và người đầu tư còn gọi là người sử dụng cuối cùng của hệ thống tài chính - là các chủ thể (hộ gia đình, doanh nghiệp, ngân sách) mong muốn sử dụng các dịch vụ được cung ứng bởi các tổ chức tài chính và thị trường tài chính.

Người tiết kiệm là các chủ thể có nhu cầu về các công cụ tài chính hay là người cung cấp nguồn vốn dư thừa tạm thời cho thị trường. Họ có thể là các hộ gia đình, các doanh nghiệp hoặc Ngân sách Nhà nước (NSNN) có nguồn tiền tệ dư thừa tạm thời do đặc điểm tuần hoàn vốn quyết định.

Người đầu tư là các chủ thể kinh tế có nhu cầu vốn để thực hiện kế hoạch sản xuất kinh doanh hoặc tiêu dùng. Họ đạt được nguồn vốn cần thiết thông qua việc phát hành các công cụ tài chính đa dạng cho thị trường tài chính. Với tư cách đó họ là người cung hàng hoá cho thị trường tài chính.

b. Thị trường tài chính

Thị trường tài chính là nơi mua bán các công cụ tài chính, nhờ đó mà vốn được chuyển giao từ các chủ thể dư thừa vốn đến các chủ thể có nhu cầu về vốn.

Do sự đa dạng về các loại công cụ tài chính với các thời hạn khác nhau, phương thức tổ chức thị trường khác nhau,... nên cũng có nhiều cách phân chia thị trường tài chính thành các thị trường bộ phận.

Căn cứ vào phương thức tổ chức thị trường, thị trường tài chính có thể phân chia thành thị trường sơ cấp với việc mua bán các công cụ tài chính mới

được phát hành và thị trường thứ cấp là nơi mua đi bán lại các chứng khoán được phát hành trên thị trường sơ cấp.

Việc mua bán các chứng khoán có thể được thực hiện có tổ chức và tập trung tại một địa điểm cụ thể. Ví dụ về thị trường tập trung là các Sở giao dịch chứng khoán, như Sở giao dịch chứng khoán New York ở Mỹ, Sở giao dịch chứng khoán Tokyo ở Nhật hay Sở giao dịch chứng khoán London ở Anh,... Bên cạnh đó, việc mua bán các chứng khoán cũng có thể được thực hiện một cách phân tán, ở những địa điểm khác nhau như các thị trường không chính thức, thị trường trao tay. Loại thị trường chuyên mua bán các giấy tờ có giá ngắn hạn là thị trường tiền tệ (TTTT). Bên cạnh đó, thị trường vốn là thị trường mua bán các công cụ tài chính trung và dài hạn.

Các công cụ sử dụng trên thị trường cũng rất đa dạng, như tín phiếu, trái phiếu của các doanh nghiệp, của Chính phủ; cổ phiếu của các công ty cổ phần. Căn cứ vào tính chất của các công cụ tài chính này, thị trường tài chính được phân chia thành thị trường nợ và thị trường cổ phiếu.

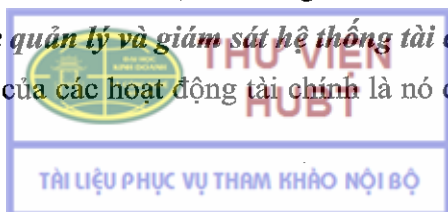
c. Các tổ chức tài chính

Các tổ chức tài chính có hoạt động chủ yếu là cung cấp các dịch vụ và các sản phẩm tài chính cho khách hàng, đóng vai trò là các trung gian thực hiện việc kết nối các nhu cầu giao dịch các công cụ tài chính trên thị trường. Vai trò trung gian này được thực hiện dưới nhiều hình thức khác nhau, nó có thể là vai trò trung gian đầu tư (vừa đi vay-bán công cụ nợ, vừa cho vay- mua công cụ nợ), thuộc về nhóm này là các ngân hàng, công ty bảo hiểm; có thể là tổ chức môi giới cung cầu và hưởng hoa hồng, thuộc nhóm này là các công ty chứng khoán, có thể là quỹ đầu tư- với chức năng tập trung vốn của các nhà đầu tư cá thể và chuyên nghiệp hóa hoạt động đầu tư này.

Chức năng kết nối cung - cầu vốn của các trung gian tài chính (TGTC) giúp thỏa mãn cao nhất các nhu cầu giao dịch với chi phí thấp nhất trong điều kiện chia sẻ và giảm thiểu rủi ro. Bằng cách đó, đẩy nhanh vòng quay vốn của xã hội và đảm bảo vốn được phân bổ, tập trung một cách nhanh nhất. Bản chất của các TGTC là thu hút các luồng vốn tạm thời nhàn rỗi với thời hạn khác nhau, chi phí khác nhau, hình thành quỹ cho vay hoặc đầu tư riêng đáp ứng các nhu cầu về quy mô và thời hạn sử dụng vốn đa dạng của các khách hàng.

d. Các tổ chức quản lý và giám sát hệ thống tài chính

Một đặc điểm của các hoạt động tài chính là nó được quy định và giám



sát chặt chẽ hơn nhiều so với các hoạt động kinh tế khác. Mục tiêu hoạt động của hệ thống giám sát tài chính là đảm bảo quyền lợi của công chúng, duy trì sự ổn định, đảm bảo sự lành mạnh và đảm bảo hiệu quả của hệ thống tài chính.

Nhà nước là người ban hành luật, giám sát việc thi hành pháp luật và chịu trách nhiệm điều hành và quản lý hoạt động của toàn bộ hệ thống tài chính. Tuy nhiên, việc quản lý và giám sát hệ thống tài chính có thể được tiến hành bởi sự phối hợp của nhiều tổ chức tùy theo quy định của từng quốc gia.

Về cơ bản mô hình tổ chức các cơ quan giám sát hệ thống tài chính được chia làm 4 loại: Mô hình hệ thống giám sát theo đặc điểm thể chế; Mô hình hệ thống giám sát theo chức năng; Mô hình hệ thống giám sát tài chính lưỡng đỉnh và Mô hình giám sát tài chính hợp nhất.

Trong mô hình giám sát theo đặc điểm thể chế, cấu trúc giám sát được phân chia theo từng mảng thị trường, bao gồm nhiều cơ quan giám sát khác nhau, mỗi cơ quan giám sát trên từng lĩnh vực, gồm: Ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm. Trong đó, cơ quan giám sát ngân hàng chịu trách nhiệm giám sát các ngân hàng; cơ quan giám sát bảo hiểm chịu trách nhiệm giám sát các công ty bảo hiểm và cơ quan giám sát chứng khoán (giám sát thị trường) chịu trách nhiệm giám sát các công ty chứng khoán. Tùy đặc điểm của từng nước mà các cơ quan sẽ trực thuộc các cấp thẩm quyền khác nhau. Thông thường, cơ quan giám sát Bảo hiểm sẽ trực thuộc Bộ tài chính, và cơ quan giám sát Chứng khoán trực thuộc Ủy ban chứng khoán, cơ quan giám sát ngân hàng thường là Ngân hàng trung ương (NHTW), nhưng cũng có thể là một cơ quan độc lập nằm ngoài NHTW. Trong mô hình này, hoạt động giám sát được chuyên môn hoá. Mỗi cơ quan có những kỹ thuật, nghiệp vụ riêng và hoạt động dưới những quy định, nguyên tắc và chuẩn mực khác nhau.

Mô hình hệ thống giám sát theo chức năng là mô hình giám sát mà việc giám sát được xác định bởi hoạt động kinh doanh của các thực thể, không quan tâm đến hình thức pháp lý của các thực thể đó. Mỗi loại hoạt động kinh doanh có thể có một cơ quan giám sát riêng biệt. Như vậy, một tổ chức có thể chịu sự giám sát của nhiều cơ quan khác nhau. Nếu cung cấp dịch vụ trên càng nhiều lĩnh vực, tổ chức này sẽ càng chịu sự giám sát của nhiều cơ quan khác nhau. Nhiệm vụ khó khăn của mô hình này là các hoạt động kinh doanh phải đủ rõ ràng để phân loại nhằm xác định chính xác cơ quan chịu trách nhiệm giám sát. Ở mô hình giám sát theo chức năng, tồn tại ít nhất một cơ quan giám sát đối với mỗi



hoạt động ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, hưu trí. Tùy theo điều kiện cụ thể mà các nước chỉ định các cơ quan giám sát chuyên trách cho từng lĩnh vực. Tuy nhiên, tất cả các nước đều nhận thấy tầm quan trọng của NHTW trong việc giám sát tài chính và hầu hết đều chỉ định NHTW chịu trách nhiệm giám sát các hoạt động ngân hàng. Bên cạnh đó, để việc giám sát tài chính của toàn hệ thống có hiệu quả, giữa các cơ quan giám sát cũng có mối liên hệ hợp tác với nhau và chịu sự chỉ đạo chung của các cơ quan tư vấn của quốc gia.

Mô hình giám sát lưỡng đình dựa trên nguyên tắc giám sát theo mục tiêu, vì thế có sự phân chia chức năng giám sát đối với hai cơ quan: một cơ quan với chức năng giám sát an toàn (prudent), và một cơ quan tập trung vào giám sát hoạt động kinh doanh (conduct-of-business) nhằm bảo vệ lợi ích của khách hàng. Cơ quan giám sát an toàn sẽ chịu trách nhiệm đảm bảo sự an toàn của cả hệ thống tài chính của quốc gia thông qua việc đưa ra các thủ tục hành chính và các chuẩn mực của mình.

Khác với các mô hình giám sát kể trên, mô hình giám sát hợp nhất chỉ bao gồm một cơ quan giám sát duy nhất chịu trách nhiệm giám sát toàn bộ các trung gian và thị trường thuộc lĩnh vực ngân hàng, tài chính và bảo hiểm. Mô hình giám sát hợp nhất bao gồm hai loại: hợp nhất hoàn toàn (full integration) và hợp nhất một phần (partial integration). Mô hình giám sát hợp nhất hoàn toàn chỉ bao gồm một cơ quan duy nhất thực hiện việc giám sát toàn bộ ngành dịch vụ tài chính (ngân hàng, bảo hiểm) và thị trường vốn. Còn trong mô hình giám sát hợp nhất từng phần, cơ quan giám sát tài chính thực hiện giám sát 2 trên 3 lĩnh vực (two-pillar system) ví dụ như: Giám sát hai lĩnh vực ngân hàng và bảo hiểm; hoặc NHTW thực hiện giám sát các ngân hàng và một tổ chức độc lập khác thì thực hiện giám sát các tổ chức tài chính phi ngân hàng và thị trường vốn.

Trên thực tế, tùy thuộc vào hoàn cảnh cụ thể, mỗi quốc gia lựa chọn cho mình mô hình tổ chức giám sát riêng. Các nghiên cứu tổng kết kinh nghiệm quốc tế đã cho thấy tính đa dạng về cơ cấu tổ chức của hệ thống giám sát tài chính. Có rất nhiều sự khác biệt giữa các quốc gia và thậm chí giữa các nước có cùng một mô hình giám sát tài chính. Sự khác biệt giữa các quốc gia phản ánh nhiều yếu tố hết sức khác biệt: Sự tiến hóa lịch sử, cơ cấu của hệ thống tài chính, cơ cấu chính trị và truyền thống, quy mô của quốc gia và lĩnh vực tài chính. Mặc dù không có một mô hình chung cho tất cả, song có một xu thế chung là giảm thiểu số lượng các cơ quan giám sát biệt lập, tích hợp các chức

năng giám sát, tiết giảm vai trò của NHTW trong việc giám sát hoạt động của các thể chế tài chính, tăng cường vai trò của NHTW trong việc duy trì tính ổn định hệ thống, và nếu có một cơ quan hợp nhất được thành lập, thì biến nó thành một cơ quan khác không phải NHTW.

Hộp 1.1: Mô hình giám sát ở các quốc gia trên thế giới

Trong khi phần lớn các quốc gia áp dụng mô hình giám sát theo thể chế là các quốc gia mới nổi, nơi mà thị trường tài chính mới ở trong giai đoạn đầu phát triển như Trung Quốc và Philippin, thì các quốc gia phát triển lại có mô hình giám sát khá đa dạng. Ví dụ, Tây Ban Nha, Italy, Pháp và Brazil là các quốc gia áp dụng mô hình hệ thống giám sát theo chức năng. Các cơ quan tư vấn ở các nước này được gọi với những tên khác nhau. Ở Tây Ban Nha và Italy, cơ quan này là Ủy ban Ổn định tài chính; ở Pháp các cơ quan này là Ủy ban tư vấn về luật pháp và quy định tài chính và Ban phụ trách khu vực tài chính; còn ở Brazil cơ quan này có tên gọi là Ủy ban tiền tệ quốc gia.

Khác với các quốc gia trên, Úc và Hà Lan lại là điển hình của mô hình giám sát lưỡng đỉnh. Tại Úc, quốc gia này thành lập một cơ quan giám sát an toàn riêng biệt và hoạt động độc lập đối với NHTW, còn ở Hà Lan, NHTW đóng vai trò là cơ quan giám sát an toàn. Cơ quan còn lại chịu trách nhiệm giám sát các hoạt động cụ thể của các tổ chức tài chính trên thị trường với mục tiêu là đảm bảo việc tiếp cận thị trường, tính hiệu quả, công bằng của thị trường cũng như đảm bảo lòng tin vào thị trường và đảm bảo quyền lợi người tiêu dùng. Ở Úc, cơ quan này có tên gọi là Ủy ban chứng khoán và đầu tư (ASIC), còn ở Hà Lan, cơ quan này có tên gọi là Cơ quan phụ trách thị trường tài chính (AFM). Giữa hai cơ quan này có mối liên hệ hợp tác với nhau và chịu sự chỉ đạo chung của các cơ quan tư vấn cấp 1. Tuy nhiên, hai cơ quan này cũng có thể hình thành các cơ quan tư vấn độc lập (cấp 2) cho riêng mình. Các cơ quan tư vấn cấp 1 ở các nước được gọi với những tên khác nhau. Ở Úc, cơ quan này là Hội đồng giám sát liên bang; ở Hà Lan, cơ quan này có tên gọi là Bộ Tài chính. Các cơ quan tư vấn cấp 2 được chỉ định tùy thuộc vào đặc thù của mỗi nước. Ở Úc, NHTW là cơ quan tư vấn cấp 2, còn ở Hà Lan, các cơ quan tư vấn cấp 2 thường là các Ban do cơ quan giám sát thành lập. Như vậy, nếu một quốc gia áp dụng mô hình giám sát lưỡng đỉnh sẽ tận dụng được lợi ích của mô hình giám sát hợp nhất trong việc đảm bảo thị trường minh bạch và bảo vệ người tiêu



dùng. Hai cơ quan này là những cơ quan độc lập, có quyền chủ động trong việc giám sát và đảm bảo an toàn cho hệ thống giám sát tài chính quốc gia.

Tuy nhiên, hai thập kỉ gần đây đã chứng kiến sự thành lập của 36 cơ quan giám sát theo mô hình thống nhất trên thế giới và con số này ngày càng có xu hướng tăng nhanh. Trong đó, có 23 quốc gia theo đuổi mô hình giám sát hợp nhất hoàn toàn. Singapore là quốc gia đầu tiên thành lập mô hình giám sát tài chính hợp nhất, tiếp theo đó là Na Uy (1986), Đan Mạch (1988), Thụy Điển (1991). Tuy nhiên, mô hình giám sát tài chính hợp nhất điển hình và có ảnh hưởng lớn nhất là cơ quan dịch vụ tài chính của Vương quốc Anh (Financial Services Agency – FSA UK) được thành lập vào năm 1997. Quốc gia này đã quyết định thành lập Cơ quan dịch vụ tài chính FSA trên cơ sở sáp nhập các cơ quan giám sát riêng lẻ như NHTW, Hội đồng đầu tư chứng khoán, Phòng thương mại và công nghiệp (bộ phận bảo hiểm) và các tổ chức giám sát lĩnh vực chứng khoán. Mục đích của việc thành lập Cơ quan dịch vụ tài chính Anh là nhằm tạo ra một cơ quan giám sát tài chính hiệu quả đồng thời giảm được chi phí của hoạt động giám sát. Tuy nhiên, sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, Anh đã nhận thấy những điểm không hợp lý của mô hình này và đã tiến hành giải thể cơ quan dịch vụ tài chính (FSA) vào 1.4.2013. Toàn bộ các chức năng của FSA được chuyển sang cho hai cơ quan mới được thành lập là cơ quan quản lý an toàn (FRA) và cơ quan hoạt động tài chính (FCS), cũng như NHTW Anh (BoE). Theo đó, PRA sẽ chịu trách nhiệm quản lý các công ty dịch vụ tài chính bằng việc ban hành các quy định về an toàn; FCA sẽ thực hiện chức năng như là một cơ quan giám sát, bảo đảm các dịch vụ tài chính và hoạt động của thị trường tài chính Anh được thực hiện theo cách thức có lợi cho người sử dụng dịch vụ tài chính và thành viên tham gia thị trường tài chính. Như vậy, BoE sẽ có quyền kiểm soát sâu rộng hơn đối với hoạt động của hệ thống tài chính Anh và đây cũng là những thay đổi lớn nhất kể từ khi NHTW Anh được trao quyền hoạt động độc lập (năm 1997).

Hộp 1.2: Hệ thống giám sát tài chính Việt Nam

Hệ thống giám sát tài chính Việt Nam có sự tham gia của 04 cơ quan và tổ chức có chức năng giám sát tài chính, bao gồm: (i) Ngân hàng Nhà nước (NHNN); (ii) Bộ Tài chính; (iii) Bảo hiểm Tiền gửi và (iv) Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước thực hiện

chức năng giám sát độc lập trên lĩnh vực thị trường chứng khoán (TTCK), được sáp nhập vào Bộ Tài chính từ 2004. Nhiệm vụ cụ thể của từng cơ quan giám sát được tóm tắt như sau:

Ngân hàng nhà nước Việt Nam (NHNNVN)

Luật NHNN và luật các TCTD (2010) khẳng định: NHNNVN có địa vị pháp lý là cơ quan của Chính phủ, là NHTW của nước cộng hòa XHCN Việt Nam và có chức năng giám sát thông qua: *“Kiểm tra, thanh tra hoạt động ngân hàng, kiểm soát tín dụng, xử lý các vi phạm pháp luật trong lĩnh vực tiền tệ và hoạt động ngân hàng theo thẩm quyền”*.

Cơ quan thanh tra, giám sát ngân hàng là cơ quan trực thuộc NHNN, thực hiện chức năng thanh tra hành chính, thanh tra chuyên ngành và giám sát chuyên ngành về ngân hàng trong các lĩnh vực thuộc phạm vi quản lý nhà nước của NHNNVN; tham mưu, giúp Thống đốc NHNN quản lý nhà nước đối với các TCTD, tổ chức tài chính quy mô nhỏ, hoạt động ngân hàng của các tổ chức khác; thực hiện phòng, chống rửa tiền theo quy định của pháp luật.

Bộ Tài chính Việt Nam

Bộ Tài chính là cơ quan của Chính phủ, thực hiện chức năng quản lý nhà nước về: Tài chính (bao gồm: NSNN, thuế, phí, lệ phí và thu khác của NSNN, dự trữ nhà nước, tài sản nhà nước, các quỹ tài chính nhà nước, đầu tư tài chính, tài chính doanh nghiệp, tài chính hợp tác xã và kinh tế tập thể); hải quan; kế toán; kiểm toán độc lập; giá; chứng khoán; bảo hiểm; hoạt động dịch vụ tài chính và dịch vụ khác thuộc phạm vi quản lý nhà nước của Bộ; thực hiện đại diện chủ sở hữu phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp theo quy định của pháp luật.

Nghị định số 118/2008/NĐ-CP của Chính phủ ngày 27/11/2008 quy định chức năng giám sát của Bộ Tài chính đối với thị trường bảo hiểm và TTCK là *“kiểm tra, giám sát hoạt động của của các tổ chức có liên quan đến việc phát hành, kinh doanh, dịch vụ chứng khoán”* và *“kiểm tra, giám sát hoạt động của các doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm, doanh nghiệp môi giới bảo hiểm và các tổ chức, cá nhân có liên quan”*.

Trước năm 2009, công tác giám sát bảo hiểm tại Bộ Tài chính chủ yếu dựa vào hoạt động của Thanh tra tài chính và Vụ Quản lý Bảo hiểm. Tuy nhiên, nhận thấy tầm quan trọng của việc chuyên biệt hóa công tác giám sát đối với lĩnh vực bảo hiểm, ngày 12/02/2009, Bộ Tài chính ra Quyết định

số 288/QĐ-BTC thành lập Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm với tư cách là đơn vị thuộc bộ máy quản lý nhà nước của Bộ Tài chính. Như vậy, sau NHNN, Bộ Tài chính cũng thành lập đơn vị chuyên trách công tác giám sát bảo hiểm, góp phần hoàn thiện bộ máy giám sát tài chính.

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước:

Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN), tiền thân là Ban Chuẩn bị Thị trường Vốn thuộc NHNNVN ra đời thông qua Nghị định số 75-CP của Chính Phủ ngày 28/11/1996 với tư cách là cơ quan trực thuộc Chính phủ, thực hiện chức năng quản lý nhà nước về lĩnh vực chứng khoán. Đồng thời với nhiệm vụ này, UBCKNN cũng thực hiện vai trò thiết lập và phát triển TTCK Việt Nam. Chức năng giám sát của UBCKNN hình thành và phát triển qua các giai đoạn. Hiện nay, Vụ Giám sát Thị trường chứng khoán thực hiện công tác giám sát chuyên biệt trên TTCK theo Quyết định số 02/2008/QĐ-BTC ngày 14/1/2008. Vụ Giám sát Thị trường Chứng khoán thực hiện hai nhiệm vụ chủ yếu là giám sát sự tuân thủ các quy định về chứng khoán của các tổ chức và cá nhân tham gia giao dịch trên TTCK và giám sát hoạt động của những định chế thị trường như Sở Giao dịch Chứng khoán và Trung tâm lưu ký.

Bảo hiểm tiền gửi Việt Nam

Bảo hiểm tiền gửi (BHTG) là tổ chức tài chính Nhà nước được thành lập theo Quyết định số 218/1999/QĐ-TTg, ngày 09 tháng 11 năm 1999 của Thủ tướng Chính phủ.

Hoạt động giám sát là một trong những hoạt động trọng tâm của tổ chức BHTG. Việc tổ chức hoạt động giám sát được triển khai thực hiện từ trung tâm điều hành của tổ chức BHTG đến các chi nhánh tại 6 khu vực trong cả nước. Giám sát kiểm tra các tổ chức tín dụng (TCTD) quy mô nhỏ (quỹ tín dụng và các tổ chức phi ngân hàng) được thực hiện tại các chi nhánh khu vực của BHTG và được tổng hợp đánh giá tại trung tâm điều hành, với quy mô này, việc cảnh báo thực hiện chủ yếu tại các chi nhánh. Công việc giám sát kiểm tra các TCTD có quy mô lớn được thực hiện phối hợp giữa trung tâm điều hành và chi nhánh trên cơ sở số liệu báo cáo từ các TCTD. Về nội dung, giám sát từ xa và kiểm tra tại chỗ được thực hiện theo hai nội dung: (1). Sự tuân thủ chính sách công về BHTG (thực hiện các quy định về BHTG); (2). Tuân thủ các quy định về đảm bảo an toàn hoạt động ngân hàng, trên cơ sở đánh giá các mức độ rủi ro trong hoạt động ngân hàng.

Ủy Ban Giám sát tài chính Quốc gia

Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia (UBGSTCQG) được thành lập ngày 3/3/2008 theo Quyết định số 34/2008/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ. UBGSTCQG có chức năng “*tham mưu, tư vấn cho Thủ tướng Chính phủ trong điều phối giám sát thị trường tài chính quốc gia (ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm), giúp Thủ tướng Chính phủ giám sát chung thị trường tài chính quốc gia*”. Các chức năng cụ thể của Ủy ban là:

- Điều phối hoạt động giám sát chuyên ngành; giám sát chung thị trường tài chính (TTTC) và việc chấp hành các thông lệ, chuẩn mực quốc tế về hoạt động giám sát của các cơ quan thanh tra - giám sát chuyên ngành trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm.
- Giám sát điều kiện được cấp phép hoạt động của các TCTD, TCTD phi ngân hàng hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm.
- Phân tích, dự báo, cảnh báo mức độ an toàn hệ thống tài chính - ngân hàng và nguy cơ rủi ro đối với thị trường tài chính quốc gia; thiết lập cơ sở dữ liệu, tổng hợp, xử lý và cung cấp các thông tin về thị trường tài chính quốc gia báo cáo Thủ tướng Chính phủ.
- Kiến nghị với các cơ quan thanh tra - giám sát chuyên ngành và cấp có thẩm quyền xử lý vi phạm đối với các tổ chức, cá nhân không chấp hành hoặc không thực hiện đầy đủ các điều kiện trong hoạt động ngân hàng, bảo hiểm, chứng khoán.
- Được yêu cầu Bộ Tài chính, NHNN Việt Nam, các tổ chức hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm cung cấp định kỳ và đột xuất các thông tin liên quan về tài chính - ngân hàng; được trưng tập các cán bộ của các Bộ, ngành khi cần thiết để thực hiện chức năng, nhiệm vụ giám sát được giao.

Như vậy hệ thống giám sát tài chính Việt nam đi theo mô hình giám sát phân tán truyền thống với sự tách biệt của ba khu vực ngân hàng, bảo hiểm và chứng khoán. Hai cơ quan cấp bộ là Bộ tài chính và NHNNVN cùng với Ủy ban Giám sát tài chính Quốc gia và BHTG là những tổ chức giám sát độc lập, chịu trách nhiệm trước Chính phủ về thực hiện các chức năng giám sát của mình trên TTTC. Mối quan hệ giữa các chủ thể giám sát tài chính có thể được tóm tắt theo sơ đồ 1.1:

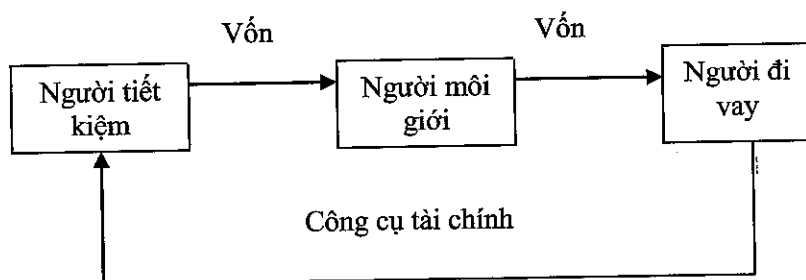


Như vậy, có thể thấy trong môi trường tương tác giữa các chủ thể với các quyết định tài chính nhất định, các nguồn lực tài chính sẽ được phân bổ theo thời gian thông qua sự vận động của các dòng tài chính dưới sự vận hành của hệ thống tài chính.

1.2.2.1. Phương thức luân chuyển vốn trực tiếp

Theo phương thức này, vốn được chuyển giao trực tiếp từ người tiết kiệm đến đầu tư. Hình thức chuyển giao vốn này phần lớn thông qua vai trò người môi giới - người chỉ được hưởng lợi dưới hình thức hoa hồng cho việc kết nối cung cầu vốn mà không có quyền thực hiện giao dịch cho bản thân. Như vậy người tiết kiệm (người cho vay) sở hữu các công cụ tài chính do người đi vay phát hành và do đó hưởng toàn bộ lợi nhuận cũng như gánh chịu toàn bộ rủi ro mang lại từ các công cụ tài chính đó.

Sơ đồ 1.3. Luân chuyển vốn trực tiếp



1.2.2.2. Phương thức luân chuyển vốn gián tiếp

Theo phương thức này, vốn được chuyển giao từ người tiết kiệm đến người đầu tư thông qua vai trò các TGTC. Điểm khác biệt cơ bản giữa hai phương thức luân chuyển vốn là mối quan hệ giữa những người đi vay và người cho vay với các trung gian.

*** Trung gian tài chính**

Các trung gian tài chính là các tổ chức tài chính có khả năng dẫn truyền các quỹ cho vay từ các chủ thể có thặng dư vốn sang các chủ thể thiếu hụt vốn. Tài sản chủ yếu của nó là các tài sản tài chính, thể hiện dưới hình thức các khoản nợ thông qua hành vi cho vay hoặc các chứng khoán. Ngoài ra, các TGTC còn cung cấp các dịch vụ tài chính đa dạng, từ bảo hiểm, các hợp đồng hưu trí cho đến giữ hộ tài sản có giá và cung cấp một cơ chế cho việc thanh toán, chuyển tiền và lưu trữ thông tin tài chính. Hãy thử hình dung một thế giới mà trong đó các trung gian này không tồn tại. Người có vốn dư thừa chỉ

có cách đầu tư trực tiếp số vốn của mình vào các chủ thể thiếu hụt vốn. Cách đầu tư trực tiếp này có những bất lợi:

- Phải trả chi phí cao cho việc thu thập và phân tích thông tin cũng như kiểm tra, giám sát hoạt động của những người vay vốn. Vì thế những nhà đầu tư cá nhân thường bỏ qua giai đoạn này hoặc nhờ vào kết quả phân tích thị trường của những người khác. Thiếu sự phân tích thông tin, quá trình đầu tư trở nên kém hấp dẫn vì rủi ro cao.

- Sự hạn chế về tính lỏng của các tài sản tài chính được nắm giữ. Đôi khi việc nắm giữ các chứng khoán dài hạn do các công ty phát hành không hấp dẫn những nhà đầu tư cá nhân, vì họ mong muốn nắm giữ tiền mặt hoặc các công cụ có khả năng nhanh chóng chuyển sang tiền mặt để tiện cho chi dùng khi cần thiết.

- Rủi ro trong quá trình đầu tư cao, chủ yếu do biến động giá chứng khoán trên thị trường khi người sở hữu nó thực hiện sự chuyển hoá các chứng khoán sang tiền mặt hoặc các công cụ tài chính khác.

Sự xuất hiện của TGTC khắc phục được những hạn chế của đầu tư trực tiếp nêu trên và kích thích mong muốn đầu tư. TGTC có lợi thế hơn trong việc thu thập, phân tích thông tin liên quan đến đối tượng đầu tư và dựa trên cả lợi thế về quy mô nên sẽ giảm được chi phí giao dịch. Bên cạnh đó với lợi thế thu thập, phân tích thông tin và giám sát sau cho vay, việc đầu tư qua TGTC sẽ giảm thông tin bất cân xứng, do đó giảm lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, đảm bảo an toàn cho các khoản đầu tư. Rủi ro còn được giảm thiểu thông qua khả năng đa dạng hóa danh mục đầu tư của các TGTC. Mặt khác các TGTC còn cung cấp các công cụ đầu tư với tính lỏng cao và rủi ro thấp cho người đầu tư.

** Chức năng của các trung gian tài chính*

- Chức năng môi giới

Các TGTC hoàn thành chức năng này khi đóng vai trò là đại lý cho người tiết kiệm trong việc cung cấp thông tin về các dịch vụ và giao dịch theo yêu cầu của họ (chẳng hạn: thực hiện các nghiên cứu đầu tư, cố vấn đầu tư hoặc thực hiện việc mua bán chứng khoán cho khách hàng dựa vào kết quả phân tích thông tin). Với chức năng này các TGTC góp phần quan trọng vào việc giảm các chi phí liên quan đến thu thập và phân tích thông tin cũng như chi phí giao dịch, từ đó thúc đẩy tỷ lệ đầu tư.



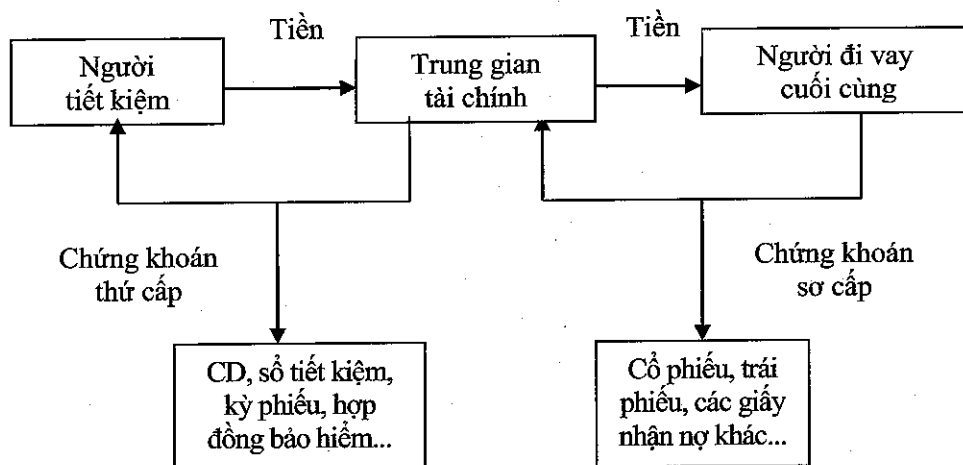
THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

- Chức năng biến đổi tài sản

Đây là chức năng chủ yếu hình thành nên lợi thế của kênh chuyển giao vốn gián tiếp so với kênh chuyển giao vốn trực tiếp. Trong chức năng này, các TGTC phát hành các công cụ tài chính thứ cấp với tính lỏng cao, rủi ro thấp cho những người tiết kiệm nhằm thay thế cho các công cụ tài chính sơ cấp do những người đầu tư trực tiếp phát hành. Với hai chức năng của TGTC, mối quan hệ chuyển giao vốn giữa người cho vay cuối cùng và người đi vay cuối cùng được thể hiện như sau:

Sơ đồ 1.4. Luân chuyển vốn gián tiếp



Ở đây có hai luồng vận động ngược chiều nhau: Tiền mặt và chứng khoán. Thay vì giữ các chứng khoán do các công ty kinh doanh phát hành, giờ đây người tiết kiệm nắm trong tay các chứng khoán do các TGTC phát hành dưới dạng tiền gửi, các chính sách bảo hiểm hoặc các chứng chỉ tiền gửi. Thông qua biến đổi tài sản, các TGTC đã biến đổi cả mức rủi ro đi kèm công cụ tài chính đang sở hữu. Nếu nắm giữ các chứng khoán sơ cấp như trái phiếu doanh nghiệp, cổ phiếu... người đầu tư sẽ được hưởng toàn bộ lợi nhuận hoặc phải chịu hoàn toàn rủi ro phát sinh từ các công ty phát hành hoặc do ảnh hưởng của thị trường, điều mà khó dự đoán chính xác, nhưng nếu nắm trong tay các sổ tiết kiệm, các chính sách bảo hiểm, hay chứng chỉ tiền gửi họ có thể được hưởng một mức sinh lời chắc chắn vì mức rủi ro thấp và khả năng chuyển đổi sang tiền mặt nhanh chóng với chi phí thấp nhất.

Ngược lại, với sự vận động của các chứng khoán là sự vận động của vốn bằng tiền. Tuy nhiên, khác với quá trình luân chuyển vốn trực tiếp, vốn từ tay

người tiết kiệm đến tay người sử dụng thông qua vai trò trung gian của các tổ chức kinh doanh tài chính đã có sự biến đổi cả về khối lượng và thời hạn:

+ Sự biến đổi về khối lượng thể hiện thông qua việc các TGTC đã chuyển các khoản vốn nhàn rỗi quy mô nhỏ lẻ trong tay người tiết kiệm thành quỹ cho vay với quy mô lớn có khả năng đáp ứng được nhu cầu vốn khác nhau của xã hội. Thiếu vai trò này, người sở hữu các khoản vốn nhỏ chưa chắc đã có động cơ để tiết kiệm.

+ Biến đổi thời hạn có nghĩa là TGTC có thể vừa đảm bảo cung cấp các khoản vốn với thời hạn dài cho nhu cầu của người sử dụng trong khi vẫn thoả mãn nhu cầu tiết kiệm phần lớn là thời hạn ngắn. Bởi lẽ các khoản vốn gửi không đồng nhất về thời gian gửi vào và rút ra, nên luôn tồn tại một lượng vốn ổn định có thể sử dụng cho vay dài hạn.

Chức năng môi giới cũng như khả năng biến đổi tài sản là những đặc trưng của một TGTC và nhờ thế phương thức luân chuyển vốn gián tiếp có được lợi thế so với phương thức luân chuyển vốn trực tiếp.

1.1.3. Phân loại cấu trúc hệ thống tài chính

Trong nền kinh tế vốn được luân chuyển từ nơi thừa đến nơi thiếu thông qua 2 kênh: **kênh dẫn vốn trực tiếp** (luân chuyển vốn trực tiếp) và **kênh dẫn vốn gián tiếp** (luân chuyển vốn gián tiếp). Dựa vào tầm quan trọng của các kênh dẫn vốn và các tổ chức tài chính, cấu trúc tài chính của mỗi quốc gia có thể được phân loại thành hai loại hình cấu trúc tài chính cơ bản là **hệ thống tài chính dựa vào thị trường** (market-based hay security-dominated financial market) và **hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng** (bank-based hay bank-dominated financial market).

Trong thống tài chính dựa vào ngân hàng, các ngân hàng đóng vai trò chủ đạo trong việc huy động và phân bổ các nguồn vốn trong nền kinh tế. Với hệ thống tài chính dựa vào thị trường, TTCK lại có vai trò tích cực hơn trong việc tài trợ vốn và cung cấp các công cụ quản lý rủi ro cho các chủ thể kinh tế. Trong thực tế điều này có nghĩa với hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng, vốn tài trợ cho doanh nghiệp sẽ được cung cấp từ hệ thống ngân hàng nhiều hơn so với hệ thống tài chính dựa vào thị trường. Tuy nhiên, cần cân trọng để tránh thổi phồng vai trò của ngân hàng cũng như của TTTC trong các hệ thống tài chính này. Ở các quốc gia mà hệ thống tài chính được phân loại là dựa vào ngân hàng như Pháp, Đức, Nhật, hệ thống ngân hàng cung cấp khoảng 20-30% trong tổng nhu

cầu phát sinh về vốn cho các doanh nghiệp và 3-4% nhu cầu này được đáp ứng từ thị trường cổ phiếu và trái phiếu. Còn các quốc gia có hệ thống tài chính dựa vào thị trường như Anh, Mỹ thì khối lượng tín dụng ngân hàng cung ứng cho các doanh nghiệp là rất nhỏ thậm chí là bằng không đối với tín dụng dài hạn, trong khi đó lượng cổ phiếu và trái phiếu mới phát hành của các doanh nghiệp trên TTTC cũng chỉ chiếm khoảng 15-20% trong tổng nhu cầu về vốn phát sinh của doanh nghiệp. Ở các quốc gia mà hệ thống tài chính được đánh giá là sự kết hợp giữa ngân hàng và thị trường thì khối lượng vốn cung ứng cho doanh nghiệp từ cả hệ thống ngân hàng và TTTC cũng chỉ chiếm khoảng hơn 20% tổng khối lượng vốn mới cần cho hoạt động của doanh nghiệp. Như vậy trên thực tế có thể thấy nguồn vốn tài trợ chính cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là nguồn vốn bên trong của doanh nghiệp chứ không phải nguồn vốn từ bên ngoài.

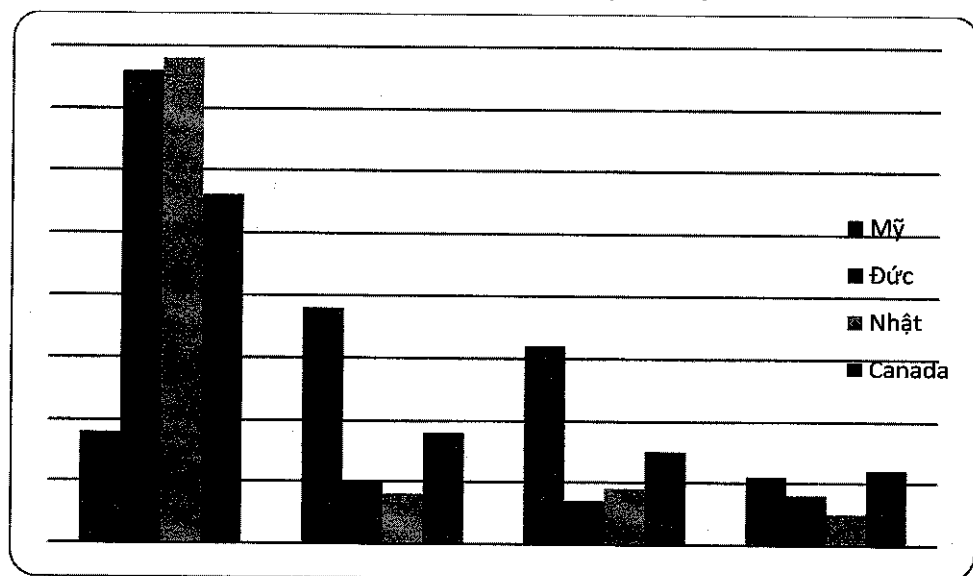
Quá trình phát triển của hệ thống tài chính về cơ bản trải qua ba giai đoạn phát triển. Giai đoạn đầu tiên là giai đoạn hệ thống ngân hàng đóng vai trò trung tâm, tiếp theo là sự phát triển của TTCK và giai đoạn thứ ba là giai đoạn TTCK ngày càng có ý nghĩa trong toàn bộ hệ thống tài chính của quốc gia. Tuy nhiên, cấu trúc hệ thống tài chính các nước phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố, đặc biệt là lịch sử phát triển hệ thống ngân hàng, các quy định và luật lệ, ... Điều này dẫn đến một thực tế là nhiều quốc gia có sự phát triển kinh tế tương đương song cấu trúc hệ thống tài chính lại hoàn toàn khác nhau. Anh và Mỹ là đại diện điển hình cho các quốc gia có cấu trúc hệ thống tài chính dựa vào thị trường, Đức và Nhật đại diện cho nhóm nước có cấu trúc tài chính dựa vào ngân hàng. Phần lớn các nước đang phát triển có cấu trúc tài chính dựa vào ngân hàng.

Chính sách của Nhà nước có ảnh hưởng nhất định đến cấu trúc hệ thống tài chính và theo đó là tầm quan trọng tương đối của hệ thống ngân hàng và TTCK. Chính sách của Nhà nước ưu tiên phát triển khu vực này sẽ có ảnh hưởng tới sự phát triển của khu vực kia và ngược lại. Các quốc gia với chính sách hạn chế thông tin và đánh thuế chồng chéo lên cổ tức chắc chắn sẽ cản trở sự phát triển của TTCK và tạo điều kiện cho hình thức vay vốn từ hệ thống ngân hàng, nhất là khi phần lãi phải trả lại được khấu trừ khỏi thu nhập chịu thuế của doanh nghiệp. Ngược lại, với những chính sách, quy định hạn chế đối với hoạt động của hệ thống ngân hàng sẽ thúc đẩy doanh nghiệp tìm nguồn tài trợ từ TTCK và theo đó thúc đẩy sự phát triển của TTCK. Ví dụ ở Mỹ, với những điều luật hạn chế khả năng mở các chi nhánh của ngân hàng và điều luật Glass-Steagall (1933) hạn chế không cho phép ngân hàng được nắm giữ



cổ phiếu đã khiến các công ty lớn của Mỹ phải tìm nguồn tài trợ từ TTTC và do đó góp phần làm tăng vai trò của TTTC trong hệ thống tài chính.

Hình 1.1: Cơ cấu nguồn vốn từ bên ngoài của các tổ chức phi tài chính tại Mỹ, Đức, Nhật, Canada giai đoạn 1970-2000



Nguồn: IMF

Dựa trên cơ sở các ưu điểm của tài chính gián tiếp với vai trò của các TGTC, đặc biệt là vai trò của ngân hàng, quan điểm ủng hộ hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng khẳng định hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng hỗ trợ cho tăng trưởng hiệu quả hơn hệ thống tài chính dựa vào thị trường, nhất là đối với các quốc gia đang phát triển. Khả năng thu thập, phân tích thông tin, giám sát các khoản vay tốt hơn kết hợp với chức năng biến đổi tài sản đã tạo cho ngân hàng lợi thế so với tài chính trực tiếp. Bên cạnh đó hệ thống tài chính dựa vào thị trường không hiệu quả trong việc thu thập, phân tích thông tin và cũng không phải là cơ chế hữu hiệu để kiểm soát doanh nghiệp. Tính không hữu hiệu trong việc kiểm soát doanh nghiệp có thể xuất phát từ những vấn đề về thông tin nội gián, thị trường với tính thanh khoản cao làm phân tán cơ cấu sở hữu và giảm mong muốn giám sát doanh nghiệp của từng cá nhân chủ sở hữu doanh nghiệp.

Tuy nhiên, quan điểm ủng hộ hệ thống tài chính dựa vào thị trường lại cho rằng hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng có một số nhược điểm nhất định. Thứ nhất, khi phần lớn nhu cầu về vốn của doanh nghiệp được đáp ứng thông qua các khoản vay từ ngân hàng, các ngân hàng có thể có nhiều ảnh hưởng tới doanh

ng nghiệp và từ đó tạo cơ sở để buộc doanh nghiệp phải trả phí cao hơn. Thứ hai, vì rủi ro trong hoạt động kinh doanh tiền tệ mà ngân hàng có xu hướng giới hạn hoạt động cho vay, chủ yếu tập trung vào các dự án có tính an toàn cao, độ rủi ro thấp, do vậy sẽ rất khó khăn cho các doanh nghiệp nhỏ và doanh nghiệp mới thành lập khi muốn tìm nguồn tài trợ từ ngân hàng cho việc mở rộng và phát triển hoạt động kinh doanh. Thứ ba, ngân hàng hoàn toàn có thể cấu kết với giám đốc doanh nghiệp, gây thiệt hại cho quyền lợi của các chủ sở hữu doanh nghiệp.

Quan điểm ủng hộ hệ thống tài chính dựa vào thị trường cho rằng TTCK có vai trò tích cực trong việc cung cấp các công cụ quản lý rủi ro, phù hợp với cả những giao dịch tiêu chuẩn và những giao dịch riêng biệt của các nhà đầu tư trong khi hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng chỉ cung cấp những giải pháp quản lý rủi ro cơ bản. Ngoài ra, hệ thống tài chính dựa vào thị trường cũng khắc phục được những nhược điểm của hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng như việc khuyến khích được sự hình thành các doanh nghiệp mới, tạo điều kiện cho doanh nghiệp nhỏ huy động vốn mở rộng và phát triển sản xuất, điều này tạo đà cho sự đổi mới liên tục trong toàn bộ nền kinh tế và theo đó là sự tăng trưởng, phát triển kinh tế.

Thực tế cho thấy tỉ lệ giữa mức độ vốn hóa qua TTCK và tài sản ngân hàng có xu hướng tăng theo mức độ phát triển kinh tế. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu hiện nay đều cho thấy sự tăng lên nói chung của tỷ lệ này và sự phát triển kinh tế không có mối quan hệ nhân quả và như vậy sự khác biệt về cơ cấu hệ thống tài chính không giải thích được sự khác biệt về tăng trưởng kinh tế giữa các quốc gia. Sự thành công của các doanh nghiệp là tìm ra sự kết hợp một cách hợp lý giữa việc tìm nguồn tài trợ vốn thông qua thị trường và thông qua hệ thống ngân hàng. Khối lượng nhu cầu về vốn, quy mô doanh nghiệp, công nghệ sản xuất, đặc điểm thị trường của sản phẩm, ... là những yếu tố quan trọng để doanh nghiệp đưa ra các quyết định lựa chọn nguồn tài trợ. Thực tế cho thấy doanh nghiệp càng lớn với mức thu nhập càng cao thì sự kết hợp càng nghiêng về thị trường cổ phiếu. Như vậy sự phát triển của hệ thống ngân hàng và của TTTC đều hỗ trợ tăng trưởng.

Bên cạnh đó, thực tế cho thấy, hệ thống ngân hàng có vai trò rất quan trọng trong việc cung ứng vốn cho nền kinh tế và khu vực tư nhân đối với các nước đang phát triển. Theo thống kê của IMF năm 2008 cho thấy rằng nguồn tín dụng trong nước do hệ thống NH cung cấp tương đương với 82% GDP ở Braxin, 70% ở Ấn Độ, 75% ở Việt Nam, 100% ở Thái Lan, 125% ở Malayxia.

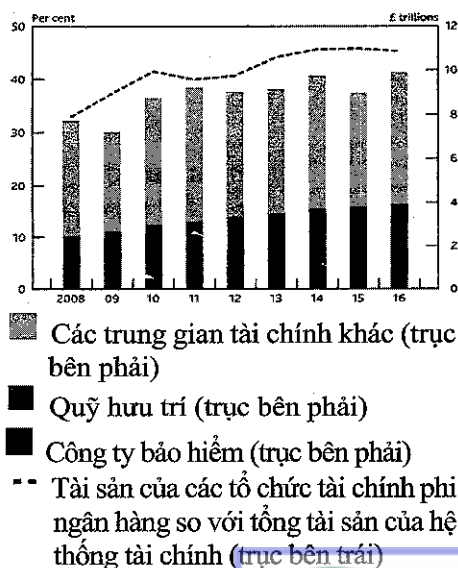


Hộp 1.3: Cấu trúc hệ thống tài chính một số quốc gia

Cấu trúc hệ thống tài chính Anh

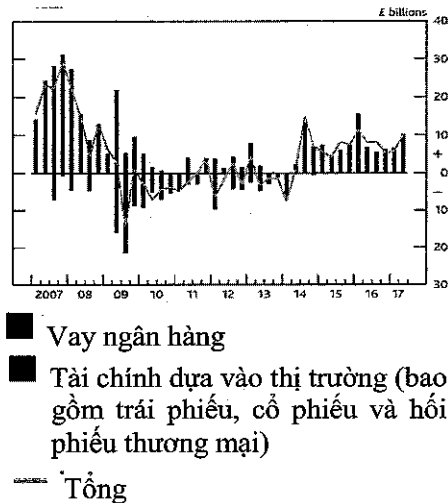
Anh là một quốc gia có hệ thống tài chính dựa vào thị trường điển hình, thị trường ngày càng thể hiện vai trò quan trọng trong việc cung cấp nguồn vốn cho nền kinh tế. Tài chính dựa vào thị trường được định nghĩa là một hệ thống bao gồm các thị trường, tổ chức tài chính phi ngân hàng và cơ sở hạ tầng (không bao gồm các ngân hàng) đóng vai trò cung cấp các dịch vụ tài chính (bao gồm trung gian giữa tiết kiệm – đầu tư và chuyển giao rủi ro) để hỗ trợ nền kinh tế. Sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, tài sản của các tổ chức tài chính phi ngân hàng đã tăng hơn 30% và các TGTC phi ngân hàng hiện đóng góp 47% vào khu vực tài chính toàn cầu. Tại Anh, theo Báo cáo Ổn định Tài chính 2017 (Financial Stability Report), các tổ chức tài chính phi ngân hàng hiện chiếm gần 50% tổng tài sản của hệ thống tài chính, tăng 13% kể từ năm 2008. Sự tăng trưởng này đã góp phần làm đa dạng nguồn cung cấp tài chính cho nền kinh tế bởi nguồn tín dụng ngân hàng đã bị giảm sút đáng kể từ sau khủng hoảng tài chính.

Hình 1.2: Tài sản của các tổ chức tài chính phi ngân hàng so với tổng tài sản của hệ thống tài chính Anh



Nguồn: Báo cáo Ổn định Tài chính Anh (2017)

Hình 1.3: Lượng huy động vốn ròng của các công ty phi tài chính tư nhân ở Anh



Nguồn: Báo cáo Ổn định Tài chính Anh (2017)

Khả năng thích ứng của bộ phận tài chính dựa vào thị trường phản ánh mức độ mà các tổ chức này có thể hấp thụ các cú sốc và cung cấp các chức năng quan trọng để hỗ trợ nền kinh tế. TTTC được xem là hoạt động trơn tru khi người mua và người bán các tài sản tài chính có thể giao dịch với nhau một cách dễ dàng. Ở một số thị trường như TTCK, các giao dịch diễn ra chủ yếu ở sàn giao dịch tập trung, trong khi các thị trường khác như thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường repo lại hoạt động chủ yếu thông qua nhà môi giới và đại lý. Do đó, bộ phận tài chính dựa vào thị trường có vai trò rất quan trọng trong việc làm trung gian giữa người mua và người bán, đồng thời cung cấp thanh khoản cho thị trường.

Tại Anh, các chương trình cải cách hậu khủng hoảng đã tăng cường khả năng thích ứng của các nhà môi giới và đại lý, đồng thời tạo động lực cho họ tham gia nhiều hơn vào các giao dịch repo, qua đó thúc đẩy thị trường repo phát triển và vận hành một cách hiệu quả. Tuy nhiên, mặt bằng lãi suất sau khủng hoảng được duy trì ở mức thấp cũng đã hạn chế các nhà môi giới và đại lý trong việc cung cấp dịch vụ TGTC ở một số thị trường, ví dụ thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường repo, từ đó tạo cơ hội cho các quỹ đầu tư mở phát triển và mở rộng. Theo Báo cáo Ổn định tài chính Anh 2017, tổng tài sản được quản lý bởi các quỹ đầu tư mở trên toàn cầu đã tăng hơn gấp đôi kể từ khủng hoảng tài chính và xu hướng này cũng diễn ra rõ rệt ở Anh.

Trong khi đó, nhu cầu của các công ty bảo hiểm nhân thọ đối với tài sản có chất lượng và thanh khoản kém hơn vẫn được duy trì ở mức cao. Tại Anh, danh mục đầu tư được nắm giữ bởi các công ty bảo hiểm đã lên tới 1.800 tỷ bảng vào cuối năm 2016, chiếm tỉ trọng lớn trong tổng tài sản của một số TTCK. Lãi suất thị trường thấp tiếp tục tạo động lực cho các công ty bảo hiểm nhân thọ đầu tư vào các tài sản kém lỏng như chứng khoán có thu nhập cố định và lãi suất thấp hay bất động sản thương mại để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn.

Cấu trúc hệ thống tài chính Đức

Theo Báo cáo Ổn định tài chính Đức 2017, căn cứ vào tỉ trọng tài sản

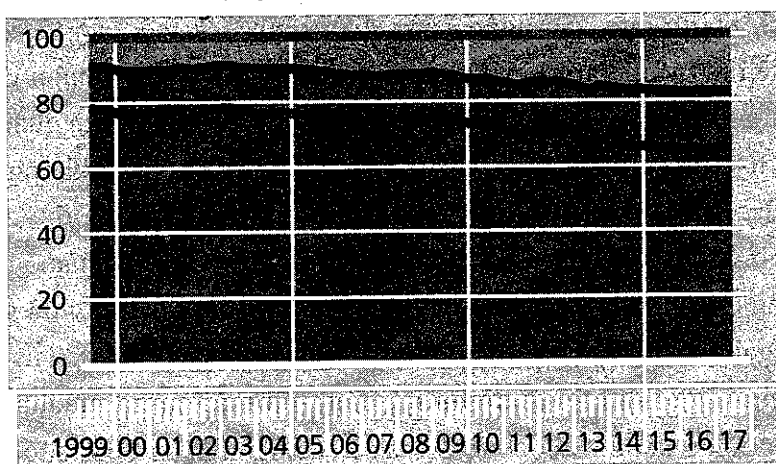


tài chính theo lĩnh vực, Đức vẫn được xếp vào nhóm các quốc gia có hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng điển hình. Cụ thể, các tổ chức tài chính tiền tệ (Monetary Financial Institution – MFI)¹ hiện nắm giữ trên 60% tổng tài sản của hệ thống tài chính Đức. Tuy nhiên, tầm quan trọng của các tổ chức này đã có sự suy giảm đáng kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, khi ngành ngân hàng có xu hướng thu hẹp các khoản nợ và trở nên ít liên kết với nhau hơn. Trong những năm gần đây, mặt bằng lãi suất thấp và môi trường kinh tế vĩ mô thuận lợi đã giúp hệ thống ngân hàng giảm thiểu rủi ro và tăng khả năng sinh lời. Tuy nhiên, tình trạng này có thể tạo ra xu hướng đánh giá thấp rủi ro tín dụng trong hệ thống ngân hàng. Bên cạnh đó, việc các ngân hàng tăng cường thực hiện chức năng biến đổi kỳ hạn cũng làm gia tăng rủi ro lãi suất. Hai tình huống mà hệ thống ngân hàng có thể đối mặt trong thời gian tới: Một mặt, nếu thu nhập lãi ròng duy trì ở mức thấp do lãi suất tiếp tục thấp, các ngân hàng sẽ có động lực chấp nhận rủi ro cao hơn và tăng cường biến đổi kỳ hạn để tạo ra lợi nhuận cao. Mặt khác, nếu lãi suất tăng đột ngột, giá trị thị trường của các tài sản sẽ giảm, trong khi chi phí vốn lại tăng, điều này sẽ dẫn đến tổn thất đáng kể đối với các ngân hàng.

Trong khi đó, tầm quan trọng của các tổ chức phi MFI tại Đức lại ngày càng được tăng cường, thể hiện ở các điểm sau: Thứ nhất, giá trị tài sản được quản lý bởi các quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí đã có sự tăng trưởng rõ rệt. Thứ hai, các nhân tố đặc thù của ngành đã có đóng góp tích cực vào tăng trưởng kinh tế. Cụ thể, các hợp đồng giá trị lớn là nhân tố quan trọng thúc đẩy sự phát triển của khu vực bảo hiểm và hưu trí. Lĩnh vực quỹ đầu tư cũng có sự tăng trưởng mạnh khi lượng vốn đầu tư tăng lên, tuy nhiên sự gia tăng kết nối trực tiếp đã làm tăng sự phụ thuộc lẫn nhau giữa các quỹ đầu tư, từ đó làm tăng nguy cơ khủng hoảng thanh khoản toàn hệ thống.

¹ Theo Ngân hàng Trung ương Châu Âu ECB, tổ chức tài chính tiền tệ bao gồm: các ngân hàng trung ương (gồm ngân hàng trung ương các quốc gia và ECB), tổ chức tín dụng, tổ chức nhận tiền gửi khác và quỹ thị trường tiền tệ.

Hình 1.4: Tỷ trọng tài sản tài chính theo lĩnh vực ở Đức



- Quỹ đầu tư và tổ chức tài chính khác
- Công ty bảo hiểm và quỹ hưu trí
- Tổ chức tài chính tiền tệ (MFI)

Nguồn: Báo cáo Ổn định tài chính Đức (2017)

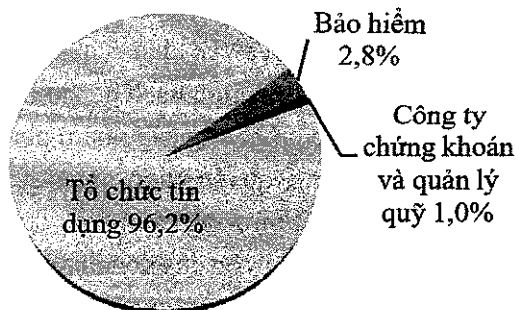
Bên cạnh đó, một nhân tố ngày càng đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của hệ thống tài chính là các phát minh, đổi mới liên quan đến công nghệ tài chính (FinTech). Tuy nhiên, tác động của FinTech đối với sự ổn định tài chính là rất khó đánh giá và cần được nghiên cứu một cách kỹ lưỡng hơn bởi nó có thể đem lại cả lợi ích và rủi ro cho toàn hệ thống.

Cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam

Ở Việt Nam, cấu trúc tài chính hiện nay dựa chủ yếu vào hệ thống ngân hàng. Theo Ủy ban giám sát tài chính quốc gia (2017), tính đến cuối năm 2016, khu vực ngân hàng vẫn được xem là chủ đạo khi chiếm tới 96,2% tổng tài sản của cả hệ thống tài chính. Trong khi đó, các doanh nghiệp bảo hiểm chiếm 2,8%, các công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ chiếm 1%. Việc cung ứng vốn cho nền kinh tế phụ thuộc chủ yếu vào hệ thống ngân hàng, vốn cung ứng từ TTCK còn khiêm tốn so với tiềm năng và các nước trong khu vực. Cụ thể, hoạt động cho vay của hệ thống ngân hàng chiếm hơn 60% tổng cung ứng vốn cho nền kinh tế, cao hơn các nước trong khu vực với tỷ trọng bình quân dưới 50%.



Hình 1.5: Cơ cấu tài sản hệ thống tài chính Việt Nam



Nguồn: Ủy ban giám sát tài chính quốc gia (2017)

Trong khi đó, thị trường vốn còn nhỏ, chậm phát triển với quy mô vốn hóa toàn TTCK thấp hơn so với hầu hết các nước trong khu vực. Thị trường trái phiếu Việt Nam mặc dù đã phát triển khá nhanh so với các nước châu Á, nhưng chưa thực sự cân bằng do trái phiếu chính phủ chi phối thị trường. Trong bối cảnh nợ công và hiệu quả đầu tư công đang là vấn đề lớn cần giải quyết, thì trái phiếu chính phủ không phải là kênh huy động vốn đáng khuyến khích.

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp của Việt Nam còn quá nhỏ, chưa phát triển, trong khi đây là kênh dẫn vốn cho doanh nghiệp theo cách thức mang lại sự ổn định hơn cho hệ thống tài chính cũng như người đầu tư và giúp doanh nghiệp hạn chế sự phụ thuộc quá nhiều vào nguồn vốn tín dụng ngân hàng, đồng thời tăng kỳ hạn tài trợ.

Bên cạnh đó, khả năng thu hút vốn ngoại của TTCK chưa tương xứng với tiềm năng. TTCK ít nhận được phân bổ vốn từ các quỹ đầu tư lớn trên toàn cầu do Việt Nam chỉ được coi là TTCK cận biên, chưa đáp ứng hoàn toàn các tiêu chí xếp hạng TTCK mới nổi của MSCI30, trong đó có tiêu chí mức độ tự do trên thị trường ngoại hối. Hơn thế nữa, mức độ tự do hóa tài khoản vốn của Việt Nam thấp hơn các nước trong khu vực như Indonesia, Philippines, Thái Lan, Malaysia, Trung Quốc, Singapore và khả năng chuyển đổi thấp của Đồng Việt Nam cũng ảnh hưởng đến việc thu hút dòng vốn nước ngoài vào TTCK và khả năng hội nhập tài chính khu vực ASEAN.

Nguyên nhân chính dẫn đến việc TTCK Việt Nam kém hấp dẫn là do: (1) Sản phẩm chứng khoán chưa đa dạng, chủ yếu do các doanh nghiệp nhà nước hay TCTD phát hành, tập trung vào 2 loại hình chính là trái phiếu truyền thống



HUBT

và trái phiếu chuyển đổi (với công ty cổ phần) nên phần nào ảnh hưởng đến việc thu hút vốn vào TTCK. Nhiều doanh nghiệp trong nước cũng chưa đáp ứng được yêu cầu phát hành, đặc biệt ở các khía cạnh như trình độ quản trị còn yếu, hệ thống công bố thông tin chưa minh bạch nên khó có được niềm tin của nhà đầu tư... Đến nay vẫn chưa có những sản phẩm phái sinh phổ biến như: cho vay chứng khoán, bán khống, quyền chọn mua, quyền chọn bán chứng khoán, hợp đồng tương lai. (2) Thị trường trái phiếu doanh nghiệp kém phát triển làm hạn chế khả năng huy động vốn của doanh nghiệp, đồng thời dẫn đến sự chậm ra đời của thị trường mua bán nợ. Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp chỉ xấp xỉ 4%GDP, thanh khoản rất thấp, chưa có tổ chức định mức tín nhiệm. Việc chưa có thị trường mua bán nợ dẫn đến khó khăn trong việc chứng khoán hóa các khoản nợ xấu và hình thành thị trường mua bán nợ xấu. (3) Tỷ lệ vốn Nhà nước tại nhiều doanh nghiệp Nhà nước đã cổ phần hóa vẫn trên 50% làm giảm mức độ hấp dẫn đối với các nhà đầu tư lớn, chuyên nghiệp, là rào cản đối với tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước. Số lượng doanh nghiệp thuộc diện Nhà nước cần nắm giữ cổ phần chi phối khi cổ phần hóa còn lớn, tỷ lệ cổ phần chào bán ra công chúng trung bình dưới 30%.

Bên cạnh đó, điều kiện phát hành khá khắt khe như Nghị định 90/2011/NĐ-CP của Chính phủ yêu cầu các doanh nghiệp phát hành trái phiếu phải có 5 năm liền có lãi.

Về phía cầu đầu tư, cơ sở nhà đầu tư còn thiếu khi nhà đầu tư chủ yếu trên thị trường trái phiếu hiện nay là các ngân hàng thương mại (NHTM). Các đợt phát hành trái phiếu cũng thường là phát hành riêng lẻ cho một số nhà đầu tư, trong khi nhà đầu tư cá nhân chưa tiếp cận được.

Về phía TGTC, Nghị định về việc thành lập và hoạt động của công ty định mức tín nhiệm đang trong quá trình lấy ý kiến, vì vậy Việt Nam vẫn chưa có một tổ chức định mức tín nhiệm chuyên nghiệp nhằm tạo niềm tin cho nhà đầu tư khi đánh giá về doanh nghiệp phát hành.

1.2. THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

1.2.1. Khái niệm và đặc điểm

Thị trường là khái niệm chung chỉ nơi diễn ra các hoạt động trao đổi mua bán "những thứ có giá trị", chẳng hạn như hàng hoá, dịch vụ và các bất động sản, qua đó các nhu cầu về giá trị và giá trị sử dụng của những người tham gia trao đổi được thoả mãn. Tương tự như vậy, thị trường tài chính là nơi mua



bán các công cụ tài chính, nhờ đó mà vốn được chuyển giao từ các chủ thể dư thừa vốn đến các chủ thể có nhu cầu về vốn. Như vậy TTTC có những đặc điểm như sau:

- **Hàng hoá của thị trường** là các công cụ tài chính hay còn gọi là chứng khoán được thể hiện dưới hình thức một hợp đồng đại diện quyền hưởng lợi hợp pháp của người sở hữu từ các tổ chức phát hành. Các chứng khoán này phát sinh trên cơ sở gọi vốn cổ phần (gọi là chứng khoán vốn) hoặc trên cơ sở quan hệ vay nợ (gọi là chứng khoán nợ). Nó có thể là các chứng khoán ngắn hạn hoặc các chứng khoán dài hạn.

- **Giá cả của hàng hoá TTTC** cũng bị chi phối bởi quan hệ cung cầu. Đến lượt mình quan hệ cung cầu của từng loại công cụ tài chính lại bị quyết định bởi đặc điểm và xu hướng kinh doanh của người phát hành cũng như các ảnh hưởng vĩ mô khác.

*** Những người tham gia trên TTTC bao gồm:**

- **Người tiết kiệm:** Là các chủ thể có nhu cầu về các công cụ tài chính hay là người cung cấp nguồn vốn dự thừa tạm thời cho thị trường. Họ có thể là các hộ gia đình, các doanh nghiệp hoặc NSNN có nguồn tiền tệ dư thừa tạm thời do đặc điểm tuần hoàn vốn quyết định.

- **Người đầu tư:** Là các chủ thể kinh tế có nhu cầu vốn để thực hiện kế hoạch sản xuất kinh doanh hoặc tiêu dùng. Họ đạt được nguồn vốn cần thiết thông qua việc phát hành các công cụ tài chính đa dạng cho TTTC. Với tư cách đó họ là người cung hàng hoá cho TTTC.

- **Người môi giới:** Là người cung cấp thông tin TTTC theo nhu cầu khách hàng và là trung gian kết nối nhu cầu giữa người tiết kiệm và người đầu tư.

- **Người kinh doanh chứng khoán:** Là người kinh doanh cho tài khoản riêng của họ và không được thực hiện lệnh cho khách hàng.

- **Các chuyên gia** thực hiện vai trò như là môi giới của của những người môi giới khi họ nhận thực hiện các lệnh của khách hàng mà người môi giới không thực hiện được ngay. Các chuyên gia có thể thực hiện giao dịch cho bản thân họ và qua đó thực hiện chức năng điều tiết thị trường khi các lệnh mua và bán không khớp nhau.

- **Người đầu cơ:** Là những người lợi dụng khả năng dự đoán xu hướng biến động của thị trường để kinh doanh kiếm lợi trên cơ sở chấp nhận rủi ro. Xu hướng giao dịch của họ thường ngược với xu hướng của người đầu tư.

- *Người kinh doanh chênh lệch giá (arbitragors)*: Là những người nắm bắt thông tin chênh lệch giá để kinh doanh kiếm lời. Đây là loại kinh doanh không có rủi ro. Hoạt động thường xuyên của những nhà kinh doanh này làm cho giá các công cụ tài chính luôn phản ánh đúng mức độ rủi ro của chúng.

1.2.2. Chức năng, vai trò của thị trường tài chính

1.2.2.1. Chức năng của thị trường tài chính

a. Chức năng dẫn vốn

TTTC thực hiện chức năng kinh tế nòng cốt trong việc dẫn vốn từ những người tạm thời thừa vốn đến những người tạm thời thiếu vốn. Cung cấp một lượng vốn liên tục cho các doanh nghiệp, người tiêu dùng và Chính phủ để hỗ trợ cho cả chi tiêu đầu tư và tiêu dùng trong một nền kinh tế. Tạo điều kiện cho tăng năng suất của các nguồn của cải xã hội và tạo ra mức sống cao hơn cho cá nhân và gia đình.

Như vậy, TTTC cho phép chuyển vốn từ những người không có cơ hội đầu tư sinh lời tới những người có cơ hội đầu tư sinh lời.

b. Chức năng tiết kiệm

Thị trường tài chính cung cấp điểm sinh lợi cho tiết kiệm. Mục đích của tiết kiệm ngày hôm nay là để có thể mua sắm được nhiều hàng hóa và dịch vụ hơn vào ngày tương lai. Tuy nhiên sẽ có rất ít động cơ khuyến khích tiết kiệm nếu vắng bóng một TTTC. Thông qua TTTC, người tiết kiệm có thể kiếm được thu nhập dưới hình thức tiền lãi, cổ tức, tiền lời của vốn... Khi những người chi tiêu cần thêm vốn của những người tiết kiệm, TTTC gửi tín hiệu đến người tiết kiệm dưới hình thức tiết kiệm có lãi suất cao hơn nhằm động viên các đơn vị, cá nhân thặng dư tiết kiệm nhiều hơn và chi dùng bớt đi. Ngược lại, khi người chi tiêu cần ít quỹ hơn thì lãi suất có chiều hướng giảm bớt và sự luân lưu tiết kiệm cũng yếu đi.

Như vậy TTTC cung cấp một cơ chế động viên tiết kiệm và tạo ra một luồng quỹ chảy vào đầu tư.

c. Chức năng thanh khoản

TTTC cung cấp phương thức chuyển đổi các loại tài sản tài chính thành tiền mặt. Hay nói cách khác, TTTC tạo cơ hội dễ dàng để bán những tài sản tài chính nhằm thu tiền mặt do đó nó làm cho những tài sản tài chính “lỏng” thêm. Tính “lỏng” thêm của những tài sản tài chính khiến chúng được ưa chuộng hơn và như thế làm dễ dàng hơn chức năng dẫn vốn với chức năng tiết kiệm của TTTC.

Nếu thiếu TTTC hoặc TTTC kém phát triển, tính thanh khoản của các tài sản tài chính kém thì người tiết kiệm chỉ ưa thích nắm giữ tài sản hoặc vốn dưới hình thái tiền mặt, hơn là các hình thái khác gần với tiền.

1.2.2.2. Vai trò của thị trường tài chính

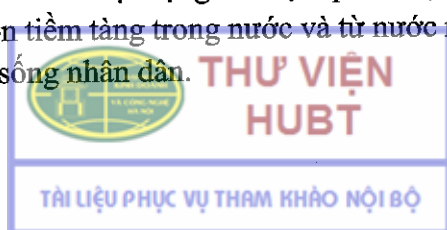
a. TTTC góp phần nâng cao năng suất và hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế.

Bất kỳ nền kinh tế nào, trong quá trình phát triển bao giờ cũng phải đối đầu với sự khan hiếm của các nguồn lực. Sản xuất lớn, không những đòi hỏi 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. TTTC 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. Với chức năng dẫn vốn và chức năng tiết kiệm, TTTC đã tạo điều kiện huy động các nguồn lực trong xã hội để phục vụ cho sự sáng tạo ra của cải nhiều dạng cho đời sống con người, lôi kéo các cá nhân trở thành những nhà đầu tư tận dụng mọi nguồn lực nhỏ nhất, thúc đẩy hoạt động sáng tạo sản phẩm và dịch vụ.

Đối với NSNN, việc bù đắp khoản bội chi hoặc có vốn để xây dựng các công trình công cộng bằng cách vay nợ trên TTTC thay vì phát hành thêm giấy bạc ngân hàng vào lưu thông là biện pháp hết sức quan trọng, bởi vì làm như vậy vừa kiềm chế được lạm phát vừa có thể tăng trưởng được nền kinh tế. Tất nhiên là mức Nhà nước vay nợ dân cũng có giới hạn, bởi vì đây là khoản vay nợ mà Nhà nước có trách nhiệm trả cả vốn và lãi cho những ai mua chứng khoán Nhà nước, mà nguồn trả nợ lại là các khoản thu của ngân sách, chủ yếu là thuế.

Như vậy, TTTC đã góp phần nâng cao năng suất và hiệu quả của nền kinh tế, cải thiện mức sống của người tiêu dùng bằng cách tiêu thụ vốn thừa (tiền để dành) và giúp những người tiết kiệm chọn thời điểm tốt cho việc mua sắm của họ. Thông qua TTTC giúp các nhà kinh doanh có thể tập trung và sử dụng các nguồn tài nguyên vào quá trình sản xuất lớn một cách tiết kiệm và có hiệu quả nhất, tạo ra việc làm cho nhiều người lao động.

Tóm lại, một TTTC hoạt động có hiệu quả sẽ tận dụng được ở mức cao nhất mọi nguồn vốn tiềm tàng trong nước và từ nước ngoài để phát triển kinh tế và cải thiện đời sống nhân dân.



b. TTTC tạo môi trường thuận lợi để dung hòa các lợi ích kinh tế của các chủ thể kinh tế khác trên thị trường.

Thông qua những cuộc đấu giá tập trung giữa các nguồn cung và cầu vốn, cơ chế thị trường sẽ hình thành giá cả tốt nhất, có lợi cho cả người bán và người mua, đảm bảo sự công bằng trên thị trường. Những thuận lợi có được chỉ cho riêng cá nhân trên sự thiệt hại của kẻ khác là không thể chấp nhận và không bao giờ tồn tại lâu dài trên thị trường. 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. Nếu thiếu TTTC hoặc TTTC kém phát triển, điều kiện để cung cầu gặp gỡ, cọ xát sẽ bị hạn chế, do đó không thể có mức giá phản ánh đầy đủ chính xác sức mua, sức bán. Chính vì thế, người ta xem TTTC là nơi tạo môi trường thuận lợi để dung hòa các lợi ích kinh tế của chủ thể kinh tế khác nhau trên thị trường.

c. TTTC tạo nên công cụ kích thích tính hiệu quả của các doanh nghiệp

Tự bản thân cơ chế giao dịch của TTTC chọn ra những doanh nghiệp hoặc dự án có triển vọng để tài trợ. Những doanh nghiệp hay dự án có triển vọng có thể nhận được thêm vốn với chi phí rẻ hơn. Ngược lại, doanh nghiệp kém hay dự án tồi sẽ khó thu hút vốn hoặc phải trả chi phí sử dụng vốn đắt hơn. Do đó, các doanh nghiệp hoặc các dự án muốn huy động được vốn và duy trì vốn hoạt động thông qua TTTC phải tính toán sao cho sản xuất kinh doanh lành mạnh và có hiệu quả ngày càng cao hơn.

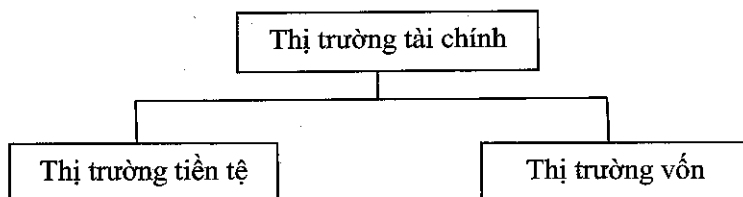
d. TTTC tạo điều kiện thuận lợi cho các giao dịch tài chính.

TTTC là con kênh dẫn truyền vốn từ chủ thể thặng dư tiết kiệm sang các chủ thể thiếu hụt tiết kiệm. Nhờ vào sự phát triển của công nghệ thông tin liên lạc (thông qua vệ tinh, cáp quang, tia laser, máy fax và các tiến bộ công nghệ khác) mà các định chế tác hợp cho các đơn vị thặng dư tiết kiệm và thiếu hụt cách nhau hàng ngàn dặm có thể giao dịch với nhau một cách có hiệu quả, từ đó tiết kiệm chi phí liên quan đến các giao dịch tài sản tài chính như: chi phí thu thập thông tin, chi phí nghiên cứu, chi phí tìm gặp....

1.2.3. Phân loại thị trường tài chính

Các đặc điểm của TTTC được thể hiện một cách đầy đủ khi nó được nghiên cứu theo các tiêu thức phân loại khác nhau. Trong thực tế có rất nhiều cách phân loại TTTC, nhưng sau đây sẽ trình bày hai tiêu thức phân loại chủ yếu: căn cứ vào thời hạn luân chuyển vốn của các công cụ tài chính và vào phương thức tổ chức thị trường.

1.2.3.1. Căn cứ vào thời hạn luân chuyển vốn



a. Thị trường tiền tệ

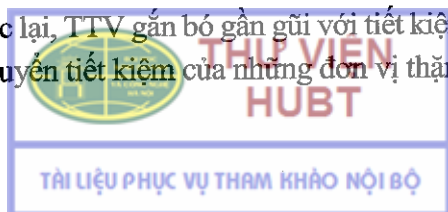
Thị trường tiền tệ (TTTT) là nơi trao đổi mua bán các công cụ tài chính ngắn hạn. Theo thông lệ, công cụ tài chính ngắn hạn có thời hạn thanh toán dưới 1 năm (lâu nhất là 12 tháng và ngắn nhất là 1 đêm hay 24 giờ). Công cụ tài chính có thời hạn thanh toán từ 1 năm trở lên được gọi là các công cụ tài chính trung và dài hạn.

Đặc trưng nổi bật nhất của TTTT là các hàng hóa có tính thanh khoản cao, mức rủi ro thấp. Bởi thời hạn ngắn nên những biến động giá các công cụ tài chính do ảnh hưởng của sự biến động lãi suất thị trường là không đáng kể. Bên cạnh đó, các công cụ của TTTT thường được phát hành theo dạng được chuẩn hóa cao và thị trường thứ cấp của chúng rất phát triển. Thông thường các công cụ này được đảm bảo bằng tài sản hoặc các dạng đảm bảo khác của người đi vay và vì vậy chúng được coi là loại công cụ đầu tư ít rủi ro. Chức năng cơ bản của TTTT, nếu nhìn từ góc độ người đi vay, là bù đắp chênh lệch giữa cung cầu vốn khả dụng. Đây là thị trường quan trọng để tài trợ các nhu cầu về vốn lưu động của các doanh nghiệp và Chính phủ.

TTTT có thể được phân chia thành TTTT liên ngân hàng và TTTT mở rộng căn cứ vào sự khác biệt về chức năng cũng như phạm vi thị trường.

b. Thị trường vốn

Thị trường vốn (TTV) là nơi trao đổi các công cụ tài chính trung và dài hạn và do đó mà thỏa mãn các nhu cầu về vốn cho các khoản đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp, Chính phủ và các hộ gia đình. Các công cụ trên TTV có thời hạn dao động trên 01 năm. Những người huy động vốn trên TTV là các tổ chức tài chính như ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí... và công chúng. Nếu như trọng tâm của TTTT là cung cấp phương tiện giúp các cá nhân, doanh nghiệp nhanh chóng điều chỉnh tình hình thanh khoản thực của họ theo số lượng tiền mong muốn, thì ngược lại, TTV gắn bó gần gũi với tiết kiệm và đầu tư hơn, TTV là một nhịp cầu để chuyển tiết kiệm của những đơn vị thặng dư qua những cuộc



đầu tư của những đơn vị thiếu hụt. Qua đó, TTV đóng góp vào sự ổn định kinh tế bằng cách mở rộng tổng khối lượng tiết kiệm và đầu tư. Do đó một TTV hiệu quả sẽ đóng góp tích cực vào việc nâng cao mức sống cho dân chúng.

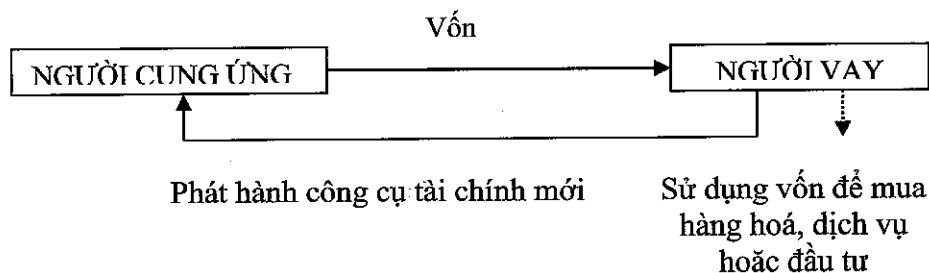
Căn cứ vào đặc điểm và tính chất công cụ lưu hành, thị trường vốn có thể được phân chia thành thị trường cổ phiếu và thị trường trái phiếu.

1.2.3.2. Căn cứ vào phương thức tổ chức thị trường

a. Thị trường sơ cấp

Thị trường sơ cấp là thị trường phát hành công cụ tài chính. Nó được sử dụng bởi các doanh nghiệp, Chính phủ và các hộ gia đình để tăng vốn cho nhu cầu chi tiêu về hàng hoá, dịch vụ và đầu tư. Chẳng hạn các doanh nghiệp muốn huy động vốn cho một dự án đầu tư họ có thể phát hành cổ phiếu và giao dịch trên thị trường sơ cấp; tương tự như vậy, nếu Chính phủ thực hiện phát hành trái phiếu để tài trợ cho các nhu cầu chi tiêu của mình thì hành vi phát hành đó sẽ được thực hiện trên thị trường sơ cấp. Đặc điểm nổi bật của các giao dịch trên thị trường sơ cấp là nó tạo nên các công cụ tài chính mới.

Sơ đồ 1.5: Giao dịch trên thị trường sơ cấp



Hộp 1.4: Phát hành Tín phiếu Kho bạc tại Việt Nam

Tại Việt Nam, chủ thể phát hành Tín phiếu Kho bạc là Bộ Tài chính và Bộ Tài chính ủy quyền cho Kho bạc Nhà nước tổ chức phát hành tín phiếu. Tín phiếu Kho bạc có các kỳ hạn chuẩn là 13 tuần, 26 tuần và 52 tuần. Mệnh giá của Tín phiếu Kho bạc là 100.000 đồng và bội số của 100.000 đồng. Phương thức phát hành Tín phiếu Kho bạc bao gồm: đấu thầu qua Sở Giao dịch NHNN; và phát hành trực tiếp cho NHNN theo quyết định của Thủ tướng Chính phủ. Đối với tín phiếu phát hành theo phương thức đấu thầu qua Sở Giao dịch NHNN, Bộ Tài chính quy định khung lãi suất phát

hành tín phiếu trong từng thời kỳ hoặc từng phiên phát hành. Căn cứ vào khung lãi suất do Bộ Tài chính quy định, Kho bạc Nhà nước lựa chọn và quyết định lãi suất phát hành tín phiếu đối với từng phiên đấu thầu. Dưới đây là thông báo kết quả một phiên phát hành Tín phiếu Kho bạc theo phương thức đấu thầu qua Sở Giao dịch NHNN.

Bảng 1.1: Thông báo kết quả phát hành Tín phiếu Kho bạc đợt 7,8 năm 2016

Phương thức đấu thầu qua SGDNNHN
(Tổ chức phát hành ngày 22/02/2016)

1	Mã tín phiếu	TPKB16014	TPKB16023
2	Kỳ hạn (năm)	26 tuần	39 tuần
3	Ngày phát hành	23/02/2016	23/02/2016
4	Ngày phát hành bổ sung		
5	Ngày thanh toán tiền mua tín phiếu	23/02/2016	23/02/2016
6	Ngày đáo hạn	23/08/2016	22/11/2016
7	Số thành viên tham gia đấu thầu	12	12
8	Lãi suất đặt thầu (%/năm)	4,40 - 5,10	4,20 - 5,30
9	Lãi suất trúng thầu (%/năm)	4,50	4,69
10	Khối lượng dự thầu (tỷ đồng)	12.310	11.180
11	Khối lượng trúng thầu (tỷ đồng)	3.000	3.000

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước (2016)

b. Thị trường thứ cấp

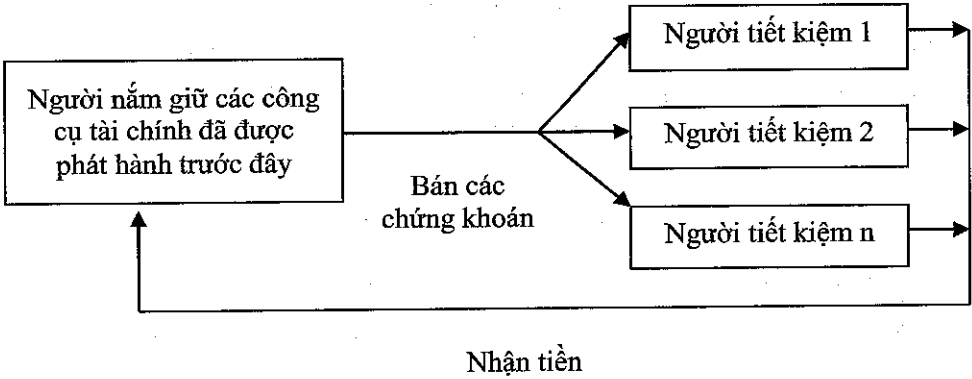
Thị trường thứ cấp là nơi trao đổi những công cụ tài chính đã được phát hành.

Ngược lại với thị trường sơ cấp, thị trường thứ cấp mặc dù có mức độ giao dịch lớn hơn nhiều so với thị trường sơ cấp nhưng thị trường thứ cấp không có tác dụng huy động thêm vốn, không hỗ trợ việc đầu tư mới. Chức năng cơ bản của thị trường thứ cấp là tăng thêm tính thanh khoản cho các công cụ tài chính đã được phát hành, khiến chúng trở nên hấp dẫn hơn, được ưa chuộng hơn và do đó làm dễ dàng hơn việc phát hành và bán chúng ở thị trường sơ cấp. Với ý nghĩa này, mức độ tích cực của TTTC có ảnh hưởng



gián tiếp đến quy mô của thị trường sơ cấp và do đó đến quy mô vốn đầu tư của xã hội.

Sơ đồ 1.6: Giao dịch trên thị trường thứ cấp



1.2.4. Công cụ của thị trường tài chính

Hàng hoá của TTTC là các công cụ tài chính. Các công cụ này có thể tồn tại dưới hình thức chứng chỉ giấy tờ hoặc bút toán ghi sổ. Mỗi công cụ tài chính đều mang lại cho người sở hữu quyền và lợi ích nhất định đối với tài sản hoặc vốn của tổ chức phát hành. Công cụ của TTTC bao gồm hai loại: công cụ của TTTT (chứng khoán ngắn hạn) và công cụ của TTCK (chứng khoán trung và dài hạn).

1.2.4.1. Công cụ tài chính ngắn hạn

Tín phiếu Kho bạc

Tín phiếu Kho bạc là giấy vay nợ ngắn hạn do Kho bạc Nhà nước phát hành để bù đắp thiếu hụt tạm thời của ngân sách và là công cụ quan trọng để NHTW điều hành chính sách tiền tệ. Chúng có tính thanh khoản cao, được phát hành dưới hình thức chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, song hầu hết ở dạng ghi sổ. Đây là công cụ chiết khấu điển hình, không có phiếu lãi suất. Tín phiếu Kho bạc có mức rủi ro thấp nhất trong các công cụ trên TTTT. Thu nhập từ tín phiếu Kho bạc (chênh lệch giữa giá mua và giá hoàn trả) không bị đánh thuế vì chúng không được coi là tài sản vốn.

Thời hạn của tín phiếu Kho bạc thường là 3 tháng, 6 tháng, 1 năm. Đây là công cụ ít rủi ro nhất trên TTTT vì nó được Nhà nước bảo đảm thanh toán và thời hạn ngắn nên tác động của sự biến động lãi suất trên TTTT không đáng kể.

Trên thị trường sơ cấp, tín phiếu Kho bạc được phát hành bằng nhiều hình thức: đấu thầu, phát hành trực tiếp qua hệ thống Kho bạc, phát hành qua đại lý.

** Đấu thầu (qua NHTW):*

Trên cơ sở đơn dự thầu của các thành viên, NHNN sẽ xác định giá và khối lượng trúng thầu căn cứ vào khối lượng và lãi suất đặt thầu của các thành viên, khối lượng tín phiếu Kho bạc dự kiến huy động. NHTW có thể thực hiện phương thức đấu thầu khối lượng hoặc đấu thầu lãi suất tùy theo điều kiện thị trường.

Phương thức phát hành tín phiếu Kho bạc qua đấu thầu tại NHTW có nhiều ưu điểm:

- Nhà nước tiết kiệm được nhiều chi phí vay nợ do xác định lãi suất một cách khách quan, tận dụng được mạng lưới khách hàng sẵn có, giảm được các chi phí in ấn và bán lẻ, Kho bạc Nhà nước chủ động kiểm soát được khối lượng phát ra và thu về cho ngân sách.

- NHTW thống nhất chỉ đạo chính sách lãi suất, tạo lập TTTT, tạo điều kiện thị trường mở.

- Sự kết hợp giữa Bộ Tài chính và Ngân hàng TW được thường xuyên, đồng bộ và kịp thời.

** Phát hành tín phiếu Kho bạc trực tiếp thông qua Kho bạc Nhà nước*

Các đơn vị Kho bạc ở các tỉnh thành phố được trực tiếp tổ chức bán lẻ tín phiếu Kho bạc cho các đối tượng như cá nhân, doanh nghiệp, các TCTD...

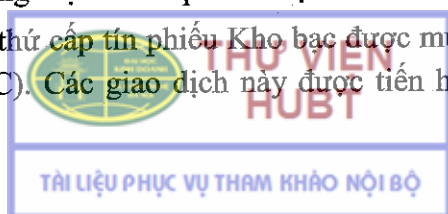
Trước mỗi đợt phát hành, Bộ Tài chính thông báo trên các phương tiện thông tin đại chúng về kế hoạch phát hành như doanh số, thời hạn, lãi suất, mệnh giá, thời gian, địa điểm, phương thức thanh toán...

Vì phần lớn tín phiếu Kho bạc phát hành dưới hình thức ghi sổ, người mua phải mở tài khoản chứng khoán và tiền mặt chỉ định để phản ánh các khoản thanh toán tiền và chứng khoán phát sinh từ việc mua bán tín phiếu. Mọi khoản lãi, gốc được thanh toán trực tiếp vào tài khoản tiền chỉ định của người mua.

** Phát hành thông qua đại lý*

Kho bạc Nhà nước có thể phát hành tín phiếu Kho bạc thông qua đại lý là các TCTD. Các đại lý này cũng phải đáp ứng một số điều kiện nhất định. Các đại lý được hưởng một khoản phí do Bộ Tài chính quy định.

Trên thị trường thứ cấp tín phiếu Kho bạc được mua bán vào bất cứ lúc nào (thị trường OTC). Các giao dịch này được tiến hành bằng điện thoại,



telex, qua các trạm máy giao dịch. Các nhà kinh doanh tín phiếu Kho bạc chính là các nhà tạo lập thị trường và các nhà môi giới đóng vai trò trung gian cho khách hàng. Các tín phiếu Kho bạc thường được trao đổi khối lượng lớn giữa các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Khối lượng mỗi lần phát hành rất lớn, số lần phát hành nhiều và với mạng lưới các nhà giao dịch linh hoạt trên thị trường thứ cấp của các chứng khoán Chính phủ đã mang lại khả năng thanh toán rất cao cho thị trường này. Các chứng khoán Chính phủ Mỹ hấp dẫn đối với công dân Hoa Kỳ vì tiền lãi từ các chứng khoán này là đối tượng không phải chịu thuế tiểu bang mà chỉ phải chịu thuế liên bang.

Tín phiếu Kho bạc là công cụ có tính thanh khoản cao nhất chính vì vậy tín phiếu Kho bạc chủ yếu do các NHTM nắm giữ.

Tín phiếu Kho bạc không những quan trọng đó ý nghĩa về số lượng mà còn vì nó được NHTW cũng như nhiều tổ chức tài chính và phi tài chính sử dụng để thực hiện chính sách sách tiền tệ. Tín phiếu Kho bạc là công cụ truyền thống để điều chỉnh thanh khoản của các NHTM. Ngoài ra, tín phiếu Kho bạc còn là hàng hoá chủ yếu của thị trường mở.

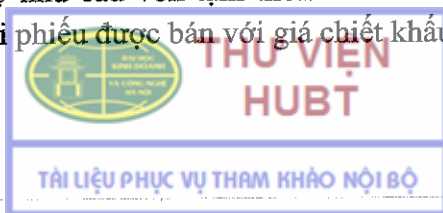
Tín phiếu NHNN

Ở một số nước, trong khi điều hành chính sách tiền tệ, NHTW có thể phát hành ra tín phiếu của mình gọi là tín phiếu NHNN. Đây là loại chứng khoán ngắn hạn do NHNN phát hành để tạo ra công cụ trên TTTT, nhằm thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia. Mệnh giá tín phiếu này thường là lớn, ví dụ ở Việt Nam là 100 triệu hoặc bội số của 100 triệu. Tín phiếu NHNN là công cụ chiết khấu được NHTW bán với giá thấp hơn mệnh giá và thanh toán theo mệnh giá của tín phiếu khi đến hạn. Phần chênh lệch giữa mệnh giá và giá bán là tiền lãi của tín phiếu. Tham gia vào thị trường tín phiếu NHNN là các TCTD như NHTM, công ty bảo hiểm...

Tín phiếu NHNN được tự do mua bán, chuyển nhượng, cầm cố giữa các TCTD, được cầm cố để vay vốn hay chiết khấu tại NHTW, được sử dụng làm công cụ cho nghiệp vụ thị trường mở.

Hối phiếu (CP)

Hối phiếu là giấy nhận nợ ngắn hạn do các doanh nghiệp lớn, có uy tín phát hành để tài trợ nhu cầu vốn tạm thời. Nó có thể được đảm bảo hoặc không đảm bảo. Hối phiếu được bán với giá chiết khấu.



Thông thường, để giải quyết những lúc kẹt tiền mặt đột xuất trong thương mại vì hàng hoá của doanh nghiệp chưa bán kịp, vì nhu cầu nhập hàng mới, các công ty có thể ký quỹ và xin phép ngân hàng bảo trợ để phát hành CP vay tiền. Công ty được phát hành một số lượng CP nhỏ hơn tài sản ròng của họ (thường $\leq 75\%$) để khi đáo hạn mà công ty không trả được tiền cho người mua CP, NHTM sẽ căn cứ theo luật trả tiền cho dân bằng cách mua lại CP đồng thời phát mại tài sản để thu nợ.

CP có thể được phát hành trực tiếp hoặc gián tiếp. Trường hợp phát hành trực tiếp CP được chủ thể phát hành bán thẳng cho người đầu tư không qua môi giới và người kinh doanh. Tuy nhiên, hối phiếu có thể phát hành thông qua người kinh doanh.

Lãi suất hối phiếu phụ thuộc vào thời hạn thanh toán, vào số vốn cần vay, mức lãi suất chung của TTTT, sự xếp hạng tín nhiệm của người phát hành.

Cũng giống như tín phiếu Kho bạc, CP được mua bán dễ dàng trên thị trường trước khi đáo hạn. Các nhà kinh doanh duy trì thị trường CP bằng cách sẵn sàng mua lại CP khi nhà đầu tư muốn bán CP trước hạn. Đến kỳ hạn thanh toán, CP bị thu hồi bởi ngân hàng thanh toán, tức ngân hàng được người phát hành chỉ định làm cơ quan thanh toán. Để đảm bảo sự an toàn trong quá trình sử dụng và thanh toán hối phiếu, các hoạt động về hối phiếu phải được điều chỉnh bởi hệ thống các văn bản pháp lý phù hợp với điều kiện cụ thể của từng quốc gia và thông lệ quốc tế.

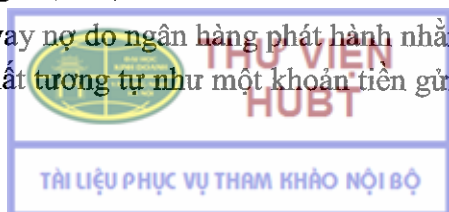
Chấp phiếu Ngân hàng (BAs)

BAs thực ra là các hối phiếu do công ty phát hành, có thời hạn ngắn và được NHTM chấp nhận thanh toán bằng cách đánh dấu chấp nhận lên hối phiếu.

Việc chấp nhận của ngân hàng làm tăng thêm độ tin cậy và tính thanh khoản cho hối phiếu, tuy vậy điều này đặt ngân hàng trước rủi ro tiềm năng trong trường hợp chủ thể phát hành không đảm bảo khả năng thanh toán. Vì vậy, công ty phát hành hối phiếu phải ký gửi một món tiền bắt buộc vào tài khoản của họ ở ngân hàng để đảm bảo khả năng chi trả hối phiếu. Điều này nhằm hạn chế rủi ro cho ngân hàng với tư cách chấp nhận thanh toán hối phiếu. Các hối phiếu đã được chấp nhận này thường được bán lại ở thị trường thứ cấp với giá nhỏ hơn mệnh giá.

Chứng chỉ tiền gửi (CDs)

CDs là công cụ vay nợ do ngân hàng phát hành nhằm huy động vốn trên thị trường với bản chất tương tự như một khoản tiền gửi có kỳ hạn. Theo đó



người sở hữu CDs được hưởng các khoản lãi suất định kỳ tính toán trên cơ sở 360 ngày và được hoàn trả mệnh giá khi đến hạn.

Thời hạn của CDs thường từ 1-3 tháng, hoặc 6 tháng và có thể là 5 -7 năm, nhưng nói chung là ngắn hạn mặc dù không có quy định nào giới hạn về thời hạn CDs do Ngân hàng phát hành. Lãi suất của CDs được tổ chức phát hành ấn định dựa trên lãi suất cạnh tranh của TTTT, tình trạng tài chính của người phát hành và thời hạn của CDs.

Sự khác biệt chủ yếu giữa chứng chỉ tiền gửi và các khoản tiền gửi có kỳ hạn là chúng có thể chuyển nhượng và mệnh giá được thống nhất theo một mức giá trị chuẩn. Điều này thể hiện rõ sự phát triển của một công cụ đã được chuyên môn hoá nhằm mở rộng nguồn vốn mới.

Việc xuất hiện chứng chỉ tiền gửi cho phép các ngân hàng có thể huy động vốn một cách chủ động mà không phải phụ thuộc vào tiền gửi của khách hàng. Khả năng chuyển nhượng tạo nên sự hấp dẫn hơn nhiều cho chứng chỉ tiền gửi so với các hình thức tiền gửi có kỳ hạn khác. Sự phát triển của chứng chỉ tiền gửi và các hình thức huy động vốn khác tạo điều kiện cho ngân hàng có thể thích ứng môi trường cạnh tranh mới.

Hợp đồng mua lại

Hợp đồng mua lại là món vay ngắn hạn trong đó chứng khoán được dùng làm đảm bảo. Một hợp đồng mua lại gồm 2 giao dịch sau:

- Bán chứng khoán kèm theo cam kết mua lại chứng khoán theo cùng mức giá tại thời điểm xác định trong tương lai. Người bán chứng khoán cam kết trả cho người mua một lãi suất nhất định.

- Mua chứng khoán kèm theo cam kết bán lại chứng khoán theo cùng mức giá tại thời điểm xác định trong tương lai. Người mua chứng khoán sẽ được nhận mức lãi suất nhất định (Hợp đồng mua lại nghịch chiều).

Thời hạn của Repo rất đa dạng, từ "qua đêm" đến vài tháng.

Lãi suất của Repo được tính toán trên cơ sở lãi suất thị trường hiện hành, lãi suất quỹ liên bang và lãi suất của công cụ nợ ngắn hạn. Nhìn chung lãi suất Repo thấp hơn lãi suất quỹ liên bang và là một trong những mức lãi suất thấp nhất ở TTTT, nó được tính trên cơ sở 360 ngày một năm.

Đôla châu Âu (Eurodollars)

Đôla châu Âu là khoản tiền gửi bằng USD tại ngân hàng ở ngoài nước Mỹ. Với tư cách là một công cụ của TTTT, Đôla châu Âu được kinh doanh



khắp thế giới, tạo ra thị trường Đôla châu Âu - với trung tâm là London, Hongkong, Singapore, Tokyo...

Tiền gửi Đôla châu Âu có thời hạn rất đa dạng, từ "qua đêm" tới 5 năm, nhưng hầu hết tiền gửi Đôla châu Âu có thời hạn 6 tháng hoặc ít hơn. Lãi suất Đôla châu Âu dựa trên lãi suất Libor tại London. Các NHTM sử dụng Đôla châu Âu để điều chỉnh trạng thái vốn khả dụng của mình. Việc giao dịch Đôla châu Âu được thực hiện thông qua hệ thống ghi sổ.

Tiền Ngân hàng Trung ương

Đây là những món vay nợ ngắn hạn điển hình giữa các ngân hàng bằng những khoản tiền gửi của họ tại NHTW. Nó không phải là món cho vay của Chính phủ hay NHTW mà là do NHTM này cho NHTM khác vay khi ngân hàng này không đạt tới tổng số tiền gửi theo quy định phải có ở NHTW. Khi đó, ngân hàng này có thể vay những món tiền gửi ở đây của các ngân hàng khác. Các ngân hàng cho vay sẽ chuyển khoản thông qua hệ thống chuyển khoản điện tử của NHTW tới ngân hàng đi vay.

Giao dịch trên thị trường quỹ liên bang chính là khoản vay qua đêm và có kỳ hạn trong đó vay qua đêm chiếm tỷ trọng lớn nhất. Lãi suất quỹ liên bang được xác định trên cơ sở 360 ngày một năm và có vai trò như một phong vũ biểu chính xác để đo lường mức căng thẳng của thị trường tín dụng trong hệ thống ngân hàng. Lãi suất quỹ liên bang do các bên tham gia giao dịch thiết lập hay theo nguyên tắc thoả thuận. Các quỹ này chính là các công cụ TTTT và được giao dịch trên TTTT.

1.2.4.2. Công cụ tài chính dài hạn

Hàng hoá của TTCK là các chứng khoán trung và dài hạn, gồm các loại cơ bản như cổ phiếu, trái phiếu, công cụ phái sinh.

Cổ phiếu (Stock)

Cổ phiếu là chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận quyền sở hữu và lợi ích hợp pháp của người sở hữu cổ phiếu đối với tài sản hoặc vốn của một công ty cổ phần.

Như vậy, chính công ty cổ phần đã khai sinh ra cổ phiếu và chỉ có công ty cổ phần mới được quyền phát hành cổ phiếu. Các cổ đông - người mua cổ phiếu của công ty - không phải là người cho công ty vay tiền, không phải là chủ nợ đối với công ty mà là người hùn vốn cùng công ty hoạt động, là người chủ sở hữu công ty. Vì vậy cổ phiếu còn được gọi là chứng khoán vốn.

Cổ phiếu có hai loại cơ bản: cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi:

*** Cổ phiếu thường:**

Cổ phiếu thường là loại chứng tiêu biểu thể hiện quyền sở hữu của người góp vốn vào công ty cổ phần. Lợi tức của cổ phiếu không cố định, phụ thuộc vào mức lợi nhuận thu được hàng năm của công ty và chính sách chia lời của công ty.

Các cổ đông cổ phiếu thường được hưởng một số quyền như quyền bỏ phiếu, quyền nhận cổ tức, quyền chuyển nhượng, ...

Cổ phiếu thường bao hàm nhiều yếu tố rủi ro, giá cả cổ phiếu biến động lớn trên thị trường. Do đó, nhà đầu tư phải phân tích xem xét kỹ lưỡng để chọn đúng hướng đầu tư nhằm thu được lợi tức cao.

*** Cổ phiếu ưu đãi**

Là loại cổ phiếu được quyền ưu tiên đặc biệt cụ thể là được hưởng một mức lợi tức cố định hàng năm, được ưu tiên chia lãi cổ phần trước loại cổ phiếu thường, được ưu tiên phân chia tài sản còn lại của công ty khi phá sản trước loại cổ phiếu thường.

Tuy nhiên, không giống với cổ phiếu thường, người mua cổ phiếu ưu đãi thường không được hưởng quyền bỏ phiếu để bầu ra Hội đồng quản trị, Ban kiểm soát công ty. Họ cũng được hưởng cổ tức giới hạn theo mức độ góp vốn. Chính vì thế, cổ đông ưu đãi chỉ có quyền sở hữu hữu hạn trong công ty.

Để tạo sự hấp dẫn hơn cho cổ phiếu ưu đãi, phù hợp với nhu cầu đa dạng của các nhà đầu tư, cổ phiếu ưu đãi được đa dạng hoá và phân chia thành nhiều loại khác nhau như cổ phiếu ưu đãi tích lũy, cổ phiếu ưu đãi không tích lũy, cổ phiếu ưu đãi tham dự chia phần, cổ phiếu ưu đãi không tham dự chia phần.

Trái phiếu (Bond)

Theo ND 48/ ND-CP của Chính phủ về chứng khoán và TTCK ở Việt Nam, trái phiếu là một loại chứng khoán được phát hành dưới hình thức chứng chỉ hoặc bút toán ghi sổ, xác nhận nghĩa vụ trả nợ (bao gồm vốn gốc và lãi) của tổ chức phát hành trái phiếu đối với người sở hữu trái phiếu.

Dù trái phiếu tồn tại dưới hình thức chứng chỉ, hay bút toán ghi sổ thì trái phiếu phải chứa đựng các thông tin sau:

- Tên tổ chức phát hành
- Mệnh giá.



Mệnh giá trái phiếu là số tiền ghi trên bề mặt của trái phiếu ở dạng chứng chỉ... Mệnh giá trái phiếu có thể do luật quy định, ví dụ như ở Mỹ, các trái phiếu có thể được phát hành theo các mệnh giá trong khoảng từ 50 đôla đến 10.000 đôla, nhưng mệnh giá phổ biến nhất là 1000 đôla. Hoặc ở Việt Nam, trái phiếu doanh nghiệp có mệnh giá tối thiểu là 100.000 đ và các bội số của 100.000 đ. Mệnh giá trái phiếu cũng có thể do tổ chức phát hành quy định, ví dụ ở Việt Nam, trái phiếu của các doanh nghiệp Nhà nước, trái phiếu của Chính phủ, sẽ do Nhà nước quy định trên cơ sở Bộ Tài chính quyết định cho từng đợt phát hành trái phiếu.

- Thời hạn của trái phiếu

Thời hạn của trái phiếu là thời hạn đi vay của tổ chức phát hành đối với trái chủ và được ghi rõ trên bề mặt của trái phiếu.

Thời hạn trái phiếu có ảnh hưởng trực tiếp đến giá trái phiếu trên thị trường, lợi tức trái phiếu và rủi ro trái phiếu. Thời hạn đáo hạn chỉ là thời hạn danh nghĩa của trái phiếu. Thời hạn trung bình mới là thời hạn thực tế của trái phiếu.

- Lãi suất và thời hạn trả lãi:

Khác với cổ phiếu không quy định cụ thể tỷ suất cổ tức và thời hạn trả cổ tức, trái phiếu có quy định lãi suất và thời hạn trả lãi. Mỗi trái phiếu có ghi cam kết của tổ chức phát hành thanh toán cho người sở hữu trái phiếu một số tiền lãi cố định vào một ngày xác định. Số lãi này thường được ghi theo tỷ lệ phần trăm so với mệnh giá của trái phiếu gọi là lãi suất. Lãi suất được tính toán theo năm, nhưng tiền lãi được thanh toán thường là 6 tháng một lần.

Trái phiếu có thể được phân chia thành nhiều loại khác nhau tùy theo nhiều tiêu thức phân chia:

* *Phân loại trái phiếu theo tính chuyển nhượng:*

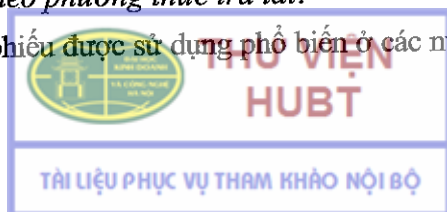
- Trái phiếu vô danh
- Trái phiếu ký danh

* *Phân loại trái phiếu theo hình thức góp vốn:*

- Trái phiếu bằng tiền
- Trái phiếu hiện vật

* *Phân loại theo phương thức trả lãi:*

Có 2 loại trái phiếu được sử dụng phổ biến ở các nước có TTCK lâu đời và phát triển:



- Trái phiếu Coupon (Coupon bond)

Là trái phiếu có cuống lãi đính kèm và trên đó ghi rõ lãi suất và kỳ hạn trả lãi.

- Trái phiếu Zero - Coupon:

Là loại trái phiếu không có phiếu lãi (hay tem lãi) đính kèm, gồm 2 loại:

+ Trái phiếu chiết khấu: là loại trái phiếu được bán với giá thấp hơn mệnh giá (thực chất là lãi của trái phiếu được trả ngay khi phát hành dưới hình thức chiết khấu trừ vào vốn).

+ Trái phiếu gộp: là loại trái phiếu được hoàn trả vốn và lãi khi đáo hạn (trái phiếu hưởng lãi sau).

** Căn cứ vào chủ thể phát hành* (đây là căn cứ phân loại chủ yếu nhất)

+ Trái phiếu công ty:

Trái phiếu công ty là trái phiếu do công ty phát hành với mục đích huy động vốn để bổ sung vốn tạm thời thiếu phục vụ cho đầu tư phát triển của công ty.

Trái phiếu công ty có rất nhiều loại tùy thuộc vào điều kiện, sự tính toán mà công ty có thể lựa chọn như trái phiếu tín chấp, trái phiếu thế chấp hoặc cầm cố, trái phiếu thu nhập.

+ Trái phiếu Chính phủ

Là trái phiếu do Chính phủ TW hoặc chính quyền địa phương phát hành nhằm bù đắp thiếu hụt tạm thời của ngân sách hoặc huy động vốn để xây dựng các công trình phúc lợi công cộng.

Đặc điểm nổi bật của trái phiếu Chính phủ là độ tin cậy về khả năng thanh toán rất cao. Do vậy, các nhà đầu tư thường đầu tư vào trái phiếu Chính phủ nhằm giảm thiểu rủi ro bình quân của danh mục đầu tư được lựa chọn.

Tóm lại, có nhiều loại trái phiếu khác nhau nhưng chúng ta có thể khẳng định rằng, trái phiếu là chứng khoán nợ; xác nhận một khoản nợ của tổ chức phát hành đối với người sở hữu (trái chủ), trong đó cam kết sẽ trả số tiền gốc kèm với tiền lãi trong một thời hạn nhất định.

Các chứng khoán phái sinh

Trên TTCK, bên cạnh các giao dịch mua bán chứng khoán vốn, chứng khoán nợ, còn có giao dịch mua bán các chứng từ tài chính khác như: chứng



quyền, chứng khế, quyền lựa chọn... Các chứng từ tài chính này được ra đời từ các giao dịch chứng khoán và được quyền chuyển đổi sang chứng khoán qua mua bán. Do đó, người ta gọi chúng là các chứng từ có nguồn gốc tài chính hoặc các chứng khoán phái sinh.

a/ Quyền mua cổ phần

Các cổ đông là người góp vốn với công ty, vì vậy họ là thành viên của công ty, có quyền nhất định đối với công ty như: quyền sở hữu tài sản, quyền biểu quyết, quyền hưởng cổ tức. Những quyền đó nhiều hay ít phụ thuộc vào tỷ lệ góp vốn của cổ đông đối với công ty. Để đảm bảo quyền lợi cho các cổ đông hiện hữu, thông thường, khi một công ty cổ phần muốn tăng thêm vốn bằng cách phát hành thêm cổ phiếu mới, công ty thường dành cho các cổ đông hiện hữu quyền ưu tiên mua trước cổ phiếu mới tỷ lệ với số cổ phiếu mà họ đang nắm giữ.

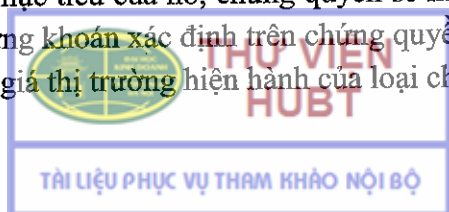
Các quyền mua thường có thời hạn ngắn, có thể chỉ từ 1 tuần đến 6 tuần. Trong thời hạn này, người nắm giữ quyền mua có thể sử dụng chúng để mua cổ phiếu mới của đợt phát hành hoặc bán quyền mua cho người khác trên TTCK. Quá hạn, quyền mua mất giá trị và xem như bị hủy bỏ, có nghĩa là nó không còn giá trị.

Giá quyền mua được coi là một phần vốn của cổ đông và phụ thuộc vào nhiều yếu tố như: Giá trị của quyền mua, thời hạn còn lại của quyền mua, xu hướng biến động về thị giá của cổ phiếu ẩn định trong quyền mua.

b/ Chứng quyền (Warrants)

Đây là công cụ được công ty phát hành kèm với trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi, trong đó cho phép người sở hữu được quyền mua một số lượng nhất định chứng khoán mới phát hành, với giá cả nhất định và trong thời hạn nhất định.

Trong thực tế, các chứng quyền được phát hành cùng với trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi để giúp cho việc chào bán lần đầu những chứng khoán này trở nên hấp dẫn hơn. Ví dụ: một công ty có thể phát hành kết hợp giữa các trái phiếu và chứng quyền. Các trái phiếu được phát hành dưới hình thức thông thường, còn chứng khế được phát hành nhằm giúp cho việc chào bán hấp dẫn hơn. Nếu công ty có chiều hướng phát triển, trên cơ sở theo dõi các báo cáo hoàn thành những mục tiêu của nó, chứng quyền sẽ hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư. Giá chứng khoán xác định trên chứng quyền do công ty quy định và thường cao hơn giá thị trường hiện hành của loại chứng khoán đó.



Do các chứng quyền có kỳ hạn dài hoặc vĩnh viễn, nên một công ty có thể có vài ba loại chứng quyền lưu hành vào cùng một thời điểm.

c/ Quyền lựa chọn (Option)

Quyền lựa chọn là một hợp đồng được ký kết giữa một bên là "người ký phát" và một bên là người mua hợp đồng, trong đó cho phép người mua hợp đồng được quyền mua hoặc bán cho người ký phát hợp đồng một số lượng chứng khoán, với một giá cả nhất định và trong một thời hạn quy định của tương lai.

Quyền lựa chọn có hai loại:

- *Quyền chọn mua* (Call option): cho phép người mua hợp đồng được quyền mua một số lượng chứng khoán nhất định với giá cả nhất định, trong một thời hạn quy định của tương lai. Người mua hợp đồng phải trả cho người bán hợp đồng một khoản phí gọi là phí chọn mua (Call premium).

- *Quyền chọn bán* (Put option): cho phép người mua được quyền bán một số lượng chứng khoán nhất định, với giá cả nhất định, trong một thời hạn quy định trong tương lai. Người mua hợp đồng phải trả cho người bán hợp đồng một khoản phí gọi là phí chọn bán (Put premium).

Thông thường, người mua quyền chọn mua là người đang dự đoán giá của chứng khoán trên thị trường có xu hướng tăng và họ là người kỳ vọng giá lên; còn người ký phát thì đóng vai trò là người mong đợi giá xuống. Ngược lại, đối với quyền chọn bán, người mua quyền chọn bán là người kỳ vọng giá chứng khoán sẽ xuống.

Hợp đồng quyền lựa chọn cung cấp *quyền* cho người sở hữu nó chứ không phải là nghĩa vụ mua hoặc bán. Vì vậy, người chủ của quyền lựa chọn có thể thực hiện hoặc không thực hiện quyền trong thời hạn hiệu lực của hợp đồng quyền lựa chọn. Nếu không muốn thực hiện quyền, người chủ của quyền có thể bán quyền lựa chọn đó trên TTCK, nghĩa là chuyển quyền sở hữu cho người chủ khác. Vì vậy, hợp đồng quyền lựa chọn cũng được coi là một loại chứng khoán của TTCK.

Hiện nay, ở các nước có nền kinh tế thị trường phát triển, các giao dịch này trên TTCK phát triển rất tập nập. Tại Mỹ, người ta thành lập một thị trường chuyên giao dịch về quyền lựa chọn, gọi là "Sở giao dịch các hợp đồng lựa chọn Chicago" (Chicago Board Option Exchange- CBOE). Tuy nhiên, tại Sở giao dịch chứng khoán New York (New York Stock Exchange - NYSE),



Sở giao dịch chứng khoán Mỹ (American Stock Exchange - AMEX), ... vẫn có các loại giao dịch về quyền lựa chọn.

d/ Các hợp đồng tương lai (Futures Contracts)

Hợp đồng tương lai hay còn gọi là hợp đồng mua bán có kỳ hạn là hợp đồng giữa người bán và người mua, trong đó người bán cam kết giao một số lượng nhất định chứng khoán và người mua sẽ trả tiền khi nhận số chứng khoán đó với một giá nhất định, tại một ngày nhất định trong tương lai, được xác định trước tại thời điểm ký kết hợp đồng.

Các điều khoản và điều kiện của hợp đồng tương lai được xác định trước, được quy định cụ thể theo các nguyên tắc giao dịch và thống nhất về số lượng, chất lượng chứng khoán phải giao, địa điểm giao hàng và nhiều quy định cụ thể khác. Để tránh mọi thiệt hại khi hợp đồng không được tôn trọng, vào lúc ký kết hợp đồng, cả hai bên đều được yêu cầu ký quỹ. Số tiền này còn được gọi là tiền đặt cọc đảm bảo thực hiện hợp đồng.

Số tiền đặt cọc có thể được điều chỉnh theo sự tăng giảm của giá cả chứng khoán. Mức đặt cọc nhiều hay ít là do luật quy định. Ở Mỹ, theo luật dự trữ liên bang, số tiền đặt cọc phải đạt mức từ 50% đến 100% theo giá ký hợp đồng. Từ năm 1980 đến nay, mức này điều chỉnh xuống, từ 25% đến 50%.

TÓM TẮT

1. Hệ thống tài chính thực hiện vai trò đặc biệt quan trọng trong nền kinh tế của mỗi quốc gia là đảm bảo nhu cầu về vốn cho phát triển kinh tế xã hội. Từ thực tiễn nghiên cứu hệ thống tài chính trên cơ sở nghiên cứu sự luân chuyển các luồng vốn trong toàn bộ hệ thống, có thể khẳng định: *hệ thống tài chính là một tổng thể bao gồm các chủ thể dư thừa và thiếu hụt vốn (người tiết kiệm và nhà đầu tư), tổ chức tài chính, TTTC, các tổ chức quản lý giám sát và điều hành hệ thống tài chính để tổ chức phân bổ nguồn lực tài chính theo thời gian.*

2. Cùng với các quyết định tài chính của các chủ thể dư thừa và thiếu hụt vốn, các nguồn tài chính sẽ được phân bổ và dịch chuyển trong môi trường của hệ thống tài chính theo 2 phương thức: luân chuyển vốn trực tiếp và luân chuyển vốn gián tiếp. Sự xuất hiện của các TGTC trong phương thức luân chuyển vốn gián tiếp đã tạo ra lợi thế cho phương thức luân chuyển vốn này so với phương thức luân chuyển vốn trực tiếp.

3. Dựa vào tầm quan trọng của các kênh dẫn vốn và các tổ chức tài chính, cấu trúc tài chính của mỗi quốc gia có thể được phân loại thành hai loại hình cấu trúc tài chính cơ bản là hệ thống tài chính dựa vào thị trường và hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng. Mỗi loại hình cấu trúc hệ thống tài chính đều có ưu, nhược điểm riêng và đều hỗ trợ sự tăng trưởng, phát triển kinh tế.

4. Thị trường tài chính là nơi mua bán các công cụ tài chính qua đó mà thực hiện việc cung ứng vốn cho các chủ thể kinh tế trong xã hội dưới hình thức gián tiếp hoặc trực tiếp. TTTC có thể phân loại thành thị trường sơ cấp và thứ cấp, TTTT và thị trường vốn. Mỗi cách phân loại cho thấy những đặc điểm và vai trò khác nhau của TTTC.

5. Thị trường tài chính có các chức năng dẫn vốn, chức năng thanh khoản và chức năng tiết kiệm. Thông qua đó, TTTC có vai trò quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả quá trình sản xuất xã hội, đảm bảo dung hoà lợi ích kinh tế giữa các chủ thể kinh tế khác nhau, tạo nên cơ chế sàng lọc và phân loại doanh nghiệp, cung cấp một cơ chế chuyển giao vốn một cách có hiệu quả.

6. Công cụ TTTC được phân loại chủ yếu theo thời hạn của chúng. Theo cách phân loại này, đặc điểm của các công cụ TTTT khác biệt với công cụ thị trường vốn ở các khía cạnh: thời hạn, mức độ rủi ro và tính lỏng.



CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Nêu thành phần của hệ thống tài chính. Liên hệ với thực trạng hệ thống tài chính Việt Nam hiện nay.
2. Vai trò của các cơ quan quản lý và giám sát hệ thống tài chính? Nhận xét cấu trúc và đặc điểm hệ thống giám sát tài chính Việt Nam hiện nay.
3. Phân tích chức năng của các TGTC trong phương thức luân chuyển vốn gián tiếp. Chức năng này được thể hiện như thế nào trong hoạt động của hệ thống TGTC ở Việt Nam hiện nay?
4. Cấu trúc hệ thống tài chính của mỗi quốc gia có thể được xếp vào một trong hai loại là hệ thống tài chính dựa thị trường hoặc hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng. Tại sao cần cần trọng với cách phân biệt này? Cấu trúc hệ thống tài chính Việt Nam?
5. Một số nhà kinh tế học cho rằng một trong những lý do làm cho nền kinh tế của các nước đang phát triển tăng trưởng chậm vì thiếu một TTTC phát triển. Điều này có đúng không?
6. Bởi các doanh nghiệp không nhận thêm bất kỳ lượng vốn nào từ thị trường thứ cấp nên nó không quan trọng bằng thị trường sơ cấp. Giải thích.
7. Hãy xếp các công cụ TTTT sau theo trật tự tính lỏng và mức độ an toàn:
 - a. Tín phiếu Kho bạc
 - b. Chứng chỉ tiền gửi
 - c. Thương phiếu
 - d. Hợp đồng mua lại
8. Trong một thế giới không có thông tin và chi phí giao dịch thì không cần sự tồn tại của các TGTC. Giải thích.
9. Đánh giá thực trạng hoạt động của TTTC Việt Nam hiện nay. Nếu là người tiết kiệm, bạn sẽ lựa chọn đầu tư trên TTTT hay thị trường vốn?
10. Giải thích sự khác biệt giữa hợp đồng tương lai và hợp đồng quyền chọn. Cho ví dụ cụ thể. Nhận xét về thị trường các công cụ phái sinh ở Việt Nam hiện nay.



Chương 2

LÃI SUẤT

2.1. KHÁI NIỆM VÀ PHÂN LOẠI LÃI SUẤT

2.1.1. Khái niệm lãi suất

Khi sử dụng bất kỳ khoản tín dụng nào, người vay cũng phải trả thêm một phần giá trị ngoài phần vốn gốc vay ban đầu. Tỷ lệ phần trăm của phần tăng thêm này so với phần vốn vay ban đầu được gọi là lãi suất. *Đó là giá cả của quyền được sử dụng vốn vay trong một thời gian nhất định mà người đi vay trả cho người cho vay.*

Lãi suất phải được trả bởi lẽ đồng tiền ngày hôm nay có giá hơn đồng tiền nhận được ngày mai khi tính đến giá trị thời gian của tiền tệ. Khi người cho vay chuyển quyền sử dụng vốn cho người khác có nghĩa là anh ta hy sinh quyền sử dụng tiền tệ ngày hôm nay của mình với hy vọng có được lượng tiền tệ lớn hơn vào ngày mai. Sẽ không có sự chuyển nhượng vốn nếu không có phần lớn lên thêm đó hoặc là nó không đủ để bù đắp cho giá trị thời gian của tiền tệ.

Với ý nghĩa như vậy, lãi suất ảnh hưởng trực tiếp đến các quyết định của cá nhân trong việc hình thành tỷ lệ giữa tiêu dùng và tiết kiệm. Lãi suất cũng ảnh hưởng đến các quyết định phân bổ vốn đầu tư của các doanh nghiệp và hộ gia đình: nên đầu tư vào nhà xưởng máy móc hay gửi tiết kiệm. Xét ở phạm vi toàn xã hội, các quyết định này sẽ ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ thất nghiệp của quốc gia.

2.1.2. Phân loại lãi suất

2.1.2.1. Phân loại theo chủ thể trong quan hệ tín dụng

Việc phân chia lãi suất tín dụng thành lãi suất tín dụng thương mại, lãi suất tín dụng ngân hàng, lãi suất tín dụng Nhà nước và lãi suất tín dụng doanh nghiệp thuộc cách phân loại này.

- **Lãi suất tín dụng thương mại** được áp dụng khi các doanh nghiệp cho nhau vay dưới hình thức mua bán chịu hàng hoá. Tùy theo thời hạn mua bán chịu, cung - cầu về mua bán chịu và mức độ tín nhiệm giữa các doanh nghiệp tham gia quan hệ mua bán chịu mà lãi suất tín dụng thương mại có các mức khác nhau. Song các mức lãi suất tín dụng thương mại đều có điểm chung

là chúng không được ghi cụ thể bằng tỷ lệ phần trăm (%) trên chứng từ vay nợ (trên thương phiếu) mà được bao hàm trong tổng giá cả hàng hoá bán chịu có nghĩa là doanh nghiệp mua chịu phải trả giá hàng hoá cao hơn giá mua trả tiền ngay. Chênh lệch giữa hai loại tổng giá cả hàng hoá này là tiền lãi mà doanh nghiệp mua chịu trả cho doanh nghiệp bán chịu.

- **Lãi suất TDNH** áp dụng trong quan hệ giữa ngân hàng với công chúng và doanh nghiệp trong việc thu hút tiền gửi và cho vay, trong hoạt động tái cấp vốn của NHTW cho các ngân hàng và trong quan hệ giữa các ngân hàng với nhau trên thị trường liên ngân hàng. Việc phân biệt khái niệm lãi suất trong các quan hệ này là cần thiết để hiểu rõ mối quan hệ giữa chúng.

Lãi suất tiền gửi được áp dụng để tính tiền lãi phải trả cho người gửi tiền. Lãi suất tiền gửi có nhiều mức khác nhau tùy thuộc vào thời hạn gửi, vào qui mô tiền gửi. Sự biến động lãi suất tiền gửi ở mức độ lớn không chỉ ảnh hưởng tới qui mô nguồn vốn của các ngân hàng mà còn ảnh hưởng mạnh tới khối tiền M_1 và qua đó tới lạm phát. Chính vì vậy, việc áp dụng chính sách tăng mạnh lãi suất tiền gửi có hiệu quả cao trong kiềm chế, đẩy lùi lạm phát.

Lãi suất tiền vay được áp dụng để tính lãi tiền vay mà khách hàng phải trả ngân hàng. Về mặt nguyên tắc mức lãi suất tiền vay bình quân phải cao hơn mức lãi suất tiền gửi bình quân và có sự phân biệt giữa các khoản vay với thời hạn khác nhau cũng như mức rủi ro khác nhau. Sự thay đổi lãi suất tiền vay có tác động tới qui mô cho vay và khả năng cung ứng tiền của hệ thống ngân hàng trung gian. Vì cơ chế này mà NHTW có thể thực hiện mục tiêu nới lỏng hoặc thắt chặt cung ứng tiền bằng cách ảnh hưởng tới lãi suất tiền vay của các ngân hàng áp dụng đối với nền kinh tế. **Lãi suất chiết khấu** là một loại lãi suất cho vay áp dụng khi ngân hàng trung gian cho khách hàng vay dưới hình thức chiết khấu các giấy tờ có giá chưa đến hạn thanh toán và thỏa mãn các điều kiện chiết khấu theo quy định. Nó được tính bằng tỷ lệ % trên mệnh giá của giấy tờ có giá và được khấu trừ ngay khi ngân hàng phát tiền vay cho khách hàng. Mức chiết khấu được quyết định bởi cung - cầu vốn trên thị trường tín dụng, căn cứ vào chất lượng của giấy tờ có giá, thời hạn chiết khấu cũng như quan hệ giữa ngân hàng với khách hàng.

Lãi suất tái cấp vốn áp dụng khi NHTW tái cấp vốn cho các ngân hàng dưới hình thức chiết khấu lại các giấy tờ có giá ngắn hạn chưa đến hạn thanh toán của các ngân hàng hoặc cho vay cầm cố giấy tờ có giá. Lãi suất tái cấp vốn do NHTW ấn định căn cứ vào mục tiêu của chính sách tiền tệ trong từng thời kỳ và chiều hướng biến động lãi suất trên TTTT. NHTW các nước thường

hình thành một cặp lãi suất tái cấp vốn tạo nên một khung lãi suất chỉ đạo nhằm kiểm soát và điều tiết sự biến động lãi suất trên thị trường, đặc biệt là các mức lãi suất ngắn hạn.

Lãi suất liên ngân hàng là lãi suất mà các ngân hàng áp dụng khi cho nhau vay trên thị trường liên ngân hàng.

Lãi suất liên ngân hàng thường được ấn định hàng ngày vào mỗi buổi sáng (còn gọi là lãi suất hàng ngày). Nó được hình thành bởi quan hệ cung - cầu tiền trung ương của các TCTD và chịu sự chi phối bởi lãi suất tái cấp vốn của NHTW. Mức độ chi phối này phụ thuộc vào sự phát triển của nghiệp vụ thị trường mở và tỷ trọng sử dụng vốn vay NHTW của các TCTD.

Giữa lãi suất tái chiết khấu, lãi suất liên ngân hàng và lãi suất chiết khấu của ngân hàng trung gian có mối quan hệ chặt chẽ với nhau. Với một TTTC phát triển, sự thay đổi lãi suất tái chiết khấu sẽ tạo nên những phản ứng dây chuyền giữa các mức lãi suất. Kết quả cuối cùng sẽ là sự thay đổi của mặt bằng lãi suất phù hợp mục tiêu của NHTW.

Lãi suất cơ bản là lãi suất được các ngân hàng sử dụng làm cơ sở để ấn định mức lãi suất kinh doanh của mình.

Lãi suất cơ bản được hình thành khác nhau tùy từng nước, nó có thể do NHTW ấn định (Nhật: là mức lãi suất cho vay thấp nhất) hoặc có thể do bản thân các ngân hàng tự xác định căn cứ vào tình hình hoạt động cụ thể của ngân hàng mình (Mỹ, Anh, Úc) và đó là mức lãi suất được áp dụng cho các khách hàng có mức rủi ro thấp nhất; hoặc căn cứ vào mức lãi suất cơ bản của một số ngân hàng đứng đầu, của các ngân hàng khác $\pm$ biên độ dao động theo một tỷ lệ % nhất định để hình thành lãi suất cơ bản của mình (Malaysia). Một số nước lại sử dụng lãi suất liên ngân hàng làm lãi suất cơ bản (Singapore, Pháp) vì thực chất lãi suất cơ bản của các ngân hàng rất gần với mức lãi suất thị trường liên ngân hàng nếu không như vậy hoạt động arbitrage về lãi suất sẽ diễn ra. Mặc dù khác nhau, lãi suất cơ bản của hầu hết các nước đều hình thành trên cơ sở thị trường và đó là mức lãi suất tối thiểu bù đắp được chi phí và có một mức lợi nhuận bình quân cho phép. Khi áp dụng đối với các đối tượng có mức rủi ro khác nhau, mức lãi suất kinh doanh sẽ khác nhau vì sự biến động của mức bù rủi ro.

- **Lãi suất tín dụng Nhà nước** áp dụng khi Nhà nước đi vay của các chủ thể khác nhau trong xã hội dưới hình thức phát hành tín phiếu hoặc trái phiếu. Loại lãi suất này có thể do Nhà nước ấn định căn cứ vào lãi suất tiền

gửi tiết kiệm của ngân hàng, vào các yếu tố khác như: sự biến động của lạm phát, nhu cầu cấp thiết về vốn của Nhà nước... hoặc được hình hành thông qua hoạt động đấu thầu tín phiếu, trái phiếu Nhà nước. Ở Việt Nam hiện nay, NHNN được giao nhiệm vụ tổ chức đấu thầu tín phiếu Kho bạc Nhà nước.

- **Lãi suất tín dụng doanh nghiệp** áp dụng khi doanh nghiệp đi vay của các chủ thể khác trong xã hội dưới hình thức phát hành trái phiếu. Lãi suất này có thể do các doanh nghiệp ấn định hoặc được hình hành thông qua hoạt động đấu thầu trái phiếu trên TTCK. Khi doanh nghiệp bán chịu hàng hàng hóa tiêu dùng với giá bán chịu cao hơn giá thanh toán ngay trên cơ sở lãi suất tín dụng tiêu dùng.

2.1.2.2. Phân loại theo giá trị thực của lãi suất (hay theo mối quan hệ giữa lạm phát và lãi suất)

Theo giá trị thực, lãi suất được phân chia thành hai loại: lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực tế.

Lãi suất danh nghĩa là lãi suất tính theo giá trị danh nghĩa của tiền tệ vào thời điểm nghiên cứu hay nói cách khác là loại lãi suất chưa loại trừ đi tỷ lệ lạm phát. Lãi suất danh nghĩa thường được thông báo chính thức trong các quan hệ tín dụng.

Lãi suất thực tế là lãi suất được điều chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi về lạm phát. Hay nói cách khác là lãi suất đã loại trừ đi tỷ lệ lạm phát.

Nếu i biểu thị lãi suất danh nghĩa, i_r là lãi suất thực tế và π là tỷ lệ lạm phát, thì mối quan hệ giữa lãi suất danh nghĩa, lãi suất thực, và lạm phát có thể viết như sau:

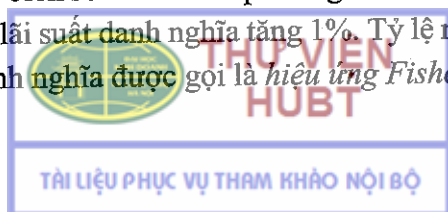
$$i_r = i - \pi \quad (2.1)$$

*** Hiệu ứng Fisher**

Biến đổi phương trình về lãi suất thực tế, chúng ta có thể thấy rằng lãi suất danh nghĩa là tổng của lãi suất thực tế và tỷ lệ lạm phát:

$$i = i_r + \pi \quad (2.2)$$

Phương trình viết theo cách này gọi là *phương trình Fisher*, lấy tên của nhà kinh tế học nổi tiếng Irving Fisher (1867-1947) - người đã phát hiện ra mối quan hệ giữa 3 biến số trên. Theo phương trình Fisher, tỷ lệ lạm phát tăng 1% sẽ tiếp tục làm lãi suất danh nghĩa tăng 1%. Tỷ lệ một - một giữa tỷ lệ lạm phát và lãi suất danh nghĩa được gọi là *hiệu ứng Fisher*.



Mặc dù người cho vay và người vay không thể dự đoán một cách chắc chắn lạm phát trong tương lai, nhưng họ có một kỳ vọng nào đó về tỷ lệ lạm phát. Dùng π để biểu thị tỷ lệ lạm phát thực hiện trong tương lai và π^e biểu thị kỳ vọng về lạm phát trong tương lai. Mức lãi suất thực dự kiến là $i - \pi^e$, còn mức lãi suất thực được thực hiện là $i - \pi$.

Sự phân biệt giữa lạm phát thực tế và dự kiến cho thấy lãi suất danh nghĩa không thể điều chỉnh để thích ứng với lạm phát thực tế mà chỉ có thể điều chỉnh để thích ứng với lạm phát dự kiến. Hiệu ứng Fisher vì vậy có thể được biểu diễn chính xác hơn dưới dạng:

$$i = i_r + \pi^e \quad (2.3)$$

Lãi suất thực dự kiến i_r bị qui định bởi trạng thái cân bằng trên thị trường hàng hoá và dịch vụ. Lãi suất danh nghĩa i thay đổi theo tỷ lệ một – một với những thay đổi trong tỷ lệ lạm phát dự kiến π^e .

Vì được điều chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi về mức giá nên lãi suất thực phản ánh chính xác hơn thu nhập từ việc cho vay cũng như chi phí thật của việc vay tiền và do vậy sự phân biệt hai loại lãi suất này có ý nghĩa quan trọng đối với các chủ thể tham gia trên thị trường tín dụng.

2.1.2.3. Phân loại theo bản chất hợp đồng tài chính

Trả lãi theo mức cố định hay thả nổi là biểu hiện bản chất của hợp đồng tài chính. Cách phân loại theo tiêu thức này chia lãi suất thành lãi suất cố định và lãi suất thả nổi.

Lãi suất cố định được giữ cố định trong suốt thời hạn vay còn lãi suất thả nổi có thể thay đổi theo lãi suất tham chiếu hoặc theo chỉ số lạm phát...

Lãi suất cố định có ưu điểm: người gửi tiền và người vay tiền biết trước số tiền lãi được trả và phải trả. Bên cạnh đó có nhược điểm: bị ràng buộc vào một lãi suất nhất định trong một thời gian nào đó, dù cho các loại lãi suất khác thay đổi như thế nào. Nó thường được áp dụng trong trường hợp lãi suất thị trường tương đối ổn định.

Lãi suất thả nổi có lợi cho cả 2 bên nếu khi nhận và trả tiền đều tính theo cùng mức lãi suất chung là lãi suất hiện tại, thường áp dụng trong những thời kỳ lãi suất thị trường biến động nhiều, khó dự đoán chính xác chiều hướng cũng như mức độ biến động lãi suất.

2.1.2.4. Phân loại theo cách đo lường lãi suất



Theo cách đo lường lãi suất, lãi suất được chia thành các loại: Lãi suất đơn, lãi suất kép.

* **Lãi suất đơn:** là lãi suất tính 1 lần trên số vốn gốc cho suốt kỳ hạn vay.

Công thức tổng quát để tính lãi đơn: $I = C_0 \times i \times n$ (2.4)

(Trong đó: I: Số tiền lãi; C_0 : vốn gốc; i: lãi suất; n: Số thời kỳ gửi vốn. Trong đó: Thời kỳ gửi vốn phải tương đương với thời kỳ của lãi suất)

Loại lãi suất này thường được áp dụng cho các khoản tín dụng ngắn hạn và việc trả nợ được thực hiện một lần khi đến hạn.

Ví dụ: Khoản cho vay: 1.000.000 đồng, lãi suất 12%/năm, thời hạn vay: 90 ngày, 1 năm ~ 360 ngày. Khoản tiền lãi thu được:

$$1000000 \times 12\% \times \frac{90}{360} = 30000 \text{ (đồng)}$$

* **Lãi suất kép:** là mức lãi suất có tính đến giá trị đầu tư lại của lợi tức thu được trong thời hạn sử dụng tiền vay. Nó thường được áp dụng cho các khoản đầu tư có nhiều kỳ hạn thanh toán, trong đó lãi của kỳ trước được nhập vào vốn gốc để tính lãi cho kỳ sau.

Muốn tính lãi suất kép phải xuất phát từ công thức tổng quát tính giá trị thu được của khoản vốn được gửi theo lãi kép như sau:

$$C = C_0(1+i)^n$$

(Trong đó: C: Số tiền thu được theo lãi gộp sau n kỳ, C_0 : vốn gốc ban đầu; i: lãi suất đơn; n: Số thời kỳ gửi vốn).

$$\text{Lãi suất kép} = (1+i)^n - 1 \quad (2.5)$$

* **Lãi suất hiệu quả** tương tự như lãi suất kép nhưng tính cho một năm.

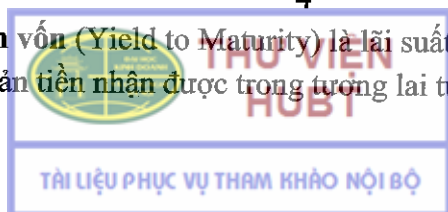
Gọi m là số kỳ trả lãi trong năm, i là lãi suất tính theo năm, ta có công thức tính lãi suất hiệu quả:

$$\text{Lãi suất hiệu quả} = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1 \quad (2.6)$$

Ví dụ: thời hạn cho vay: 1 năm; lãi trả hàng quý; lãi suất: 5%/năm.

$$\text{Lãi suất hiệu quả} = \left(1 + \frac{5\%}{4}\right)^4 - 1$$

* **Lãi suất hoàn vốn** (Yield to Maturity) là lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của các khoản tiền nhận được trong tương lai từ một khoản đầu tư



với giá trị hôm nay của khoản đầu tư đó.

Lãi suất hoàn vốn được xây dựng dựa trên cơ sở khái niệm giá trị hiện tại (là giá trị quy về hiện tại của các khoản thu nhập nhận được trong tương lai). Khái niệm này được đưa ra dựa trên quan điểm có ý nghĩa chung là: 1 đồng thanh toán cho bạn sau 1 năm có ít giá trị với bạn hơn so với 1 đồng hôm nay vì bạn có thể gửi 1 đồng hôm nay vào một tài khoản tiết kiệm và sẽ có hơn 1 đồng vào năm sau. Chẳng hạn, nếu lãi suất là i thì số tiền bạn nhận được sau 1 năm là: $(1 + i)$

và giá trị hiện tại của 1 đồng bạn nhận được sau 1 năm là: $\frac{1đ}{(1 + i)}$

Một cách tổng quát: giá trị hiện tại của 1 đồng nhận được sau đây n năm với lãi suất i là:

$$\frac{1đ}{(1 + i)^n} \quad (2.7)$$

Khái niệm giá trị hiện tại cho phép xác định được giá trị hiện tại của các khoản đầu tư khác nhau tại một mức lãi suất đơn cho trước, trên cơ sở đó có thể so sánh giá trị giữa chúng. Ngược lại, nếu biết trước giá trị tương lai và giá trị hiện tại của một khoản đầu tư, chúng ta có thể xác định được mức lãi suất i tương ứng phản ánh mức sinh lời bình quân (lãi suất hoàn vốn) của một khoản đầu tư và là cơ sở để so sánh mức sinh lời của các khoản đầu tư khác nhau.

Ví dụ:

- **Vay đơn (Simple Loan):** là loại vay mà người vay hoàn trả cả gốc và lãi khi đến hạn. Chẳng hạn, 1 món vay 100 đồng, lãi suất 10%/năm, thời gian vay 1 năm. Sau 1 năm phải trả gốc và lãi là $100đ + 10đ = 110đ$. Lãi suất hoàn vốn (i) trong trường hợp này là $100 = \frac{110}{(1 + i)} \Rightarrow i = 0,1 = 10\%$. Đối với công

cụ vay đơn kỳ hạn 1 năm, lãi suất đơn chính là lãi suất hoàn vốn.

- **Vay hoàn trả cố định (Fixed – Payment Loans):** Người vay phải hoàn trả những món tiền như nhau mỗi tháng hoặc mỗi năm kéo dài suốt thời hạn vay. Món tiền trả bao gồm 1 phần gốc và lãi. Nếu một món vay 1000đ, yêu cầu trả nợ vào cuối mỗi năm với mức cố định 126 đ/ năm, thời gian vay 25 năm thì lãi suất hoàn vốn i được tính như sau:

$$1000 = \frac{126}{(1 + i)} + \frac{126}{(1 + i)^2} + \frac{126}{(1 + i)^3} \dots + \frac{126}{(1 + i)^{25}} \quad (*)$$

Mức lãi suất hoàn vốn i được xác định là 12%. Công thức (*) có thể viết



dưới dạng tổng quát như sau:

$$TV = \frac{FP}{(1+i)} + \frac{FP}{(1+i)^2} + \frac{FP}{(1+i)^3} \dots + \frac{FP}{(1+i)^n} \quad (2.8)$$

Trong đó:

TV: Số tiền cho vay

FP: Số tiền trả cố định hàng năm

n: Thời hạn của khoản vay (tính theo năm)

- **Trái phiếu chiết khấu (trái phiếu giảm giá – Discount Bond):** Trái phiếu chiết khấu có đặc điểm là được mua với giá thấp hơn mệnh giá. Đến hạn hoàn trả số tiền theo mệnh giá. Chẳng hạn một trái phiếu có mệnh giá là 1000đ, thời hạn là 1 năm được mua với giá: 900 đ. Đến hạn hoàn trả đủ mệnh giá. Lãi suất hoàn vốn i của trái phiếu này là 11,1%, theo công thức:

$$900 = \frac{1000}{1+i} \rightarrow i = 11,1\%$$

Dạng tổng quát:

$$i = \frac{F - P_d}{P_d} \quad (2.9)$$

Trong đó: i – lãi suất hoàn vốn của trái phiếu chiết khấu; F – mệnh giá của trái phiếu giảm giá; P_d – giá thị trường của trái phiếu)

- **Vay trả lãi theo định kỳ (Trái phiếu coupon – Coupon Bond):** Người vay phải thanh toán một món lãi cố định theo định kỳ. Đến hạn hoàn trả số tiền trên mệnh giá. Giả sử một trái phiếu coupon có mệnh giá 1000 đồng, tiền lãi coupon 100đ/ năm, thời hạn trái phiếu 10 năm, hết hạn hoàn trả mệnh giá 1000 đ. Trái phiếu được mua với giá 1000 đ. Lãi suất hoàn vốn i trong trường hợp này là 10%, theo công thức:

$$1000 = \frac{100}{(1+i)} + \frac{100}{(1+i)^2} + \dots + \frac{100}{(1+i)^{10}} + \frac{1000}{(1+i)^{10}} \quad (**)$$

Dạng tổng quát

$$P_B = \frac{C}{(1+i)} + \frac{C}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n} \quad (2.10)$$

Trong đó:

C: Tiền coupon hàng năm

F: Mệnh giá



n : Thời hạn còn lại của trái phiếu (tính theo năm)

P_B : Giá hiện thời của trái phiếu coupon

Các công thức sử dụng trong tính lãi suất hoàn vốn cho các loại trái phiếu khác nhau cho thấy rằng giữa lãi suất hoàn vốn với giá hiện thời của trái phiếu có tương quan nghịch với nhau, khi lãi suất hoàn vốn tăng có nghĩa là giá của trái phiếu giảm và ngược lại.

Lãi suất hoàn vốn là phép đo lãi suất chính xác nhất. Nó cho phép so sánh tỷ lệ sinh lời của các khoản đầu tư khác nhau về thời hạn, về cách thức trả nợ. Lãi suất hoàn vốn còn được gọi là tỷ suất hoàn vốn nội bộ vì vượt quá mức lãi suất đó, giá trị hiện tại ròng (NPV) của khoản đầu tư sẽ có giá trị âm (-).

* Các phép đo lãi suất khác

Mặc dù lãi suất hoàn vốn là thước đo đúng đắn nhất của lãi suất nhưng đôi khi khó tính toán, nên “lãi suất hoàn vốn hiện hành” và “lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm” là các phép đo lãi suất kém chính xác nhưng được sử dụng rộng rãi trong thị trường trái phiếu.

Lãi suất hoàn vốn hiện hành (Current Yield)

Lãi suất hoàn vốn hiện hành là mức lãi suất gần với lãi suất hoàn vốn của trái phiếu coupon. Nó được định nghĩa là tỷ số giữa tiền thanh toán coupon hàng năm với giá của chứng khoán đó.

$$i_c = \frac{C}{P_b} \quad (2.11)$$

Trong đó:

C : Tiền coupon hàng năm

F : Mệnh giá

n : thời hạn còn lại của trái phiếu (tính theo năm)

P_b : Giá hiện thời của trái phiếu coupon

Trong trường hợp giá trái phiếu càng gần mệnh giá của trái phiếu, kỳ hạn thanh toán của trái phiếu càng dài thì lãi suất hoàn vốn hiện hành càng gần với lãi suất hoàn vốn. Ngược lại, lãi suất hoàn vốn có chênh lệch nhiều với lãi suất hoàn vốn nếu giá trái phiếu càng xa mệnh giá, kỳ hạn thanh toán của trái phiếu càng ngắn. Song điều quan trọng là: bất kể lãi suất hoàn vốn hiện hành có là một xấp xỉ tốt của lãi suất hoàn vốn hay không, một sự thay đổi của lãi suất hoàn vốn hiện hành luôn báo hiệu một sự thay đổi cùng một chiều của lãi suất hoàn vốn.



Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm (Yield on a Discount Basis)

Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm (còn gọi là lãi suất hoàn vốn tính giảm) được những người buôn bán trái phiếu chính phủ Mỹ sử dụng để tính cho loại trái phiếu chiết khấu. Nó được xác định như sau:

$$i_{db} = \frac{(F - P_d)}{F} \times \frac{360}{t} \quad (2.12)$$

Trong đó:

i_{db} : Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm

F : Mệnh giá của trái phiếu giảm giá

P_d : Giá mua của trái phiếu giảm giá

t : Số ngày tới khi đáo hạn

Cách tính như trên chỉ ra rằng lãi suất hoàn vốn tính giảm đã định giá thấp mức sinh lời của trái phiếu chiết khấu so với thước đo lãi suất hoàn vốn và kỳ hạn thanh toán của trái phiếu càng dài hơn thì sự định giá thấp này càng trở nên lớn hơn. Tuy nhiên, điều quan trọng là một sự thay đổi trong lãi suất hoàn vốn tính giảm luôn cho thấy một sự thay đổi cùng chiều của lãi suất hoàn vốn.

2.1.3. Phân biệt lãi suất với tỷ suất lợi tức

Tỷ suất lợi tức là tỷ lệ phần trăm giữa tổng thu nhập (lợi tức) mà người đầu tư nhận được từ một khoản đầu tư so với giá trị của khoản vốn đầu tư ban đầu. Đối với chứng khoán nợ, thu nhập đầu tư hình thành từ hai nguồn: lãi suất và sự thay đổi giá.

Trong trường hợp thời gian đáo hạn của chứng khoán và thời gian lưu giữ chứng khoán như nhau thì tỷ suất lợi tức mà người cho vay được hưởng cũng chính bằng lãi suất của khoản cho vay, còn nếu thời gian lưu giữ ngắn hơn thời gian đáo hạn của chứng khoán thì tỷ suất lợi tức mà người sở hữu chứng khoán thu được khi bán chứng khoán của mình có thể khác với lãi suất của chứng khoán bởi sự thay đổi giá chứng khoán vào thời điểm bán ($t+1$) so với thời điểm mua (t) chứng khoán. Như vậy, tỷ suất lợi tức của chứng khoán nợ cấu thành bởi lãi suất hoàn vốn hiện hành và suất sinh lợi của vốn.

Công thức tính tỷ suất lợi tức của chứng khoán nợ - chẳng hạn trái phiếu Coupon - có thể được viết:



$$RET = \frac{C}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (2.13)$$

Trong đó:

RET = Tỷ suất lợi tức do lưu giữ trái phiếu từ thời điểm t đến thời điểm t+1

P_t = Giá trái phiếu tại thời điểm t

P_{t+1} = Giá trái phiếu tại thời điểm t+1

C = Tiền lãi coupon

Khái niệm và ý nghĩa của tỷ suất lợi tức của chứng khoán nợ được sáng tỏ hơn qua xem xét các ví dụ sau:

Ví dụ 1: Một trái phiếu có mệnh giá 1000 đồng, lãi suất coupon 10%/năm. Trái phiếu được mua với giá 1000 đồng. Người mua giữ được 1 năm sau đó bán đi với giá 1200 đồng.

Tỷ suất lợi tức mà người này thu được như sau:

$$RET = \frac{100}{1000} + \frac{1200 - 1000}{1000} = 0,3 = 30\%$$

Trong ví dụ trên, tỷ suất lợi tức mà người này thu được sau một năm là 30% lớn hơn so với lãi suất coupon của trái phiếu.

Ví dụ 2: Vẫn ví dụ trên nhưng ta thay đổi giá bán chứng khoán. Giá bán trong ví dụ 2 là 800 đồng thấp hơn giá mua.

Tỷ suất lợi tức trong trường hợp này như sau:

$$RET = \frac{100}{1000} + \frac{800 - 1000}{1000} = -0,1 = -10\%$$

Trong ví dụ 2, người sở hữu chứng khoán hưởng tỷ suất lợi tức âm (-10%). Điều này có nghĩa là anh ta chẳng những không kiếm thêm được một chút thu nhập nào mà còn bị thua thiệt về vốn (lỗ 100 đồng).

Ví dụ 3: Vẫn là loại chứng khoán trong ví dụ 1 nhưng ta giả định người sở hữu chứng khoán không bán chứng khoán mà giữ đến hạn. Khi đó anh ta được trả một số tiền bao gồm mệnh giá của trái phiếu và tiền lãi coupon.

$$RET = \frac{100}{1000} + \frac{1000 - 1000}{1000} = 0,1 = 10\%$$

Trong ví dụ 3, tỷ suất lợi tức thu được bằng lãi suất của trái phiếu do thời

gian nắm giữ trái phiếu tương ứng với thời hạn của trái phiếu.

Kết luận:

- Tỷ suất lợi tức của một chứng khoán không nhất thiết phải bằng lãi suất của chứng khoán đó. Chúng chỉ bằng nhau khi thời gian lưu giữ và kỳ hạn thanh toán của chứng khoán là như nhau.

- Tỷ suất lợi tức phản ánh cho người sở hữu chứng khoán biết rằng họ thực sự được hay không được thêm thu nhập khi lưu giữ chứng khoán, còn lãi suất không phản ánh đầy đủ điều đó.

2.2. CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN LÃI SUẤT THỊ TRƯỜNG

2.2.1. Nhìn từ góc độ cung cầu quỹ cho vay

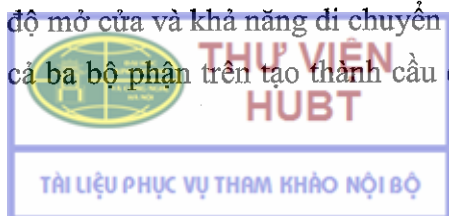
Khi các doanh nghiệp, Chính phủ phát hành chứng khoán nợ chẳng hạn phát hành trái phiếu để huy động vốn, cung trái phiếu cho thị trường và, do đó, cầu quỹ cho vay được tạo nên. Còn khi các chủ thể có vốn tiết kiệm mua trái phiếu sẽ hình thành cầu trái phiếu và qua đó họ cung ứng vốn cho thị trường. Điểm cân bằng lãi suất thị trường thay đổi khi cung trái phiếu (cầu quỹ cho vay) hoặc cầu trái phiếu (cung quỹ cho vay) thay đổi.

2.2.1.1. Cung - cầu quỹ cho vay

*** Cầu quỹ cho vay**

Cầu quỹ cho vay là nhu cầu vay vốn phục vụ sản xuất kinh doanh hoặc tiêu dùng của các chủ thể khác nhau trong nền kinh tế. Cầu quỹ cho vay được cấu thành từ nhu cầu vay của các doanh nghiệp và hộ gia đình; nhu cầu vay vốn của khu vực Chính phủ và nhu cầu vay vốn của chủ thể nước ngoài. Doanh nghiệp và hộ gia đình vay vốn nhằm mục đích đầu tư và trang trải các chi phí liên quan đến quá trình sản xuất và tiêu dùng. Trong điều kiện các yếu tố ngoại sinh (lạm phát dự tính, khả năng sinh lợi dự tính của các cơ hội đầu tư) không đổi, nhu cầu vốn của doanh nghiệp và của hộ gia đình rất nhạy cảm với biến động lãi suất. Chính phủ và khu vực Chính phủ phát sinh nhu cầu vốn nhằm bù đắp thiếu hụt NSNN. Nhu cầu này độc lập với sự biến động của lãi suất. Các chủ thể nước ngoài bao gồm doanh nghiệp, Chính phủ nước ngoài, các tổ chức trung gian tài chính nước ngoài. Nhu cầu vốn của loại chủ thể này phản ứng với sự chênh lệch lãi suất giữa hai quốc gia và phụ thuộc rất nhiều vào mức độ mở cửa và khả năng di chuyển vốn giữa hai nước.

Tổng hợp lại, cả ba bộ phận



biến động ngược chiều với lãi suất. Vì lẽ đó, đường cầu biểu diễn mối quan hệ giữa lãi suất và cầu quỹ cho vay là đường dốc xuống. Độ dốc càng thoải phản ánh mức độ nhạy cảm càng cao của lượng cầu quỹ cho vay đối với mỗi phần trăm lãi suất thay đổi.

Cung quỹ cho vay là khối lượng vốn dùng để cho vay kiếm lời của các chủ thể khác nhau trong xã hội. Nó được tạo bởi các nguồn sau:

- Tiền gửi tiết kiệm của các hộ gia đình. Đây là bộ phận chủ yếu nhất của quỹ cho vay. Trong điều kiện bình thường, tiền gửi tiết kiệm phụ thuộc nhiều vào lãi suất: nếu lãi suất tăng sẽ làm tăng nhu cầu tiết kiệm và ngược lại. Tuy nhiên mức độ nhạy cảm này còn tùy thuộc vào tình trạng của nền kinh tế, thu nhập cũng như thói quen tiết kiệm và tiêu dùng của công chúng.

- Nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi của các doanh nghiệp dưới hình thức: quỹ khấu hao cơ bản, lợi nhuận chưa chia, các quỹ khác chưa sử dụng....

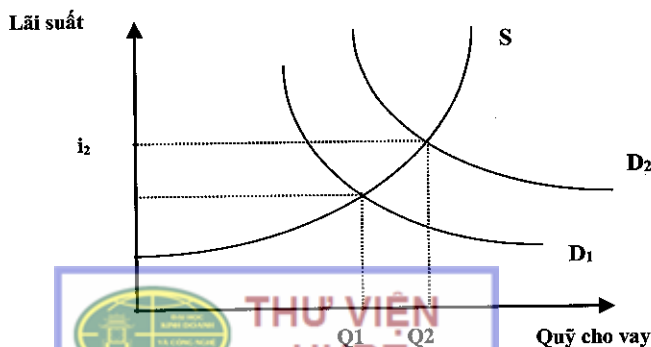
- Các khoản thu chưa sử dụng đến của NSNN.

- Nguồn vốn của các chủ thể nước ngoài có thể là Chính phủ, có thể là doanh nghiệp, có thể là dân cư nước ngoài.

Như vậy, cung quỹ cho vay được tạo bởi số vốn dư thừa chưa sử dụng đến của các hộ gia đình, của các doanh nghiệp, của Chính phủ và của người nước ngoài. Mặc dù có những bộ phận biến động không phụ thuộc vào lãi suất, nhưng tổng hợp lại cung quỹ cho vay phản ứng đồng biến với sự thay đổi của lãi suất trong điều kiện các yếu tố ngoại sinh (lạm phát dự tính, của cải,...) không thay đổi. Đường biểu diễn mối quan hệ giữa lượng cung vốn vay và lãi suất có hướng dốc lên, hàm ý rằng lãi suất càng cao càng có nhiều người muốn cho vay.

Điểm cân bằng lãi suất được tạo nên tại điểm phản ánh sự phù hợp giữa cung và cầu quỹ cho vay.

Hình 2.1: Cung - cầu quỹ cho vay quyết định lãi suất thị trường



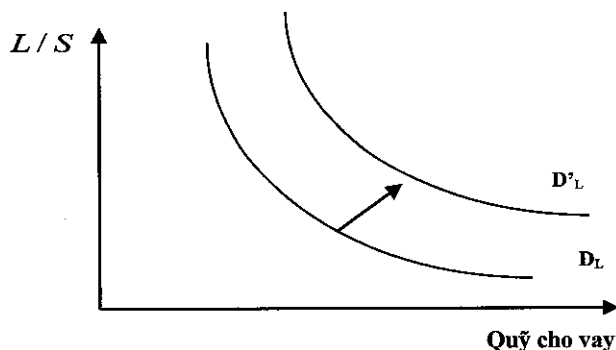
2.2.1.2. Các nhân tố ảnh hưởng tới lãi suất thị trường

Các nhân tố ảnh hưởng tới lãi suất thị trường cũng chính là những nhân tố làm dịch chuyển vị trí của đường cung và cầu quỹ cho vay.

* Những nhân tố làm dịch chuyển đường cầu quỹ cho vay

a. Lợi tức dự tính của các cơ hội đầu tư

Hình 2.2: Dịch chuyển đường cầu quỹ cho vay



Trong giai đoạn đang tăng trưởng của nền kinh tế, có rất nhiều cơ hội đầu tư được trông đợi là sinh lợi, làm tăng nhu cầu vay vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư của các doanh nghiệp. Lượng cầu quỹ cho vay tăng lên ở mọi mức lãi suất và đường cầu quỹ cho vay dịch chuyển sang phải, lãi suất tăng. Ngược lại, trong giai đoạn đang suy thoái của nền kinh tế, sự giảm sút các cơ hội đầu tư có khả năng sinh lợi làm lượng cầu quỹ cho vay giảm, đường cầu quỹ cho vay dịch chuyển sang trái, lãi suất giảm.

Khi lượng cầu quỹ cho vay tăng lên ở mọi mức lãi suất, đường cầu quỹ cho vay dịch chuyển từ D_L sang D'_L .

b. Lạm phát dự tính

Sự tăng lên của mức lạm phát dự tính làm cho chi phí thực dự tính của việc vay tiền ở mọi mức lãi suất cho trước giảm xuống. Người vay vốn được lợi. Điều này làm tăng nhu cầu vay vốn của các chủ thể kinh tế, lượng cầu quỹ cho vay tăng ở mọi mức lãi suất và đường cầu quỹ cho vay dịch chuyển sang phải, lãi suất tăng.

Sự giảm xuống của lạm phát dự tính có tác động ngược lại, cầu quỹ cho vay ở mọi mức lãi suất khi đó giảm đi, đường cầu quỹ cho vay dịch chuyển sang trái, lãi suất giảm.



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

c. Tình trạng thâm hụt Ngân sách Nhà nước

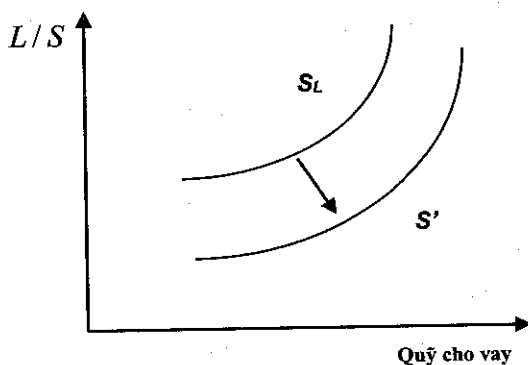
Khi mức bội chi NSNN tăng, nhu cầu vay vốn từ công chúng để tài trợ thiếu hụt ngân sách của Nhà nước tăng ở mọi mức lãi suất làm tăng lượng cầu quỹ cho vay, đường cầu quỹ cho vay dịch chuyển sang phải, lãi suất tăng. Ngoài ra, hành vi phát hành công cụ nợ để huy động vốn tài trợ nhu cầu thâm hụt ngân sách địa phương của chính quyền địa phương hoặc huy động vốn của các cơ quan Chính phủ khác cũng có thể tác động đến lượng cầu quỹ cho vay theo chiều tăng lên và sự dịch chuyển sang phải của đường cầu quỹ cho vay.

*** Những nhân tố làm dịch chuyển đường cung quỹ cho vay**

a. Tài sản và thu nhập

Khi nền kinh tế đang tăng trưởng, thì tài sản và thu nhập của các chủ thể kinh tế tăng lên làm tăng khả năng cung ứng vốn ở mọi mức lãi suất. Cung quỹ cho vay, vì vậy, tăng lên và đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang phải, lãi suất giảm. Ngược lại, trong giai đoạn suy thoái kinh tế, lượng cung quỹ cho vay giảm ở mọi mức lãi suất, đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang trái, lãi suất tăng.

Hình 2.3: Dịch chuyển đường cung quỹ cho vay



Khi lượng cung quỹ cho vay tăng lên ở mọi mức lãi suất, đường cung quỹ cho vay dịch chuyển từ S_L sang S'_L

b. Tỷ suất lợi tức dự tính của công cụ nợ

Tỷ suất lợi tức của các công cụ nợ không chỉ phụ thuộc vào lãi suất của công cụ nợ mà còn phụ thuộc vào sự biến động giá thị trường của công cụ đó, đặc biệt đối với các công cụ nợ dài hạn. Tỷ suất lợi tức có thể khác xa so với lãi suất do có sự biến động giá thị trường của các công cụ nợ.



* Trong trường hợp lãi suất thị trường có xu hướng tăng lên trong tương lai, giá thị trường của công cụ nợ dài hạn sẽ bị giảm đi, tỷ suất lợi tức dự tính của nó theo đó giảm. Công cụ nợ hiện tại trở nên kém hấp dẫn, làm giảm nhu cầu mua của các chủ thể kinh tế, cung quỹ cho vay giảm và đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang trái, lãi suất tăng. Trường hợp ngược lại, cung quỹ cho vay tăng, đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang phải, lãi suất giảm..

* Sự thay đổi về lạm phát dự tính cũng sẽ làm thay đổi mối tương quan giữa tỷ suất lợi tức dự tính của tài sản thực (nhà cửa, ô tô,..) và tỷ suất lợi tức dự tính của công cụ nợ và do vậy có ảnh hưởng đến sự dịch chuyển của đường cung quỹ cho vay. Chẳng hạn, nếu lạm phát dự tính tăng sẽ làm tăng tỷ suất lợi tức dự tính của tài sản thực và làm sụt giảm tỷ suất lợi tức dự tính của công cụ nợ so với tài sản thực. Lượng cầu công cụ nợ giảm và làm cho đường cung quỹ cho vay dịch chuyển về bên trái, lãi suất tăng..

c. Rủi ro

Khi mức độ rủi ro của các công cụ nợ tăng lên (do giá cả công cụ nợ bất ổn định, do rủi ro vỡ nợ,...) so với công cụ đầu tư khác sẽ làm nhu cầu mua công cụ nợ giảm đi, làm cung quỹ cho vay giảm, đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang trái, lãi suất tăng.. Trường hợp ngược lại, làm cung quỹ cho vay tăng, đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang phải, lãi suất giảm.

d. Tính lỏng của các công cụ đầu tư

Tính “lỏng” của công cụ đầu tư là nói tới khả năng chuyển đổi thành tiền mặt của công cụ đó một cách nhanh chóng và ít tổn kém. Nếu tính “lỏng” của công cụ nợ cao hơn so với tính “lỏng” của các công cụ đầu tư khác sẽ làm tăng tính hấp dẫn của công cụ nợ, làm cầu công cụ nợ tăng lên ở mọi mức lãi suất. Lượng cung quỹ cho vay vì vậy tăng lên, đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang phải, lãi suất giảm. Trường hợp ngược lại, làm giảm cung quỹ cho vay, đường cung quỹ cho vay dịch chuyển sang trái, lãi suất tăng.

Việc tách các nhân tố ảnh hưởng riêng biệt đến đường cung và đường cầu quỹ cho vay chỉ mang ý nghĩa lý thuyết nhằm nghiên cứu một cách đầy đủ ảnh hưởng của từng nhân tố đến lãi suất. Trong thực tế, các nhân tố này có thể đồng thời tác động đến cả hai mặt cung và cầu quỹ cho vay. Tổng hợp tác động của các nhân tố quyết định chiều hướng biến động của lãi suất thị trường. Vì thế, để dự đoán sự biến động lãi suất cần nghiên cứu đầy đủ những tác động qua lại này.



2.2.2. Nhìn từ góc độ cung - cầu tiền tệ

Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất thị trường nhìn từ góc độ cung - cầu tiền là cách nghiên cứu dựa vào “khuôn mẫu ưa thích tiền mặt” của John Maynard Keynes (1883 – 1946). Keynes cho rằng việc xác định lãi suất bằng cách làm cân bằng lượng cung và lượng cầu quỹ cho vay (còn được gọi là “khuôn mẫu tiền vay”) hoặc bằng cách làm cân bằng lượng cung và lượng cầu tiền đều như nhau. Trong thực tế, gần như hết các ví dụ, cả hai khuôn mẫu thu được những dự đoán đối với lãi suất là như nhau. Tuy nhiên khuôn mẫu tiền vay dễ sử dụng hơn khi phân tích những tác dụng do thay đổi lạm phát dự tính, trong khi đó khuôn mẫu ưa thích tiền mặt đem lại một phân tích đơn giản hơn về các tác dụng của thay đổi thu nhập, mức giá và lượng tiền cung ứng. Trong cách tiếp cận này, Keynes quan niệm tiền là loại tài sản không sinh lời, bao gồm: Tiền mặt và tiền gửi tài khoản séc.

2.2.2.1. Cầu và cung tiền

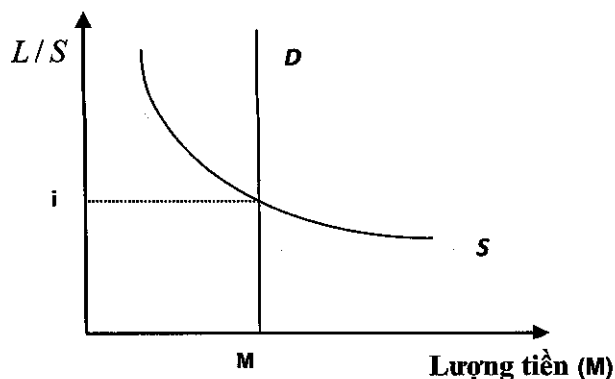
Mức cầu tiền là lượng tiền mà các doanh nghiệp, các tổ chức và cá nhân muốn nắm giữ để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng hiện tại và trong tương lai với giá cả và các biến số kinh tế khác cho trước.

Cầu tiền được tạo bởi nhu cầu tiền tệ của các doanh nghiệp, các tổ chức, các cá nhân. Nắm giữ tiền theo giả thiết của Keynes không có lợi tức. Trái phiếu - tài sản thay thế duy nhất cho tiền trong khuôn mẫu của Keynes - là thứ có một lợi tức dự tính bằng với lãi suất. Khi lãi suất này tăng (mọi thứ khác không đổi), lợi tức dự tính của tiền giảm so với lợi tức của trái phiếu (nói cách khác chi phí cơ hội do việc nắm giữ tiền tăng lên), và như lý thuyết lượng cầu tài sản cho ta biết, điều này làm cho lượng cầu tiền bị giảm. Như vậy, lượng cầu tiền biến động ngược chiều với sự biến động của lãi suất do đó đường cầu tiền là đường dốc xuống.

Mức cung tiền đề cập đến trong mô hình là M_1 . Thành phần của M_1 gồm tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng và tiền gửi không kỳ hạn có phát hành séc. Vì mức cung tiền do NHTW đưa ra làm mục tiêu cố định với mọi lãi suất, nên đường biểu diễn mối quan hệ giữa lượng cung tiền và lãi suất là đường thẳng đứng. Đường cung và cầu tiền tệ cắt nhau tại điểm cân bằng làm hình thành nên mức lãi suất thị trường.



Hình 2.4: Cung - cầu tiền quyết định lãi suất thị trường



2.2.2.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất thị trường

Những nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất thị trường cũng chính là những nhân tố làm dịch chuyển đường cầu và cung tiền.

* Các nhân tố làm dịch chuyển đường cầu tiền

a. Thu nhập thực tế

Loại trừ ảnh hưởng của yếu tố biến động giá ra khỏi thu nhập danh nghĩa, ta có thu nhập thực tế. Khi nền kinh tế đang tăng trưởng, thu nhập thực tế tăng lên, các chủ thể kinh tế muốn giữ thêm tiền làm nơi dự trữ giá trị đồng thời muốn chi tiền cho tiêu dùng nhiều hơn làm cầu tiền tăng ở mọi mức lãi suất, đường cầu tiền dịch chuyển sang phải, lãi suất tăng. Sự suy thoái của nền kinh tế lại có tác động ngược lại. Thu nhập, tài sản của mọi chủ thể kinh tế khi đó giảm xuống, làm cầu tiền giảm ở mọi mức lãi suất, đường cầu tiền dịch chuyển sang trái, lãi suất tăng.

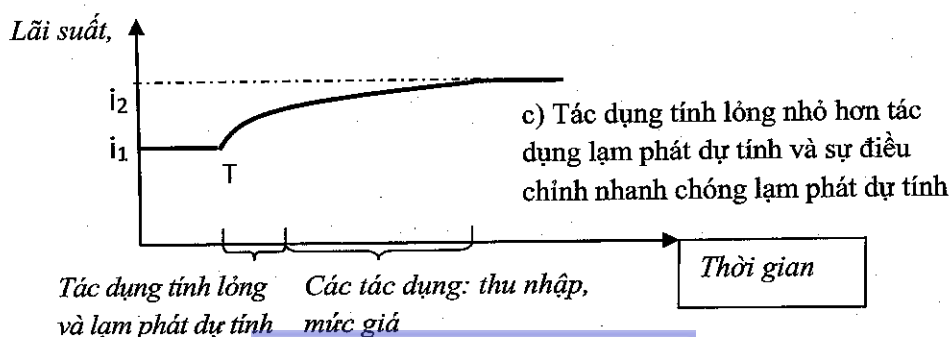
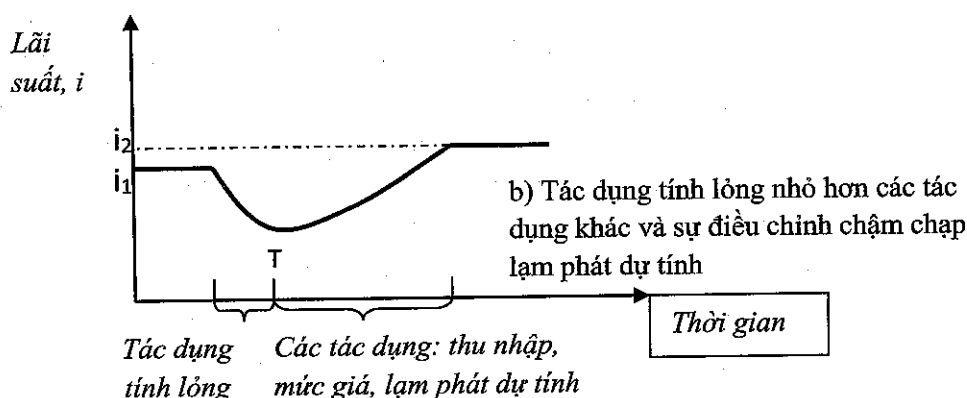
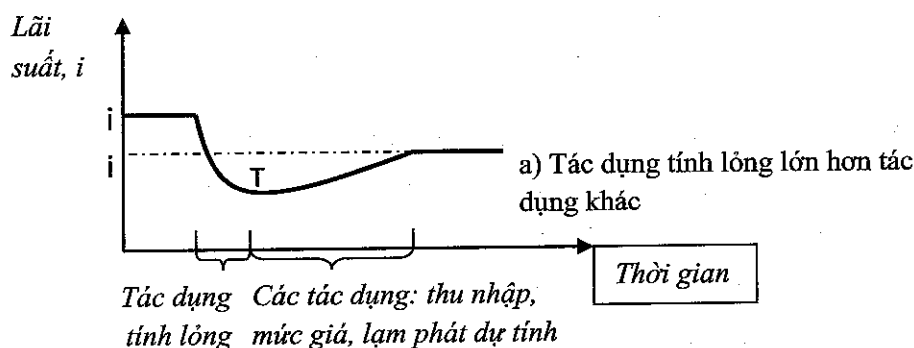
b. Mức giá cả: Người ta muốn giữ tiền chỉ vì sức mua hàng hoá hay vì khả năng trao đổi lấy hàng hoá, dịch vụ của nó chứ không phải vì bản thân nó. Vì vậy, khi mức giá cả tăng, làm sức mua của tiền tệ giảm xuống, người ta muốn nắm giữ lượng tiền nhiều hơn để đảm bảo vẫn mua được lượng hàng hoá, dịch vụ như trước kia. Điều này làm cầu tiền tăng ở mọi mức lãi suất, đường cầu tiền dịch chuyển sang phải, lãi suất tăng. Ngược lại, với sự giảm xuống của mức giá cả, nhu cầu nắm giữ tiền giảm, đẩy đường cầu tiền dịch chuyển sang trái lãi suất giảm.

* Các nhân tố làm dịch chuyển đường cung tiền

Giả sử rằng lượng cung tiền được NHTW kiểm soát đầy đủ. Khi NHTW tăng cung ứng tiền, đường cung tiền dịch chuyển sang phải, lãi suất giảm và ngược lại, lãi suất tăng. Tác dụng hạ thấp lãi suất của một sự tăng lượng tiền cung ứng được gọi là “tác dụng tính lỏng”

Như vậy, có 3 nhân tố ảnh hưởng đến lãi suất thị trường xét từ góc độ cung – cầu tiền: Thu nhập thực tế, mức giá cả, lượng tiền cung ứng. Tổng hợp sự tác động của các nhân tố này đến việc dịch chuyển đường cung và đường cầu tiền sẽ quyết định mức lãi suất thị trường.

Tuy nhiên, trên thực tế lãi suất thị trường có thể biến động theo các xu hướng khác nhau dưới tác động của nhân tố *mức cung tiền* và hiệu ứng tác động của các nhân tố: *Thu nhập thực tế, mức giá cả, lạm phát dự tính*. Có thể quan sát điều này qua các hình sau:



Các hình trên cho thấy: khi có sự gia tăng cung tiền, về ngắn hạn: nếu không chịu ảnh hưởng của yếu tố lạm phát dự tính, lãi suất thị trường nhanh chóng giảm xuống; ngược lại nếu chịu ảnh hưởng của yếu tố này, đặc biệt ở mức độ mạnh có thể làm cho lãi suất thị trường không những không giảm mà còn bị đội ngay lên.

Về dài hạn, một sự tăng lượng tiền cung ứng có thể dẫn đến lãi suất thị trường tăng cao hơn hoặc có tăng nhưng vẫn thấp hơn mức lãi suất trước khi NHTW mở rộng cung tiền tùy thuộc mức độ tác động đến lãi suất của các nhân tố thu nhập, mức giá và lạm phát dự tính so với “tác dụng tính lỏng”.

2.3. CẤU TRÚC RỦI RO VÀ CẤU TRÚC KỲ HẠN CỦA LÃI SUẤT

2.3.1. Cấu trúc rủi ro của lãi suất

Cấu trúc rủi ro của lãi suất giải thích nguyên nhân khác biệt về lãi suất giữa các công cụ nợ cùng kỳ hạn. Theo lý thuyết này, lãi suất được coi là phần bù rủi ro, mức rủi ro của công cụ nợ càng lớn, lãi suất càng cao và ngược lại. Các loại rủi ro của công cụ nợ bao gồm:

a. Rủi ro vỡ nợ

Rủi ro vỡ nợ là khả năng người đi vay không trả đủ tiền lãi, tiền gốc hoặc cả hai khi đến hạn trả. Đây là một thuộc tính của các công cụ nợ nhưng không phải mọi loại công cụ nợ đều có thuộc tính này. Ví dụ chứng khoán của Chính phủ không có rủi ro vỡ nợ. Khoảng cách (chênh lệch) giữa lãi suất của một công cụ nợ có rủi ro với lãi suất của một công cụ nợ không có rủi ro được gọi là mức bù rủi ro.

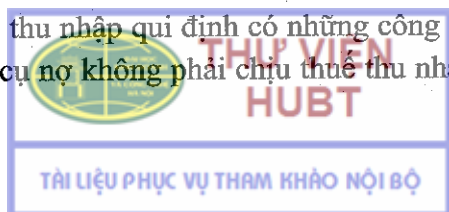
Rủi ro vỡ nợ càng cao thì mức bù rủi ro càng lớn. Đối với những công cụ có rủi ro vỡ nợ sẽ luôn có một mức bù rủi ro dương và một sự tăng rủi ro vỡ nợ của nó sẽ làm tăng mức bù rủi ro này.

b. Tính lỏng

Tính lỏng của công cụ nợ có ảnh hưởng đến lãi suất vì công cụ nợ càng lỏng, càng được ưa chuộng. Một công cụ nợ càng kém “lỏng”, lãi suất của nó sẽ càng cao so với những công cụ “lỏng” hơn. Khoảng cách lãi suất giữa công cụ nợ kém lỏng so với công cụ lỏng hơn cũng gọi là mức bù rủi ro, đôi khi còn gọi là một mức bù tính lỏng, hay mức bù rủi ro tính lỏng.

c. Quy định về thuế thu nhập

Nếu qui chế thuế thu nhập qui định có những công cụ nợ phải chịu thuế thu nhập và có công cụ nợ không phải chịu thuế thu nhập khi thanh toán lãi



thì thuế thu nhập là một yếu tố tạo nên sự khác nhau trong lãi suất của các công cụ nợ. Đối với những công cụ nợ được miễn thuế thu nhập, lãi suất của nó thấp hơn lãi suất của công cụ nợ chịu thuế thu nhập nhằm đảm bảo sự cân bằng về thu nhập sau thuế giữa chúng.

d. Nhân tố thương hiệu

Yếu tố cuối cùng và hiện nay cũng đang được đề cập đến nhiều chính là nhân tố thương hiệu (hay còn được gọi là chi phí thông tin). Trước hết, đề cập đến tác động của nhân tố thương hiệu đến cấu trúc rủi ro của lãi suất, có thể thấy đối với những nhà phát hành có thương hiệu (hay chi phí tiếp cận thông tin thấp), các công cụ tài chính có thể được phát hành với mức lãi suất thấp hơn so với những nhà phát hành không có thương hiệu (hay chi phí tiếp cận thông tin cao). Nói cách khác, nhân tố thương hiệu là một trong những yếu tố tạo nên sự khác biệt trong lãi suất của các công cụ tài chính có cùng kỳ hạn.

Có thể thấy, nhân tố thương hiệu có mối quan hệ với hai nhân tố đầu tiên giải thích cấu trúc rủi ro của lãi suất, rủi ro vỡ nợ và tính lỏng. Cụ thể, đối với những nhà phát hành có thương hiệu, rủi ro vỡ nợ thấp hơn và khả năng dễ dàng được giao dịch trên thị trường cao hơn (hay tính lỏng cao hơn). Và ngược lại, đối với những nhà phát hành không có thương hiệu, rủi ro vỡ nợ được đánh giá là cao hơn và có tính lỏng thấp hơn so với những công cụ tài chính được phát hành bởi những nhà phát hành có thương hiệu. Mặc dù chưa được đề cập đến trong các giáo trình truyền thống về lý thuyết lãi suất, nhân tố thương hiệu lại đang được nhắc đến nhiều khi giải thích về cấu trúc rủi ro của lãi suất trong thực tế hiện nay. Lý do là nhân tố thương hiệu có tác động trực tiếp đến quyết định giao dịch của nhà đầu tư. Cụ thể, nếu khả năng tiếp cận thông tin về nhà phát hành của nhà đầu tư cao hơn, điều này sẽ thúc đẩy quyết định mua công cụ tài chính của nhà đầu tư. Nói cách khác, nhân tố thương hiệu (hay chi phí thông tin) là một trong những nhân tố tác động đến cấu trúc rủi ro của lãi suất.

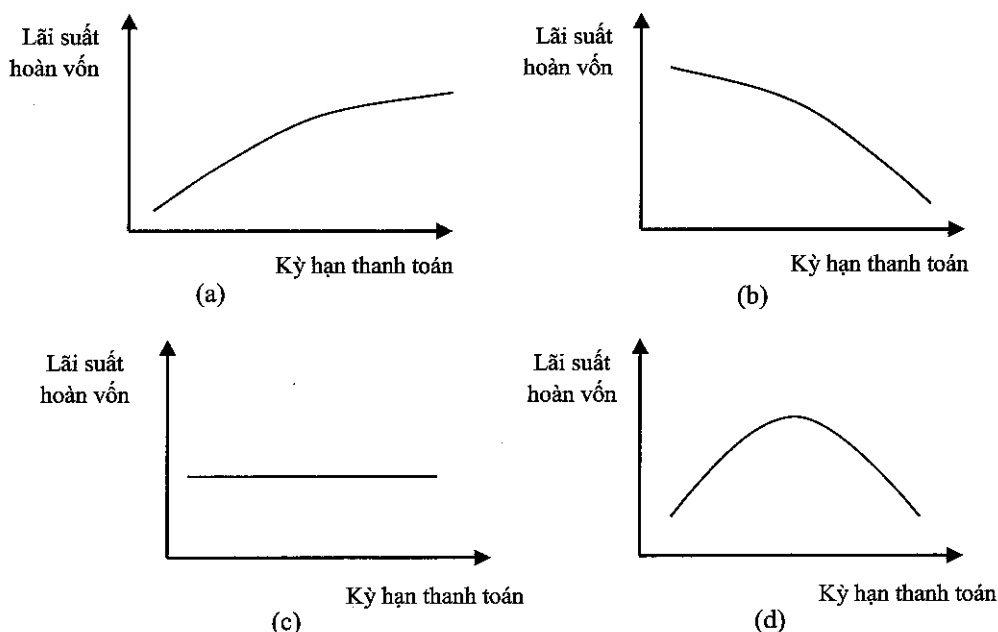
2.3.2. Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất

Tính tương quan giữa những lãi suất của những công cụ nợ có kỳ hạn thanh toán khác nhau nhưng có cùng đặc tính về cấu trúc rủi ro được gọi là cấu trúc kỳ hạn của lãi suất.

Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất giải thích nguyên nhân dẫn tới sự khác biệt về lãi suất giữa các công cụ nợ có kỳ hạn thanh toán khác nhau nhưng có cùng đặc tính rủi ro, tính lỏng và thuế thu nhập.

Một đồ thị phản ánh tương quan các mức lãi suất (đến khi đáo hạn) của các công cụ nợ có kỳ hạn thanh toán khác nhau nhưng có cùng một tình trạng rủi ro, tính lỏng và thuế, được gọi là *đường cong lãi suất hoàn vốn* (yield curve) - mô tả cấu trúc kỳ hạn của lãi suất cho một loại công cụ nợ riêng biệt. Tùy thuộc và mức độ tương quan giữa các mức lãi suất mà đường lãi suất có thể dốc lên, nằm ngang hoặc dốc xuống. Các đường lãi suất có thể có những hình dạng phức tạp hơn, nhưng nói chung chúng có hình dạng dốc lên.

Hình 2.5: Hình dạng đường cong lãi suất



Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất với các đặc điểm trên được giải thích bằng 3 lý thuyết: lý thuyết dự tính, lý thuyết thị trường phân cách và lý thuyết môi trường ưu tiên.

Một lý thuyết được coi là giải thích tốt về cấu trúc kỳ hạn của lãi suất đòi hỏi ngoài việc giải thích được tại sao đường cong lãi suất lại có những hình dạng khác nhau ở những thời điểm khác nhau, còn phải giải thích được các hiện tượng thực tế sau:

- Lãi suất trái phiếu có kỳ hạn khác nhau dịch chuyển theo nhau theo thời gian

- Khi lãi suất ngắn hạn ở mức thấp, đường cong lãi suất có xu hướng dốc lên; khi lãi suất ngắn hạn ở mức cao thì đường cong lãi suất có dạng dốc xuống và bị lõm xuống.

- Đường cong lãi suất hầu hết đều có dạng dốc lên

Trong ba lý thuyết trên, lý thuyết dự tính giúp giải thích được hai hiện tượng đầu tiên nhưng không giải thích được hiện tượng thứ ba, còn lý thuyết thị trường phân cách thì ngược lại, giải thích được hiện tượng thứ ba nhưng hai hiện tượng đầu không giải thích được. Nhược điểm của cả hai lý thuyết này đã được khắc phục bằng lý thuyết thứ 3 – lý thuyết phần bù thanh khoản.

2.3.2.1. Lý thuyết dự tính (Expectation Theory)

Lý thuyết dự tính hình thành từ tiền đề cho rằng những người mua công cụ nợ không ưu tiên những công cụ nợ có kỳ hạn thanh toán này hơn là những công cụ nợ có một hạn kỳ thanh toán khác mà họ ưu tiên cho những công cụ nợ nào có tỷ suất lợi tức cao hơn bất kể kỳ hạn của nó ngắn hay dài. Mỗi sự khác biệt về tỷ suất lợi tức giữa các công cụ nợ với kỳ hạn khác nhau đều dẫn tới các hoạt động kinh doanh chênh lệch giá và kết quả là sự khác biệt đó sẽ bị xoá nhoà.

Xuất phát từ tiền đề trên, lý thuyết dự tính cho rằng lãi suất của một công cụ nợ dài hạn bằng trung bình của các mức lãi suất ngắn hạn trong tương lai được trông đợi xuất hiện trong suốt thời gian tồn tại của công cụ nợ dài hạn đó (nếu không, hoạt động kinh doanh chênh lệch giá sẽ diễn ra). Nội dung giả thuyết dự tính có thể cụ thể hoá bằng công thức tổng quát sau:

$$i_t^n = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+(n-1)}^e}{n}$$

Trong đó:

i_t^n : Lãi suất tại thời điểm t của công cụ nợ n giai đoạn.

i_t : Lãi suất tại thời điểm t của một công cụ nợ loại 1 giai đoạn.

$i_{t+1}^e, i_{t+2}^e, \dots, i_{t+(n-1)}^e$: Lãi suất của một công cụ nợ loại 1 giai đoạn dự tính cho giai đoạn kế tiếp

Theo lý thuyết này, nếu các mức lãi suất ngắn hạn dự tính ($i_{t+1}^e, i_{t+2}^e, \dots, i_{t+(n-1)}^e$) có những giá trị khác nhau thì lãi suất của các công cụ nợ với kỳ hạn thanh toán khác nhau sẽ khác nhau. Điều này được biểu hiện qua hình dạng đường cong lãi suất. Dạng dốc lên là do các mức lãi suất ngắn hạn dự tính tăng lên

trong tương lai, làm cho trung bình lãi suất ngắn hạn được trông đợi tăng lên. Vì thế, thời hạn công cụ nợ càng dài, lãi suất càng cao. Dạng dốc xuống là do các mức lãi suất ngắn hạn trong tương lai có xu hướng giảm xuống làm cho trung bình của các lãi suất ngắn hạn tương lai giảm. Trong trường hợp này, thời hạn càng dài, lãi suất càng thấp. Dạng đường lãi suất nằm ngang là do các lãi suất ngắn hạn dự tính không thay đổi.

Lý thuyết dự tính có ưu điểm là giải thích một cách đơn giản về hình thái diễn biến của cấu trúc kỳ hạn của lãi suất. Tuy nhiên tiền đề hình thành giả thuyết còn thiếu tính thực tiễn khi cho rằng các nhà đầu tư không quan tâm đến kỳ hạn mà chỉ quan tâm đến mức sinh lời của công cụ nợ và do vậy không giải thích được hiện tượng tại sao đường cong lãi suất thường dốc lên. Ngoài ra, giả thuyết cũng không giải thích được một hiện tượng thực tế là đường cong lãi suất thường có xu hướng dốc lên ngay cả khi lãi suất ngắn hạn trong tương lai có xu hướng giảm.

2.3.2.2. Lý thuyết thị trường phân cách (Segmented Markets Theory)

Lý thuyết này xuất phát từ tiền đề cho rằng những công cụ nợ với kỳ hạn thanh toán khác nhau không thể thay thế cho nhau vì mỗi nhà đầu tư có những ưu tiên riêng cho những công cụ nợ ở 1 hạn kỳ nào đó và như vậy họ sẽ chỉ quan tâm đến tỷ suất lợi tức dự tính cho những công cụ nợ ở kỳ hạn mà họ ưu tiên.

Từ tiền đề trên, lý thuyết thị trường phân cách cho rằng các thị trường của các công cụ nợ có kỳ hạn khác nhau là độc lập với nhau. Lãi suất của một công cụ nợ với một kỳ hạn nhất định được quyết định bởi lượng cung và cầu đối với công cụ này mà không bị chi phối bởi lợi tức dự tính của các công cụ nợ có kỳ hạn khác.

Theo lý thuyết này, những dạng đường lãi suất khác nhau là do tương quan cung - cầu ở từng thị trường các công cụ nợ quyết định. Đường cong lãi suất có hình dạng dốc lên vì lượng cầu đối với công cụ nợ ngắn hạn cao hơn so với lượng cầu đối với công cụ nợ dài hạn, công cụ nợ ngắn hạn, do vậy, có giá cao hơn và lãi suất thấp hơn công cụ nợ dài hạn. Ngược lại, các đường cong lãi suất dốc xuống là vì lượng cầu công cụ nợ dài hạn là tương đối cao hơn và lãi suất của chúng khi ấy sẽ thấp hơn lãi suất của công cụ nợ ngắn hạn. Do những đường cong lãi suất thường dốc lên, lý thuyết giải thích là do mọi người thường ưu tiên nắm giữ công cụ nợ ngắn hạn hơn là công cụ nợ dài hạn.

Với nội dung và cách giải thích như trên, lý thuyết thị trường phân cách cho rằng thị trường của các công cụ nợ có kỳ hạn khác nhau hoàn toàn không

có quan hệ với nhau nên lý thuyết đã không giải thích được hiện tượng thực tiễn là những lãi suất của các công cụ nợ ở kỳ hạn thanh toán khác nhau có xu hướng diễn biến theo nhau đồng thời cũng không giải thích được tại sao đường cong lãi suất dốc lên khi lãi suất ngắn hạn ở mức thấp và dốc xuống khi lãi suất ngắn hạn ở mức cao.

2.3.2.3. Lý thuyết phần thưởng tính lỏng (*Liquidity Premium Theory*)

Lý thuyết phần thưởng tính lỏng phát biểu rằng lãi suất của một công cụ nợ dài hạn sẽ bằng trung bình của những lãi suất ngắn hạn được trông đợi trong thời gian tồn tại của công cụ nợ đó cộng với phần thưởng cho tính thanh khoản (còn được gọi là phần thưởng cho thời hạn) và phần thưởng này bị chi phối bởi điều kiện cung - cầu của công cụ đó.

Giả định then chốt của lý thuyết phần thưởng tính lỏng là các công cụ nợ có ngày đáo hạn khác nhau có thể thay thế cho nhau. Điều này hàm ý là lợi tức kì vọng thu được từ một công cụ nợ có thể ảnh hưởng đến lợi tức kì vọng của các công cụ nợ có kì hạn khác. Tuy nhiên, sự thay thế này là không hoàn hảo, nhà đầu tư vẫn có xu hướng ưa thích những công cụ nợ có kì hạn ngắn hơn do loại công cụ kỳ hạn này có mức rủi ro lãi suất thấp hơn. Vì vậy nhà đầu tư phải nhận được phần thưởng dương cho tính thanh khoản để họ sẵn sàng nắm giữ công cụ nợ dài hạn hơn và điều này sẽ làm thay đổi lý thuyết dự tính bằng cách bổ sung thêm phần thưởng dương (>0) cho tính thanh khoản vào phương trình mô tả mối quan hệ giữa lãi suất dài hạn và ngắn hạn.

Với nội dung trên, lý thuyết phần thưởng tính lỏng là sự kết hợp lý thuyết dự tính với lý thuyết thị trường phân cách và có thể viết dưới dạng:

$$i_{nt} = \frac{i_t + i^e_{t+1} + i^e_{t+2} + \dots + i^e_{t+(n-1)}}{n} + l_{nt}$$

Với l_{nt} là phần bù thanh khoản của trái phiếu n thời kì ở thời điểm t , l_{nt} luôn dương và đồng biến với kì hạn của trái phiếu.

Gắn bó chặt chẽ với lý thuyết phần thưởng tính lỏng là lý thuyết ưa thích thời hạn. Lý thuyết này sử dụng phương pháp tiếp cận ít trực tiếp hơn để thay đổi lý thuyết dự tính nhưng vẫn đi đến kết luận tương tự. Lý thuyết giả định rằng nhà đầu tư ưa thích công cụ nợ có ngày đáo hạn nào đó hơn các công cụ nợ có ngày đáo hạn khác và muốn đầu tư vào loại kỳ hạn đó. Tuy nhiên họ sẵn sàng chuyển sang nắm giữ công cụ nợ kỳ hạn không ưa thích nếu như lợi tức dự kiến thu được từ kỳ hạn không ưa thích cao hơn. Chẳng hạn, nếu nhà

đầu tư ưa thích công cụ nợ ngắn hạn, họ chỉ sẵn sàng nắm giữ công cụ nợ dài hạn khi nhận được lợi tức dự tính cao hơn. Cách suy luận này cũng dẫn tới phương trình (5.13) của lý thuyết phần thưởng tính lòng, trong đó phần thưởng cho thời hạn nhìn chung tăng cùng với ngày đáo hạn của công cụ nợ.

Lý thuyết phần thưởng tính lòng bổ sung hoàn hảo cho thuyết dự tính khi đề cập tới phần thưởng tính lòng. Theo đó, hình dạng đường cong lãi suất là kết quả của sự thay đổi của cả các mức lãi suất ngắn hạn dự tính trong tương lai và phần thưởng tính lòng. Tùy thuộc vào mức độ biến động dự tính của hai nhân tố này mà đường cong lãi suất có thể dốc lên, dốc xuống hoặc nằm ngang.

Ngoài việc giải thích được tại sao đường cong lãi suất lại có những hình dạng khác nhau ở những thời điểm khác nhau, lý thuyết phần thưởng tính lòng còn giải thích được các hiện tượng phức tạp xảy ra trong thực tế.

Hiện tượng lãi suất của những công cụ nợ có kỳ hạn thanh toán khác nhau diễn biến theo nhau qua thời gian được giải thích như sau: Một sự tăng các lãi suất ngắn hạn chỉ ra rằng các lãi suất ngắn hạn, tính trung bình sẽ cao hơn trong tương lai và rằng các lãi suất dài hạn sẽ tăng theo chúng.

Hiện tượng đường cong lãi suất có xu hướng dốc lên ngay cả khi lãi suất ngắn hạn hiện hành đặc biệt thấp và đường cong lãi suất có xu hướng dốc xuống khi lãi suất ngắn hạn ở mức cao được giải thích là do: Khi lãi suất ngắn hạn thấp, mọi người nói chung dự tính chúng sẽ tăng trong tương lai và trung bình lãi suất ngắn hạn dự tính cao so lãi suất ngắn hạn hiện hành. Với phần thưởng kỳ hạn dương, lãi suất dài hạn cao hơn hẳn lãi suất ngắn hạn hiện hành và đường cong lãi suất khi ấy có xu hướng dốc lên. Ngược lại, nếu các lãi suất ngắn hạn ở mức cao, mọi người thường dự tính chúng giảm xuống. Các lãi suất dài hạn lúc đó sẽ sụt xuống dưới các lãi suất ngắn hạn, bởi vì trung bình của các lãi suất ngắn hạn dự tính sẽ thấp hơn lãi suất ngắn hạn hiện hành nhiều đến mức mặc dù được cộng phần thưởng tính lòng dương vào trung bình của các lãi suất ngắn hạn, đường cong lãi suất vẫn dốc xuống.

Hiện tượng xuất hiện những đường cong lãi suất dốc xuống ngay cả khi phần thưởng tính lòng dương là do lãi suất ngắn hạn được trông đợi sụt giảm nhiều trong tương lai dẫn đến mức trung bình của các lãi suất ngắn hạn dự tính giảm mạnh so lãi suất ngắn hạn hiện hành. Trong trường hợp này, ngay cả khi phần thưởng tính lòng dương được cộng thêm vào số trung bình này, lãi suất dài hạn vẫn thấp hơn lãi suất ngắn hạn hiện hành.

Lý thuyết cũng giải thích vì sao các đường cong lãi suất thường dốc lên

bằng cách công nhận rằng phần thưởng tính lỏng dương bởi vì người đầu tư có xu hướng ưa thích loại công cụ nợ ngắn hơn. Ngay cả khi các mức lãi suất ngắn hạn dự tính giữ nguyên giá trị trung bình trong tương lai, lãi suất dài hạn vẫn cao hơn lãi suất ngắn hạn do đó đường cong lãi suất có xu hướng phổ biến là dốc lên.

Lý thuyết phần thưởng tính lỏng đã kết hợp các đặc điểm của cả giả thuyết dự tính và lý thuyết thị trường phân cách. Những giải thích về cấu trúc kỳ hạn lãi suất là khá thuyết phục và thực tiễn. Căn cứ vào lý thuyết này, nội dung thông tin của đường cong lãi suất là rất rõ ràng: nó cho phép dự đoán chiều hướng biến động của lãi suất ngắn hạn trong tương lai cũng như cho thấy mức độ diễn biến theo nhau của các mức lãi suất trên các bộ phận TTTC.

2.4. VAI TRÒ CỦA LÃI SUẤT TRONG NỀN KINH TẾ

2.4.1. Là công cụ kích thích lợi ích vật chất để thu hút các khoản tiền tiết kiệm của các chủ thể kinh tế

Tiết kiệm là phần thu nhập còn lại sau khi tiêu dùng ở hiện tại của các chủ thể kinh tế. Với việc tạo thu nhập cho người tiết kiệm, lãi suất trở thành một nhân tố cơ bản điều tiết tiêu dùng và tiết kiệm. Lãi suất cao khuyến khích người ta hy sinh tiêu dùng hiện tại, tiết kiệm nhiều hơn để có khoản tiêu dùng cao hơn trong tương lai và ngược lại. Trong một nền kinh tế có TTTC phát triển, các khoản tiết kiệm được thu hút triệt để qua các kênh tài chính trực tiếp và kênh tài chính gián tiếp để tạo nên quỹ cho vay đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế.

2.4.2. Là công cụ điều tiết nền kinh tế vĩ mô

Với tư cách là cái giá phải trả cho những số tiền vay để đầu tư hay mua các sản vật tiêu dùng, lãi suất tạo nên khoản chi phí của người đi vay. Việc so sánh giữa lãi suất phải trả với hiệu quả biên của đồng vốn là căn cứ quan trọng để người kinh doanh đưa ra quyết định về đầu tư. Một sự gia tăng trong lãi suất sẽ làm giảm khả năng có được những thu nhập khá lớn để bù đắp được số lãi phải trả, và do đó số đầu tư chắc chắn sẽ giảm. Cũng có thể lập luận như vậy về việc đi vay để tiêu dùng. Những người tiêu dùng so sánh số lãi phải trả cho một khoản vay mượn với ý muốn có càng sớm càng hay một sản vật như một căn nhà hay một chiếc ô tô chẳng hạn. Những lãi suất cao hơn sẽ làm cho một số người tiêu dùng chờ đợi chứ không mua ngay, và số tiêu dùng tự định sẽ giảm xuống. Tổng cầu bao gồm cả các thành phần như cầu đầu tư của doanh nghiệp và cầu tiêu dùng của cá nhân, của hộ gia đình sẽ thay đổi theo. Vì sự biến động lãi suất có tác động đến đầu tư, đến tiêu dùng nên nó có tác động gián tiếp đến

các mục tiêu của nền kinh tế vĩ mô, biểu hiện trong các trường hợp:

+ Lãi suất thấp → khuyến khích đầu tư, khuyến khích tiêu dùng → Tăng tổng cầu → Sản lượng tăng, giá cả tăng, thất nghiệp giảm, nội tệ có xu hướng giảm giá so với ngoại tệ.

+ Lãi suất cao → Hạn chế đầu tư, hạn chế tiêu dùng → Giảm tổng cầu → Sản lượng giảm, giá cả giảm, thất nghiệp tăng, nội tệ có xu hướng tăng giá so với ngoại tệ.

Vì có khả năng tác động đến các biến số kinh tế vĩ mô như trên nên lãi suất được Chính phủ các nước sử dụng làm một công cụ có hiệu quả để điều tiết nền kinh tế quốc gia.

2.4.3. Là công cụ phân phối vốn và kích thích sử dụng vốn có hiệu quả

Lãi suất có tác dụng trong việc phân bổ vốn. Đối với những dự án có mức độ rủi ro như nhau, dự án nào có lãi suất cao hơn thường thu hút được vốn nhanh hơn, nhiều hơn. Còn những dự án nào chứa đựng nhiều rủi ro thì phải trả lãi suất cao mới có khả năng thu hút được vốn. Như vậy, bằng cách đưa ra các mức lãi suất khác nhau có thể tạo được sự phân bổ các luồng vốn theo mục đích mong muốn.

Trong quan hệ vay vốn, người đi vay không chỉ phải hoàn trả gốc khi đến hạn mà còn phải hoàn trả lãi khoản vay. Hoàn trả đầy đủ cả gốc và lãi vừa là một đặc trưng của quan hệ tín dụng, vừa là một nguyên tắc tín dụng. Bằng việc buộc phải trả lãi đã kích thích các doanh nghiệp nói riêng, kích thích người vay vốn nói chung phải sử dụng vốn có hiệu quả, vốn phải có tác dụng thúc đẩy sản xuất, kinh doanh, tạo thu nhập để bù đắp chi phí, có lợi nhuận, tạo cơ sở cho việc trả lãi vì tiền lãi thực chất là một phần lợi nhuận mà người đi vay trả cho người cho vay.

2.4.4. Là công cụ đo lường tình trạng sức khỏe của nền kinh tế

Người ta thấy rằng: Trong giai đoạn đang phát triển của nền kinh tế lãi suất thường có xu hướng tăng do cung - cầu quỹ cho vay đều tăng lên, trong đó tốc độ tăng của cầu quỹ cho vay lớn hơn tốc độ tăng của cung quỹ cho vay. Ngược lại, trong giai đoạn suy thoái của nền kinh tế, lãi suất thường có xu hướng giảm xuống. Các xu hướng biến động của lãi suất được phản ánh trên đường cong lãi suất. Do vậy, nhìn vào đường cong lãi suất, có thể thấy được xu hướng biến động của lãi suất và tình trạng sức khỏe của nền kinh tế.

Lãi suất là biến số thường xuyên biến động trong nền kinh tế. Căn cứ vào sự biến động đó của lãi suất, người ta có thể dự báo các yếu tố khác của nền kinh tế như: Tính sinh lời của các cơ hội đầu tư, mức lạm phát dự tính, mức

thiếu hụt ngân sách. Người ta cũng có thể dựa vào lãi suất trong một thời kỳ để dự báo tình hình kinh tế trong tương lai. Các dự báo sẽ là cơ sở quan trọng để các chủ thể kinh tế đưa ra các quyết định đầu tư, tiêu dùng; các quyết định kinh doanh phù hợp.

2.4.5. Là công cụ thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia

Khả năng điều tiết nền kinh tế vĩ mô của lãi suất đã làm cho nó trở thành công cụ quan trọng để thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia.

Trong điều kiện nền kinh tế thị trường cũng như TTTC chưa phát triển, lãi suất được sử dụng làm một công cụ trực tiếp để tác động tới mục tiêu trung gian và qua đó tới mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ. NHTW sử dụng loại công cụ này dưới các hình thức ấn định trực tiếp lãi suất kinh doanh cho các ngân hàng hoặc qui định khung lãi suất tiền gửi – lãi suất tiền vay hoặc trần lãi suất tiền vay qua đó khống chế lãi suất cho vay của các ngân hàng theo hướng thắt chặt hoặc nới lỏng tiền tệ.

Trong điều kiện TTTC phát triển, NHTW sử dụng công cụ lãi suất gián tiếp chẳng hạn như lãi suất tái chiết khấu, lãi suất cho vay cầm cố để tác động gián tiếp tới lãi suất thị trường. Lãi suất thị trường thay đổi sẽ tác động tới các biến số kinh tế vĩ mô. Ngày nay theo xu hướng tự do hoá tài chính, cơ chế điều tiết nền kinh tế bằng công cụ lãi suất ngày càng trở nên phổ biến trên thế giới.

Hộp 2.1. Chính sách lãi suất của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Giai đoạn trước tháng 6/1992

NHNN can thiệp ở mức độ cao và trực tiếp vào lãi suất thông qua ấn định các mức lãi suất tiền gửi và lãi suất tiền vay. Cơ chế lãi suất âm và mang nặng tính chất bao cấp. Trong đó, lãi suất cho vay đối với doanh nghiệp Nhà nước thấp hơn đối với doanh nghiệp ngoài quốc doanh; lãi suất cho vay ngắn hạn lớn hơn lãi suất cho vay dài hạn; lãi suất tiền gửi tiết kiệm cao hơn lãi suất tiền gửi các tổ chức kinh tế. Một thực tế nữa là lãi suất danh nghĩa thấp hơn tỷ lệ lạm phát đã khiến lãi suất không còn là đòn bẩy kích thích nhu cầu gửi tiền của công chúng, cũng như sự tăng trưởng kinh tế.

Giai đoạn 6/1992 – 1995

NHNN đã có nhiều bước điều chỉnh trong điều hành chính sách lãi suất: chuyển từ cơ chế lãi suất thực âm sang cơ chế lãi suất thực dương, xoá bỏ về cơ bản sự chênh lệch lãi suất cho vay giữa các thành phần kinh tế. Từ tháng 10/ 1993 trần lãi suất cho vay có 2 loại (1,8%/tháng đối với



DNNN và 2,1%/tháng cho kinh tế ngoài quốc doanh) và NHNN cho phép NHTM được thỏa thuận lãi suất với khách hàng (áp dụng trong trường hợp huy động vốn bằng phát hành kỳ phiếu- lãi suất huy động có thể cao hơn lãi suất tiết kiệm cùng kỳ hạn 0,2%/tháng và cho vay cao hơn mức trần 2,1%/ tháng). Thời kỳ này lãi suất đã bắt đầu được sử dụng như một công cụ của chính sách tiền tệ cùng với lãi suất tái cấp vốn được hình thành vào đầu năm 1991 khi 2 pháp lệnh ngân hàng có hiệu lực. Lãi suất tái cấp vốn được tính bằng % so với lãi suất cho vay của TCTD. Tuy nhiên hiệu quả của công cụ này còn nhiều hạn chế.

Giai đoạn từ năm 1996 đến tháng 7/2000

NHNN tiếp tục ấn định mức lãi suất tái cấp vốn và có những đổi mới căn bản về điều hành lãi suất. Thay vì qui định khung lãi suất tối thiểu về tiền gửi - lãi suất tối đa về tiền vay, NHNN chỉ qui định các mức lãi suất “trần” theo thời hạn cho vay và khống chế chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất huy động vốn bình quân là 0,35%/tháng (4,2%/năm) để khắc phục tình trạng hầu hết các NHTM đều có mức lợi nhuận cao trong khi các doanh nghiệp lại gặp khó khăn về tài chính. Tháng 1/1998, NHNN xoá bỏ qui định chênh lệch lãi suất, chỉ còn qui định trần lãi suất cho vay. Cùng với nói lỏng sự kiểm soát lãi suất, NHNN liên tục điều chỉnh trần lãi suất cho vay theo hướng giảm cơ cấu trần và mức khống chế, đặc biệt trong năm các năm 1998, 1999. Lãi suất tái cấp vốn được điều chỉnh giảm xuống từ 1,1% năm 1997 xuống 0,7%/tháng từ 4/9/1999 để phù hợp với chỉ số lạm phát, quan hệ cung- cầu vốn trên thị trường và thực hiện giải pháp kích cầu về đầu tư của Chính phủ. Tháng 11/1999, NHNN đưa vào sử dụng nghiệp vụ chiết khấu, tái chiết khấu giấy tờ có giá cho các NHTM, lãi suất tái chiết khấu được qui định ở mức thấp hơn 0,05%/tháng so lãi suất tái cấp vốn; tháng 7/2000, NHNN đưa vào sử dụng nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất thị trường mở được hình thành qua các phiên giao dịch.

Giai đoạn từ tháng 8/2000 đến tháng 5/2002

Đây là giai đoạn sử dụng lãi suất cơ bản cùng với lãi suất tái chiết khấu, lãi suất tái cấp vốn trong điều hành chính sách tiền tệ. NHNN hàng tháng sẽ công bố lãi suất cơ bản, TCTD ấn định lãi suất cho vay đối với khách hàng theo nguyên tắc lãi suất cho vay không được vượt quá mức lãi suất cơ bản cộng (+) biên độ do Thống đốc NHNN qui định từng thời kỳ. Tháng đầu tiên mức lãi suất cơ bản mà NHNN công bố là 0,75%/tháng và biên độ trên đối với lãi suất cho

vay ngắn hạn là 0,3%/tháng; đối với lãi suất cho vay trung, dài hạn là 0,5%/tháng. Biên độ này vẫn được duy trì cho đến hết tháng 5/2002, riêng lãi suất cơ bản biến động theo chiều hướng giảm xuống.

Giai đoạn từ tháng 6/2002 đến tháng 5/2008

NHNN có những thay đổi mang tính bước ngoặt trong điều hành lãi suất. Cơ chế lãi suất thoả thuận áp dụng từ ngày 1/6/2002 đã xoá bỏ biên độ khống chế lãi suất cho vay, cho phép các TCTD được tự thoả thuận lãi suất cho vay bằng đồng Việt Nam dựa theo quan hệ cung - cầu vốn và mức độ tín nhiệm đối với khách hàng. NHNN tiếp tục điều hành lãi suất trong đó lãi suất tái cấp vốn đóng vai trò lãi suất trần, lãi suất tái chiết khấu là lãi suất sàn trên TTTT liên ngân hàng, lãi suất thị trường mở đóng vai trò là công cụ điều hành thường xuyên của NHNN. Ngoài hình thức tái cấp vốn thông thường, NHNN áp dụng lãi suất cho vay qua đêm trong thanh toán điện tử liên ngân hàng và thanh toán bù trừ. NHNN còn áp dụng lãi suất tiền gửi của các TCTD tại NHNN làm phương tiện thường xuyên điều tiết lãi suất liên ngân hàng; tiếp tục công bố lãi suất cơ bản nhằm mục đích định hướng lãi suất thị trường.

Giai đoạn từ tháng 5/2008 đến cuối tháng 2/2010

Thực hiện ý kiến của Ủy ban Thường vụ Quốc hội khóa XII và chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ, NHNN đã xây dựng cơ chế điều hành lãi suất cơ bản trình Thường trực Chính phủ xem xét, nhất trí tại Văn bản số 3168/VPCP-KTTH ngày 16/5/2008 về cơ chế điều hành lãi suất cơ bản của VP Chính phủ. Trên cơ sở đó, Thống đốc ban hành Quyết định số 16/2008/QĐ-NHNN ngày 16/5/2008 về cơ chế điều hành lãi suất cơ bản bằng Đồng Việt Nam. Cụ thể, Các TCTD ấn định lãi suất kinh doanh bằng Đồng Việt Nam đối với khách hàng theo nguyên tắc lãi suất kinh doanh không vượt quá 150% của lãi suất cơ bản do NHNN công bố áp dụng trong từng thời kỳ. Định kỳ hàng tháng, NHNN công bố lãi suất cơ bản. Trong trường hợp cần thiết, NHNN công bố điều chỉnh kịp thời lãi suất cơ bản. Sau 3 tháng thực hiện cơ chế điều hành lãi suất theo qui định trên, NHNN đã nói lỏng hơn trong kiểm soát lãi suất huy động bằng cơ chế cam kết thực hiện “trần” lãi suất huy động VND của các NHTM, qua giám sát thực hiện của NHNN.

Giai đoạn từ cuối tháng 2/2010 đến cuối năm 2012

Cơ chế các NHTM cam kết thực hiện “trần” lãi suất huy động VND (từ tháng 12/2010 tối đa 14%) qua giám sát thực hiện của NHNN tiếp tục được



thực hiện cho đến đầu tháng 3 năm 2011. Từ ngày 3 tháng 3 năm 2011, NHNN chính thức luật hóa qui định trần lãi suất huy động VND bằng việc ban hành thông tư số 02/2011/TT-NHNN quy định lãi suất huy động vốn tối đa bằng đồng Việt Nam của các TCTD và chi nhánh ngân hàng nước ngoài không vượt quá 14%/năm; riêng các quỹ TDND cơ sở ấn định lãi suất huy động vốn bằng VND không vượt quá 14,5%/năm. Ngoài ra, NHNN cũng quy định nhiều trần lãi suất cho các kỳ hạn và xóa bỏ trần lãi suất đối với kỳ hạn từ 12 tháng trở lên. NHNN dần cho phép các TCTD thỏa thuận lãi suất với khoản cho vay.

Giai đoạn từ năm 2013 đến nay

Hoạt động điều hành lãi suất của NHNN Việt Nam từ năm 2013 đến nay không có nhiều biến động như những giai đoạn trước. Trước tình hình lạm phát được kiềm chế và khả năng tiếp cận vốn của các doanh nghiệp gặp khó khăn, NHNN đã chủ động hạ các mức lãi suất điều hành. Cập lãi suất điều hành chủ đạo đã dần được hạ xuống mức 7%/năm và 5%/năm vào cuối năm 2013, và 6,5%/năm và 4,5%/năm cuối năm 2014. Bên cạnh đó, giảm trần các mức lãi suất thị trường. Trong giai đoạn năm 2015 – 2016, lãi suất điều hành của NHNN được giữ ổn định trong một khoảng thời gian tương đối dài, cụ thể là ở mức 6,5%/năm và 4,5%/năm. Tiếp tục sang năm 2017, cập lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu này được điều hành giảm nhẹ và ổn định ở mức 6,25%/năm và 4,25%/năm cho đến cuối năm.

Bảng 2.1: Trần lãi suất huy động và cho vay

<i>Ngày áp dụng</i>	1/10/11	13/3/12	11/4/12	28/5/12	11/6/12	18/3/14	29/10/14
1. Trần lãi suất tiền gửi							
*Từ 1/10/2011-10/6/2012							
LSTGKKH &<1tháng	≤ 6%	≤ 5%	≤ 4%	≤ 3%			
LSTG>1tháng	≤ 14%	≤ 13%	≤ 12%	≤ 11%			
LSTGQTDND >1tháng	≤ 14.5%	≤ 13.5%	≤ 12.5%	≤ 11.5%			
*Từ 11/6/2012 đến 2013							
LSTGKKH					≤ 2%		



THƯ VIỆN
HUBT

&<1tháng							
LSTG từ 1th đến <12 th					≤ 9%		
LSTG ≥12 tháng trở lên					Thỏa thuận		
*Từ năm 2014							
LSTGKKH &<1tháng - VND						≤1%	
LSTG từ 1th đến <6 tháng - VND						≤6%	≤5.5%
LSTG của cá nhân - USD						≤1%	≤0.75%
LSTG của tổ chức - USD							≤0.25%
Ngày áp dụng			8/5/12	28/5/12	11/6/12	18/3/14	29/10/14
2. Trần lãi suất cho vay từ 8/5/2012							
Trần LSCV ngắn hạn (4 lĩnh vực)			≤ 15%	≤ 14%	≤ 13%	≤9%	≤7%
LSCV trung, dài hạn của 4 lĩnh vực và LSCV các lĩnh vực khác	Thỏa thuận lãi suất						
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam							



Bảng 2.2: Lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu

Thời gian	Lãi suất tái cấp vốn	Lãi suất tái chiết khấu
Cuối năm 2007	6.5%/năm	4.5%/năm
Cuối năm 2008	11%/năm	9%/năm
Cuối năm 2009	8%/năm	6%/năm
Cuối năm 2010	9%/năm	7%/năm
Cuối năm 2011	15%/năm	13%/năm
Cuối năm 2012	10%/năm	8%/năm
Cuối năm 2013	7%/năm	5%/năm
Cuối năm 2014 đến 9/7/2017	6,5%/năm	4,5%/năm
10/7/2017	6,25%/năm	4,25%/năm

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Bảng 2.3: Lãi suất thị trường liên ngân hàng Việt Nam

Ngày 10 Tháng 05 Năm 2018

Thời hạn	Lãi suất BQ liên NH (%năm)	Doanh số (Tỷ đồng)
Qua đêm	1,31	5.200
1 Tuần	1,32	14.474
2 Tuần	1,68	2.658
1 Tháng	1,70	750
3 Tháng	2,77	680
6 Tháng	3,75	14
9 Tháng	4,50	11

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

TÓM TẮT

1. Lãi suất là giá của quyền sử dụng vốn vay. Việc nghiên cứu các phương pháp đo lường lãi suất cho biết cách xác định giá quyền sử dụng vốn một cách chính xác.

2. Với tư cách là giá cả, lãi suất được hình thành cụ thể trên những bộ phận cấu thành của TTTC: lãi suất ngắn hạn, lãi suất dài hạn, lãi suất của các loại hình tín dụng khác nhau. Mức lãi suất khác nhau nhưng nó đều được quyết định bởi quan hệ cung cầu về vốn trên từng bộ phận thị trường. Trong đó chỉ có mức lãi suất tái chiết khấu là công cụ điều tiết của NHTW và do NHTW ấn định.

3. Khi lãi suất được quyết định bởi quan hệ cung cầu vốn trên TTTC, nhân tố làm thay đổi lãi suất chính là nhân tố làm dịch chuyển đường cung, cầu vốn.

4. Cấu trúc rủi ro và kỳ hạn của lãi suất giải thích sự khác nhau giữa các mức lãi suất có cùng kỳ hạn hoặc khác kỳ hạn. Mức lãi suất của các công cụ đầu tư với cùng kỳ hạn mà khác nhau là do mức độ rủi ro của công cụ đầu tư đó khác nhau. Ngược lại mức lãi suất của các công cụ đầu tư do cùng một người phát hành có thể có mức lãi suất khác nhau là bởi kỳ hạn của chúng khác nhau.

5. Quan hệ mang tính quy luật giữa các mức lãi suất của những kỳ hạn đầu tư khác nhau được giải thích bằng các lý thuyết dự tính, lý thuyết thị trường phân cách và lý thuyết môi trường ưu tiên.

6. Chính sách lãi suất của Việt được điều chỉnh liên tục theo hướng giảm dần mức độ kiểm soát lãi suất của NHNNVN diễn ra trong suốt thập kỷ 90 của thế kỷ XX nhằm phát huy vai trò của lãi suất đối với nền kinh tế.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Bạn vừa trúng xổ số 200 triệu đồng. Số tiền này sẽ được trả hàng năm, mỗi năm 20 triệu đồng trong vòng 10 năm. Vậy giá trị thực sự của số tiền trúng thưởng là bao nhiêu nếu lãi suất trong 10 năm tới là 12%?

2. Một ngôi nhà được đặt giá bán là 100 triệu đồng. Mỗi năm ngôi nhà này có thể đem lại một mức thu nhập 6 triệu đồng. Sau 5 năm có thể bán với giá 160 triệu đồng. Biết lãi suất hiện hành là 10% và dự kiến là ổn định trong vòng 5 năm tới.

a/ Tính giá trị hiện tại của các khoản tiền thu được trong tương lai từ việc mua nhà.

b/ Bạn có quyết định mua nhà trong tình huống trên không?

3. Giải thích mối quan hệ giữa lãi suất tái chiết khấu, lãi suất liên ngân hàng và lãi suất chiết khấu.

4. Nếu bạn dự đoán lãi suất có xu hướng giảm, bạn quyết định giữ trái phiếu dài hạn hay trái phiếu ngắn hạn? Tại sao? Loại trái phiếu nào có mức rủi ro lãi suất cao hơn?

5. Giải thích ảnh hưởng của tình trạng bội chi NSNN đối với lãi suất thị trường.

6. Giả sử lý thuyết dự tính được chấp nhận khi giải thích cấu trúc kỳ hạn của lãi suất, hãy tính mức lãi suất cho các thời hạn từ 1 đến 5 năm và biểu diễn đường cong lãi suất trên đồ thị khi biết các mức lãi suất ngắn hạn dự tính như sau:

a/ 5%, 6%, 7%, 6%, 5%.

b/ 5%, 4%, 3%, 4%, 5%.

Đường cong lãi suất sẽ thay đổi thế nào nếu người đầu tư ưa thích các trái phiếu ngắn hạn hơn trái phiếu dài hạn.

7. Dự đoán sự thay đổi lãi suất của một trái phiếu doanh nghiệp nếu Chính phủ tuyên bố bảo lãnh thanh toán cho loại trái phiếu này. Trong điều kiện đó lãi suất của trái phiếu Chính phủ thay đổi thế nào.



Chương 3

CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH

3.1. CÁC NGÂN HÀNG TRUNG GIAN

3.1.1. Khái niệm ngân hàng trung gian

Ngân hàng được hình thành và phát triển gắn liền với sự phát triển của các hình thái kinh tế xã hội khác nhau. Lịch sử ngân hàng bắt đầu vào khoảng năm 2000 trước Công nguyên với những khoản cho vay bằng hạt giống đối với nông dân. Sau đó là thời kỳ Hy Lạp cổ đại và đế chế La Mã, dựa vào nhà thờ, các hoạt động nhận tiền gửi, cho vay và đổi tiền được tiến hành. Ngân hàng, theo đúng nghĩa được hình thành đầu tiên và ra đời ở Ý, nổi tiếng nhất là ngân hàng Medici, được thành lập năm 1307. Sau đó sự phát triển của ngân hàng được lan rộng từ miền Bắc nước Ý qua châu Âu, Mỹ với sự hoàn thiện các nghiệp vụ kinh doanh ngân hàng (Hà Lan: 1960; Thụy Điển: 1656; Anh: 1694; Mỹ: 1791; Pháp: 1800). Đến thế kỷ 17, các nghiệp vụ của một ngân hàng kinh doanh được hoàn thiện, bao gồm: nhận tiền gửi, cho vay, phát hành tiền, chiết khấu thương phiếu, thanh toán bù trừ và bảo lãnh. Hoạt động phát hành tiền của các ngân hàng thời kỳ này gây khó khăn cho nhà nước trong việc kiểm soát khối lượng tiền trong lưu thông và tính chất bảo đảm của lượng tiền đó. Nhà nước đã can thiệp và đến thế kỷ 19, các ngân hàng trung gian chỉ được phép hoạt động kinh doanh tiền tệ và tín dụng, không được phép phát hành tiền.

Ban đầu các ngân hàng trung gian chủ yếu là nhận tiền gửi không kỳ hạn, có kỳ hạn ngắn và cho vay ngắn hạn. Về sau các ngân hàng này thực hiện cả cho vay trung, dài hạn bằng nguồn vốn trung, dài hạn do huy động tiền gửi, trung, dài hạn và phát hành trái khoán. Hoạt động ngân hàng ngày càng phát triển cùng với sự phát triển của TTCK đòi hỏi hình thành nên những ngân hàng, những TGTC chuyên hoạt động trong một lĩnh vực nào đó đã phân chia ngân hàng trung gian thành các ngân hàng hoạt động trong những lĩnh vực riêng: NHTM, ngân hàng chính sách, ngân hàng phát triển... Xu hướng kinh doanh tổng hợp ngày nay lại hình thành những ngân hàng mặc dù có những tên gọi khác nhau nhưng cùng kinh doanh tất cả các dịch vụ ngân hàng: cho vay ngắn hạn, dài hạn, đầu tư chứng khoán, kinh doanh chứng khoán, làm các dịch vụ uỷ thác....

Các ngân hàng trung gian hiện nay có thể được tổ chức dưới hình thức ngân hàng chuyên doanh, ngân hàng kinh doanh tổng hợp hoặc ngân hàng đa năng.

- Ngân hàng chuyên doanh là những ngân hàng chỉ hoạt động trong một lĩnh vực nhất định như ngân hàng tiết kiệm, ngân hàng cầm cố, ngân hàng tín dụng đô thị, ngân hàng nông thôn...

- Ngân hàng kinh doanh tổng hợp, ngoài các nghiệp vụ truyền thống nó còn được mở thêm các nghiệp vụ mới như: bảo lãnh, làm đại lý, uỷ thác và nhận uỷ thác v.v... Một ngân hàng kinh doanh tổng hợp còn có thể được hiểu là ngân hàng làm nghiệp vụ của nhiều ngân hàng trung gian.

- Ngân hàng đa năng, ngoài các nghiệp vụ ngân hàng truyền thống và mới phát triển, nó còn được kinh doanh và làm các dịch vụ về chứng khoán và bảo hiểm trực tiếp hoặc thông qua các công ty con.

Trên thế giới hiện nay có 3 hệ thống ngân hàng kinh doanh đa năng tiêu biểu:

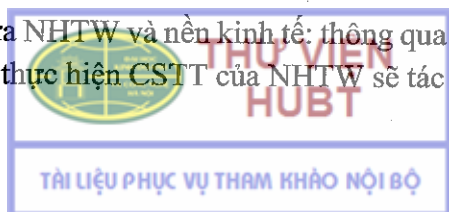
- + Ngân hàng kinh doanh đa năng trực tiếp theo mô hình của Đức, Thụy Sĩ, Hà Lan.... Với mô hình này, các TCTD được hiểu theo nghĩa rộng, ngoài hoạt động tiền gửi, thanh toán (phát hành séc), cấp tín dụng và các sản phẩm ngân hàng hiện đại theo kiểu kinh doanh tổng hợp, họ còn trực tiếp kinh doanh và làm dịch vụ về chứng khoán và bảo hiểm.

- + Ngân hàng kinh doanh đa năng theo kiểu Mỹ và Nhật: Các nước này cho rằng phải ngăn nghiệp vụ kinh doanh tổng hợp với nghiệp vụ chứng khoán và bảo hiểm bằng một “Bức tường lửa”. Do vậy các ngân hàng không được kinh doanh chứng khoán và bảo hiểm. Việc này chỉ có thể tiến hành qua hình thức công ty con trực thuộc. Thực tế “bức tường lửa” ngày càng tàn lụi. Các nhà tài chính Mỹ và Nhật thấy rằng, nghiệp vụ kinh doanh đa năng ngày càng phát triển. Nghiệp vụ ngân hàng truyền thống và hiện đại cùng với nghiệp vụ chứng khoán và bảo hiểm ngày càng xích lại gần nhau.

- + Ngân hàng kinh doanh đa năng theo kiểu Anh là mô hình áp dụng ở Anh và một số nước gần gũi với Anh như Canada, Úc... Các ngân hàng này có thể tham gia vào việc bảo lãnh và dịch vụ phát hành chứng khoán, nhưng khác ngân hàng đa năng của Đức ở một số mặt. Nó là mô hình trung gian giữa các mô hình trên.

Như vậy, thuật ngữ “trung gian” được xem như “cầu nối” bao gồm 2 ý nghĩa:

- Trung gian giữa NHTW và nền kinh tế: thông qua ngân hàng trung gian, việc phát hành tiền, thực hiện CSTT của NHTW sẽ tác động đến nền kinh tế.



Cũng thông qua ngân hàng trung gian, tình hình sản lượng, giá cả, công ăn việc làm, nhu cầu tiền mặt, tổng cung tiền tệ, lãi suất, tỷ giá hối đoái... được phản hồi về NHTW.

- Trung gian tài chính: các ngân hàng trung gian được xem là TGTC bởi lẽ nó chuyển hoá các khoản tiền tạm thời chưa sử dụng của các chủ thể kinh tế thừa vốn đến các chủ thể kinh tế thiếu vốn tạm thời đang cần vay để sản xuất, kinh doanh hoặc tiêu dùng. Với chức năng TGTC, các ngân hàng trung gian là một tổ chức kinh doanh giúp cho người cho vay và người đi vay trong nền kinh tế gặp nhau.

Chức năng TGTC của ngân hàng trung gian đã dẫn đến định nghĩa sau:

Một ngân hàng trung gian là một đơn vị kinh doanh có giấy phép của chính quyền (có tư cách pháp nhân). Hoạt động chính là kinh doanh tiền tệ bằng việc nhận các khoản tiền gửi có trả lãi để thu hút vốn nhàn rỗi, rồi dùng chính những khoản để cho vay lại đối với nền kinh tế. Hay có thể định nghĩa: ngân hàng là một loại định chế tài chính mà hoạt động thường xuyên là nhận tiền gửi, sử dụng số tiền đó để cho vay và cung ứng các dịch vụ thanh toán. Mỗi loại hình ngân hàng sẽ khác nhau về mức độ thực hiện các nghiệp vụ trên, đồng thời khác nhau về tính chất kinh doanh cũng như mục tiêu hoạt động.

3.1.2. Các loại hình ngân hàng trung gian

Ngân hàng là một loại TGTC mà hoạt động đặc trưng của nó là nhận tiền gửi, sử dụng số tiền đó để cho vay và cung ứng các dịch vụ thanh toán. Việc nghiên cứu tiền tệ và hoạt động ngân hàng tập trung đặc biệt vào nhóm này vì nó liên quan đến việc tạo ra tiền gửi, thành phần quan trọng của lượng tiền cung ứng. Tùy theo mỗi quốc gia, các loại ngân hàng này có thể có những tên gọi khác nhau. Nhưng căn cứ vào tính chất kinh doanh và mục đích hoạt động có thể phân chia thành hai loại ngân hàng sau:

3.1.2.1. Ngân hàng thương mại

a. Khái niệm

Ngân hàng thương mại là loại hình ngân hàng hoạt động vì mục đích lợi nhuận thông qua việc kinh doanh các khoản vốn ngắn hạn là chủ yếu. Khái niệm về ngân hàng đang thay đổi vì sự pha trộn các hoạt động truyền thống của ngân hàng với các loại hình TGTC khác. Mặc dù chỉ có một biên giới rất mỏng manh giữa NHTM với các ngân hàng trung gian khác, người ta vẫn tách NHTM ra một nhóm riêng vì những lý do đặc biệt của nó. Một trong

những lý do này là tổng tài sản Có của NHTM luôn là khối lượng lớn nhất trong toàn bộ hệ thống ngân hàng. Hơn nữa, khối lượng séc hay tài khoản tiền gửi không kỳ hạn mà nó có thể tạo ra cũng là bộ phận quan trọng trong tổng cung tiền tệ M1 của nền kinh tế.

Cho đến cuối những năm 1960, điểm đặc thù để phân biệt một NHTM với các ngân hàng trung gian khác là ở chỗ NHTM là đơn vị duy nhất được phép mở tài khoản tiền gửi không kỳ hạn cho công chúng. Nghĩa là người ta phân biệt nó dựa trên các thành phần của nợ. Lúc này 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 rút từ các khoản 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 ngân hàng trung gian khác cũng bắt đầu mở những tài khoản tiền gửi không kỳ hạn, cho phép công chúng sử dụng séc một cách rất đa dạng dưới nhiều hình thức như sổ séc, thẻ tín dụng... Với sự kiện này, việc phân biệt NHTM với các ngân hàng và tổ chức tài chính khác dựa trên Tài sản. Với cách phân loại trên, một NHTM là một ngân hàng trung gian mà tỷ lệ vốn cho vay vào mục đích thương mại và công nghiệp chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của nó.

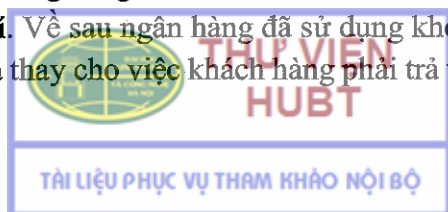
Về mặt sở hữu: NHTM có thể tồn tại ở nhiều dạng sở hữu khác nhau: NHTM quốc doanh, NHTM tư nhân, NHTM cổ phần, NHTM liên doanh hoặc chi nhánh NHTM nước ngoài.

Đặc trưng ngân hàng được thể hiện rõ nhất ở loại hình NHTM thông qua 3 chức năng sau:

*** Chức năng làm thủ quỹ cho xã hội**

Thực hiện chức năng này, NHTM nhận tiền gửi của công chúng, các doanh nghiệp và các tổ chức, giữ tiền cho khách hàng của mình, đáp ứng nhu cầu rút tiền và chi tiền của họ.

Chức năng này đã có ngay trong thời kỳ sơ khai của hoạt động ngân hàng xuất phát từ nhu cầu muốn đảm bảo an toàn cho tài sản và mong muốn tích lũy giá trị của công chúng và các doanh nghiệp trong xã hội. Ban đầu ngân hàng đơn giản chỉ là người giữ hộ tài sản và khách hàng phải trả cho ngân hàng một khoản phí. Về sau ngân hàng đã sử dụng khoản tiền gửi của khách hàng để cho vay, và thay cho việc khách hàng phải trả thù lao cho ngân hàng,



ngân hàng lại trả cho khách hàng lợi tức tiền gửi. Tuy nhiên với các khoản tiền, vàng bạc, đá quý, chứng từ có giá... khách hàng gửi vào ngân hàng với yêu cầu giữ hộ, khách hàng vẫn phải trả cho ngân hàng một khoản phí nhất định.

Ngày nay khi nền kinh tế ngày càng phát triển, thu nhập ngày càng cao, tích lũy của doanh nghiệp và cá nhân ngày càng lớn cộng thêm nhu cầu bảo vệ tài sản và mong muốn sinh lời từ khoản tiền có được của các chủ thể kinh tế làm cho chức năng này càng được thể hiện rõ. Nó đem lại lợi ích cho cả khách hàng và ngân hàng.

Đối với khách hàng, thông qua việc gửi tiền vào ngân hàng, họ không những được đảm bảo an toàn về tài sản mà còn thu được một khoản lợi tức từ ngân hàng (tuy nhiên cũng không loại trừ trường hợp rủi ro khi ngân hàng lâm vào tình trạng mất khả năng thanh toán, không đáp ứng được nhu cầu rút tiền của khách hàng).

Đối với ngân hàng, chức năng này là cơ sở để ngân hàng thực hiện chức năng trung gian thanh toán, đồng thời tạo ra nguồn vốn chủ yếu cho NHTM để thực hiện chức năng trung gian tín dụng.

Cũng có thể xếp chức năng này chung với chức năng trung gian thanh toán và chức năng trung gian tín dụng.

** Chức năng trung gian thanh toán*

Ngân hàng làm trung gian thanh toán khi nó thực hiện thanh toán theo yêu cầu của khách hàng như trích tiền từ tài khoản tiền gửi của họ để thanh toán tiền hàng hoá, dịch vụ hoặc nhập vào tài khoản tiền gửi của khách hàng tiền thu bán hàng và các khoản thu khác theo lệnh của họ.

NHTM thực hiện chức năng trung gian thanh toán trên cơ sở nó thực hiện chức năng làm thủ quỹ cho xã hội. Việc nhận tiền gửi và theo dõi các khoản thu, chi trên tài khoản tiền gửi của khách hàng là tiền đề để ngân hàng thực hiện vai trò trung gian thanh toán. Mặt khác, việc thanh toán trực tiếp bằng tiền mặt giữa các chủ thể kinh tế có nhiều hạn chế, đó là rủi ro do phải vận chuyển tiền, chi phí thanh toán lớn, đặc biệt là với khách hàng ở cách xa nhau đã tạo nên nhu cầu thanh toán qua ngân hàng.

Chức năng trung gian thanh toán có ý nghĩa quan trọng đối với hoạt động kinh tế. Trước hết, thanh toán không dùng tiền mặt qua ngân hàng góp phần tiết kiệm chi phí lưu thông tiền mặt và đảm bảo thanh toán an toàn. Khả năng lựa chọn hình thức thanh toán không dùng tiền mặt thích hợp cho phép khách



hàng thực hiện thanh toán nhanh chóng và hiệu quả. Điều này góp phần tăng nhanh tốc độ lưu thông hàng hoá, tốc độ luân chuyển vốn và hiệu quả của quá trình tái sản xuất xã hội. Thứ hai, việc cung ứng một dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt có chất lượng làm tăng uy tín cho ngân hàng và do đó tạo điều kiện để thu hút nguồn vốn tiền gửi.

Chu chuyển tiền tệ hiện nay chủ yếu thông qua hệ thống NHTM và do vậy chỉ khi chức năng trung gian thanh toán được hoàn thiện thì vai trò của NHTM mới được nâng cao hơn với tư cách là người thủ quỹ của xã hội.

** Chức năng làm trung gian tín dụng*

Ngân hàng làm trung gian tín dụng khi nó là “cầu nối” giữa người có vốn dư thừa và người có nhu cầu về vốn. Thông qua việc huy động các khoản vốn tiền tệ tạm thời nhàn rỗi trong nền kinh tế, ngân hàng hình thành nên quỹ cho vay của nó rồi đem cho vay đối với nền kinh tế, mà chủ yếu là cho vay ngắn hạn. Với chức năng này ngân hàng vừa đóng vai trò là người đi vay, vừa đóng vai trò là người cho vay.

Chức năng trung gian tín dụng xuất phát từ đặc điểm tuần hoàn vốn tiền tệ trong quá trình tái sản xuất xã hội. Sở dĩ ngân hàng làm được chức năng này vì nó là một tổ chức chuyên kinh doanh về tiền tệ, tín dụng, có khả năng nhận biết được tình hình cung cầu về tín dụng. Thông qua việc thu hút tiền gửi với một khối lượng lớn, ngân hàng có thể giải quyết mối quan hệ giữa cung và cầu tín dụng cả về khối lượng vốn cho vay và thời gian cho vay.

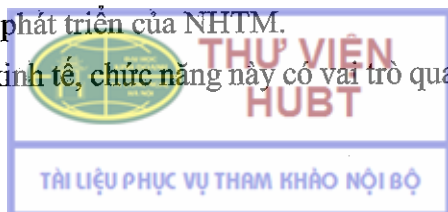
Thông qua chức năng trung gian tín dụng, NHTM đã góp phần tạo lợi ích cho tất cả các bên trong quan hệ là người gửi tiền, ngân hàng và người đi vay và đảm bảo lợi ích của nền kinh tế:

- Người gửi tiền thu được lợi từ vốn tạm thời nhàn rỗi của mình thông qua khoản lãi tiền gửi. Hơn nữa ngân hàng còn đảm bảo an toàn cho các khoản tiền gửi và cung cấp cho khách hàng các dịch vụ thanh toán tiện lợi.

- Người đi vay sẽ thoả mãn được nhu cầu vốn để kinh doanh, chi tiêu, thanh toán mà không phải chi phí nhiều về sức lực, thời gian cho việc tìm kiếm nơi cung ứng vốn tiện lợi chắc chắn và hợp pháp.

- Bản thân NHTM sẽ tìm kiếm được lợi nhuận từ chênh lệch giữa lãi suất cho vay và lãi suất tiền gửi hoặc hoa hồng môi giới. Lợi nhuận này chính là cơ sở để tồn tại và phát triển của NHTM.

- Đối với nền kinh tế, chức năng này có vai trò quan trọng trong việc thúc



đẩy tăng trưởng kinh tế vì nó đáp ứng nhu cầu vốn để đảm bảo quá trình tái sản xuất được thực hiện liên tục và để mở rộng quy mô sản xuất. Với chức năng này, ngân hàng đã biến vốn nhàn rỗi không hoạt động thành vốn hoạt động, kích thích quá trình luân chuyển vốn, thúc đẩy sản xuất kinh doanh.

Khi có sự phân hoá trong hệ thống ngân hàng, hình thành nên ngân hàng phát hành và các ngân hàng trung gian thì ngân hàng trung gian không còn thực hiện chức năng phát hành giấy bạc ngân hàng. Song kết hợp giữa chức năng trung gian tín dụng và chức năng trung gian thanh toán làm cho hệ thống NHTM có khả năng tạo tiền gửi thanh toán. Thông qua chức năng làm trung gian tín dụng, ngân hàng sử dụng số vốn huy động được để cho vay, số tiền cho vay ra lại được khách hàng sử dụng để mua hàng hoá, thanh toán dịch vụ trong khi số dư trên tài khoản tiền gửi thanh toán của khách hàng vẫn được coi là một bộ phận của tiền giao dịch, được họ sử dụng để mua hàng hoá, thanh toán dịch vụ... Khi ngân hàng chỉ thực hiện chức năng nhận tiền gửi mà chưa cho vay, ngân hàng chưa hề tạo tiền, chỉ khi thực hiện nghiệp vụ cho vay, ngân hàng mới bắt đầu tạo tiền.

Trước đây, sự phân biệt giữa NHTM và các ngân hàng trung gian khác chính là chức năng trung gian thanh toán và khả năng tạo tiền gửi thanh toán. Ngày nay hầu như các ngân hàng trung gian đều được phép nhận tiền gửi không kỳ hạn, làm trung gian thanh toán và do vậy đều có khả năng tạo ra tiền gửi thanh toán. Sự phân biệt các loại hình ngân hàng trung gian chủ yếu dựa vào tài sản, vào mục đích cho vay và đầu tư.

Các chức năng của NHTM có mối quan hệ chặt chẽ, bổ sung, hỗ trợ cho nhau, trong đó chức năng trung gian tín dụng là chức năng cơ bản nhất, tạo cơ sở cho việc thực hiện các chức năng sau. Đồng thời, khi ngân hàng thực hiện tốt chức năng thủ quỹ và trung gian thanh toán lại góp phần làm tăng nguồn vốn tín dụng, mở rộng quy mô hoạt động của ngân hàng.

b. Nghiệp vụ của ngân hàng thương mại

**** Bảng tổng kết tài sản của ngân hàng thương mại***

Việc nghiên cứu các nghiệp vụ cơ bản của một NHTM thực chất là việc xác định nội dung các khoản mục thuộc bảng tổng kết tài sản (bảng cân đối kế toán). Đó là một bản báo cáo tài chính tổng hợp, được trình bày dưới dạng cân đối, phản ánh tổng quát tình hình sử dụng vốn và nguồn vốn hoạt động của một NHTM tại một thời điểm nhất định.

Bảng tổng kết tài sản gồm hai phần, bên Tài sản, bên Nợ và Vốn chủ sở hữu. Cột bên phải của bảng tổng kết tài sản được dùng để ghi những khoản nợ và vốn chủ sở hữu. Cột bên trái ghi các tài sản hay sử dụng vốn của ngân hàng. Tuy nhiên, cũng có thể đổi vị trí giữa hai cột nghĩa là ghi Nợ và Vốn chủ sở hữu bên phải, Tài sản ở cột bên trái, thậm chí theo thứ tự dọc, tài sản rồi đến Nợ và Vốn chủ sở hữu hoặc ngược lại.

Nợ và vốn chủ sở hữu phản ánh nguồn vốn hoạt động của NHTM, bao gồm những khoản mà ngân hàng nợ thị trường và vốn của ngân hàng. Các khoản nợ thị trường được biểu hiện thông qua những khoản vốn mà dân chúng gửi vào NHTM hoặc NHTM đi vay các chủ thể trong nền kinh tế như cá nhân, các hộ gia đình, doanh nghiệp, nước ngoài, các TGTC khác, NHTW... Tài sản phản ánh việc sử dụng vốn của NHTM hay những khoản mà thị trường nợ NHTM. Đó là những khoản mà ngân hàng cho thị trường vay hay đầu tư vào thị trường. Mỗi khoản ngân hàng cho vay ra hay đầu tư vào chứng khoán có giá đều được ghi vào bên Có của bảng tổng kết tài sản, làm tăng tài sản của ngân hàng.

Tính chất quan trọng của bảng tổng kết tài sản là tổng số tiền bên Tài sản phải bằng tổng số tiền bên Nợ và Vốn chủ sở hữu. Bởi vì bất kỳ một khoản mục sử dụng vốn nào của NHTM cũng có nguồn vốn hình thành tương ứng. Đây cũng là lý do mà người ta gọi bảng cân đối tài sản là bảng cân đối kế toán. Như vậy:

Tổng tài sản = Tổng Nợ + Vốn chủ sở hữu

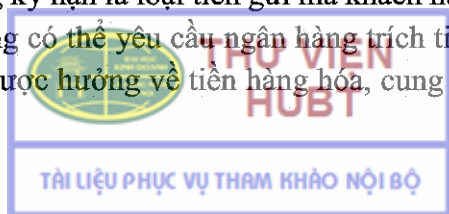
*** Nghiệp vụ tạo Nguồn**

Nghiệp vụ thuộc bên Nợ và vốn chủ sở hữu phản ánh nguồn vốn của ngân hàng. Trong vòng 3 thập niên kể từ sau cuộc suy thoái kinh tế 1930, phần lớn các NHTM trên thế giới đều quan tâm nhiều nhất đến việc quản lý phân Tài sản, tức là kế hoạch và phương thức đầu tư các nguồn vốn đã có. Từ những năm 1960 trở đi, các NHTM lại chú ý quản lý bên Nợ và vốn chủ sở hữu nhiều hơn. Cho đến thập niên 1990, Nợ và vốn chủ sở hữu của NHTM trên khắp thế giới vẫn tập trung vào 3 nhóm phổ biến, đó là:

- Vốn tiền gửi:

+ Tiền gửi không kỳ hạn:

Tiền gửi không kỳ hạn là loại tiền gửi mà khách hàng có thể rút ra bất cứ lúc nào. Khách hàng có thể yêu cầu ngân hàng trích tiền từ tài khoản này để chi trả cho người được hưởng về tiền hàng hóa, cung ứng lao vụ. Đồng thời



khách hàng cũng có thể yêu cầu ngân hàng chuyển số tiền được hưởng vào tài khoản này. Đối với khoản tiền gửi này, mục đích chính của người gửi tiền là nhằm đảm bảo an toàn về tài sản và thực hiện các khoản thanh toán qua ngân hàng và do vậy nó thường được gọi là tài khoản tiền gửi thanh toán. Ở nhiều nước phần lớn các giao dịch thanh toán thông qua tài khoản tiền gửi thanh toán được thực hiện bằng séc và do vậy người ta cũng có thể gọi đây là tài khoản tiền gửi có thể phát hành séc.

Tiền gửi có thể phát hành séc là một nguồn vốn quan trọng và rẻ nhất của NHTM. Tuy vậy, ngoài lãi suất, chi phí đầy đủ cho việc huy động nguồn vốn này phải kể đến cả chi phí duy trì tiền gửi có thể phát hành séc, bao gồm chi phí trong việc phục vụ những tài khoản này (xử lý và lưu giữ những séc đã thanh toán, soạn và gửi các thông báo tình hình hàng tháng, cung cấp những thủ quỹ có năng lực hoàn thành công việc - người hoặc máy, duy trì một toà nhà gây được ấn tượng, quảng cáo...).

Ở Việt Nam, tài khoản séc thường được gọi là tài khoản tiền gửi thanh toán gồm tài khoản thanh toán dùng cho các doanh nghiệp và tài khoản thanh toán cho cá nhân. Hiện nay các NHTM trả lãi thanh toán cho loại tiền gửi này, đồng thời cũng thu phí thanh toán khi khách hàng thực hiện thanh toán qua ngân hàng.

Tiền gửi có thể phát hành séc là một Tài sản đối với người gửi, bởi vì nó là một phần của cái của người gửi. Ngược lại, người gửi tiền có thể rút vốn khỏi tài khoản của họ bất cứ khi nào có nhu cầu và ngân hàng có nghĩa vụ thoả mãn vô điều kiện yêu cầu đó. Do vậy đây là một nguồn vốn biến động thường xuyên.

Với tính chất như vậy, giải pháp chủ yếu tăng cường nguồn vốn này không phải là yếu tố lãi suất mà là sự an toàn, thuận tiện của nguồn vốn gửi cũng như chất lượng của các dịch vụ ngân hàng đặc biệt là dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt.

+ Tiền gửi có kỳ hạn:

Tiền gửi có kỳ hạn là loại tiền gửi mà khách hàng được rút ra sau một thời hạn nhất định từ một vài tháng đến một vài năm (3 tháng, 6 tháng, 9 tháng, 1 năm, 3 năm, 5 năm...). Mục đích của người gửi tiền là lấy lãi và ngân hàng có thể chủ động kế hoạch hoá việc sử dụng nguồn vốn này vì tính có thời hạn của nguồn vốn. Mức lãi suất cụ thể phụ thuộc vào thời hạn gửi tiền và sự thoả thuận giữa ngân hàng và khách hàng trên cơ sở xem xét đến mức độ an toàn của ngân hàng cũng như quan hệ cung cầu về vốn tại thời điểm đó. Tuy nhiên, để tạo nên tính lòng cho loại tiền gửi có kỳ hạn và do đó mà hấp

dẫn khách hàng, ngân hàng có thể cho phép khách hàng được rút tiền trước hạn với những khoản phạt đáng kể (được hưởng lãi thấp hơn quy định).

Ở Mỹ và nhiều nước khác, tiền gửi có kỳ hạn còn được biến tướng dưới dạng các chứng chỉ tiền gửi (CDs), chủ yếu được phát hành cho các công ty và ngân hàng khác mua. CDs loại lớn là loại có thể đem bán lại ở thị trường thứ cấp trước khi đến hạn. Vì lý do đó, loại CDs này được các công ty, các quỹ tương trợ TTTT và các tổ chức tài chính khác nắm giữ như là tài sản thay thế cho các tín phiếu Kho bạc và những trái khoán ngắn hạn khác. Việc xuất hiện CDs là một cuộc cách mạng trong hoạt động ngân hàng. Các chủ ngân hàng giờ đây có trong tay công cụ huy động vốn chủ động theo nhu cầu sử dụng vốn mà không phụ thuộc hoàn toàn vào nhu cầu gửi tiền của khách hàng

+ Tiền gửi tiết kiệm:

Tiền gửi tiết kiệm là tiền để dành của dân cư được gửi vào ngân hàng nhằm mục đích hưởng lãi. Hình thức phổ biến và cổ điển nhất là loại tiền gửi tiết kiệm có sổ. Đối với loại tiền gửi này, người gửi tiền được ngân hàng cấp cho một cuốn sổ dùng để ghi tiền gửi vào và tiền rút ra. Đồng thời quyển sổ này cũng xác nhận số tiền đã gửi. Loại hình này vẫn còn tồn tại đến nay và trong những năm 90 nó có thể chuyển sang tài khoản séc dễ dàng. Do vậy nó có khả năng thanh toán rất cao. Ngoài ra ở nhiều nước còn có các loại tiền gửi tiết kiệm phổ biến chẳng hạn như chứng chỉ tiết kiệm (Savings certificates), trái phiếu tiết kiệm (Saving bonds).

Ở Việt Nam, các hình thức tiền gửi tiết kiệm phổ biến là:

- Tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn: Là loại tiền gửi mà khách hàng có thể gửi nhiều lần và rút ra bất cứ lúc nào.

- Tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn là loại tiền gửi được rút ra sau một thời hạn nhất định. Tuy vậy khách hàng có nhu cầu rút tiền trước hạn cũng có thể được đáp ứng với điều kiện được hưởng lãi suất thấp (thường bằng mức lãi suất tiền gửi tiết kiệm không kỳ hạn) hoặc thậm chí không được hưởng lãi. Các ngân hàng có thể áp dụng tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn thông thường (người gửi chỉ được hưởng lãi hoặc trong từng thời kỳ) và có thể áp dụng tiền gửi tiết kiệm có thưởng kèm theo lãi để khuyến khích nhân dân gửi tiết kiệm vào ngân hàng.

- Tiền gửi tiết kiệm có mục đích: thường là hình thức tiết kiệm trung và dài hạn nhằm mục đích xây dựng nhà ở. Những người tham gia loại hình tiết kiệm này ngoài việc hưởng lãi còn được ngân hàng cho vay nhằm mục đích bổ sung thêm vốn cho xây dựng nhà ở.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm được gọi chung là tiền gửi phi giao dịch. Chúng có đặc tính chung là được hưởng lãi và chủ những tài khoản này không được phát hành séc. Mức lãi suất của chúng thường cao hơn tiền gửi tài khoản séc bởi vì những người gửi tiền đó không được hưởng nhiều dịch vụ như đối với tài khoản séc.

Vốn tiền gửi là nguồn vốn chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng số nguồn vốn của NHTM, là nguồn vốn chủ yếu để ngân hàng kinh doanh. Chính vì vậy người ta gọi NHTM là ngân hàng ký thác hay ngân hàng tiền gửi.

- Vốn đi vay

Các NHTM có thể vay vốn từ NHTW, vay các ngân hàng hoặc TGTC khác và vay từ công chúng.

+ Phát hành các chứng từ có giá:

Trong hình thức này ngân hàng chủ động phát hành phiếu nợ để huy động vốn thường nhằm mục đích đã định, ví dụ phát hành kỳ phiếu để có tiền cho vay khắc phục hậu quả bão lụt, để cho vay thu mua nông sản, để đầu tư cho một dự án... Việc huy động vốn dưới hình thức phát hành kỳ phiếu được áp dụng theo hai phương thức:

i/ Phát hành theo mệnh giá: Trong hình thức này người mua trả tiền mua kỳ phiếu theo mệnh giá đã được ghi trên kỳ phiếu. Khi đến hạn ngân hàng sẽ hoàn trả vốn gốc và thanh toán lãi cho người mua kỳ phiếu;

ii/ Phát hành dưới hình thức chiết khấu: Nghĩa là người mua kỳ phiếu sẽ trả số tiền mua bằng mệnh giá trừ đi khoản lãi mà họ được hưởng. Khi đến hạn ngân hàng sẽ hoàn trả cho khách hàng theo mệnh giá của kỳ phiếu. Như vậy, nếu cùng một mức lãi suất như phương thức trên, thì trên thực tế, người mua kỳ phiếu theo phương thức này được hưởng một mức lãi suất cao hơn vì họ đã được nhận lãi trước hay nói cách khác họ phải mua kỳ phiếu với giá gốc nhỏ hơn mệnh giá.

+ Vay của NHTW:

Bất kỳ NHTM nào khi được NHTW cho phép thành lập hoạt động đều được hưởng quyền vay tiền tại NHTW trong trường hợp cần bổ sung nhu cầu vốn khả dụng. NHTW cấp tín dụng cho các NHTM chủ yếu dưới hai hình thức:

i/ Tái cấp vốn mà chủ yếu dưới hình thức tái chiết khấu các chứng từ có giá;

ii/ Cho vay thế chấp hay ứng trước.



Hình thức tái cấp vốn được NHNN Việt Nam thực hiện theo ba cách:

- i/ Cho vay lại theo hồ sơ tín dụng;
- ii/ Chiết khấu, tái chiết khấu thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác;
- iii/ Cho vay có đảm bảo bằng cầm cố thương phiếu và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác.

Khoản vay này liên quan đến lượng tiền trung ương, đến việc thực hiện CSTT của NHTW.

+ *Vay các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác:*

Một mục đích quan trọng của loại vay này là nhằm đảm bảo nhu cầu vốn khả dụng trong thời hạn ngắn. Trong quá trình hoạt động, một số NHTM có những ngày cho vay quá nhiều hoặc có nhu cầu lớn về các nghĩa vụ tài chính dẫn đến sự thiếu hụt dự trữ tại NHTW. Trong khi đó lại có một vài NHTM khác trong tình trạng thừa dự trữ. Hành vi vay lẫn nhau giữa các ngân hàng là nhằm điều hoà nhu cầu vốn khả dụng và đảm bảo nguồn vốn lưu chuyển liên tục trong hệ thống ngân hàng.

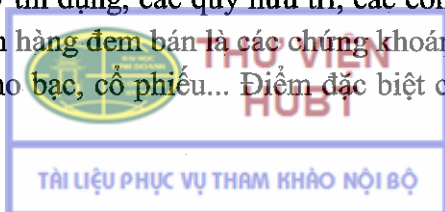
+ *Các nguồn vốn vay khác:*

* Tiền vay từ những công ty mẹ của ngân hàng (những công ty nắm giữ ngân hàng):

Ở các nước có nền kinh tế phát triển, một công ty hoặc tập đoàn kinh doanh có thể là chủ của một hoặc nhiều NHTM. Bởi vì khi ngân hàng phát hành trái phiếu hay giấy nợ để vay tiền trên thị trường, nó có thể chịu sự quản lý và ràng buộc của NHTW về dự trữ, lãi suất và thủ tục. Trong khi công ty mẹ thực hiện điều này, nó không phải bị ràng buộc bởi những điều đó vì bản thân nó không phải là một ngân hàng. Do vậy các công ty mẹ của ngân hàng thường thay thế nó phát hành trái phiếu công ty để huy động vốn, sau đó chuyển vốn huy động được về cho ngân hàng hoạt động dưới hình thức cho vay.

* Phát hành hợp đồng mua lại. Đây là những thoả thuận vay tiền từ các công ty.

Hợp đồng mua lại hay giấy thoả thuận mua lại (Repurchase Agreements-RPs) là một hợp đồng bán chứng khoán giữa ngân hàng và các đối tượng kinh doanh chứng khoán tương đối thừa tiền mặt như: các công ty tài chính, các quỹ tiết kiệm, các quỹ tín dụng, các quỹ hưu trí, các công ty chứng khoán... Chứng khoán mà ngân hàng đem bán là các chứng khoán mà nó đang đầu tư vào như trái phiếu Kho bạc, cổ phiếu... Điểm đặc biệt của hợp đồng này là



chỉ bán ra trong 1 ngày, 2 ngày hay một tuần, hai tuần. Sau đó ngân hàng được phép mua lại chính các loại chứng khoán mà nó đã bán với giá mua bằng giá đã bán cộng thêm chi phí giao dịch. Chính vì vậy, những hợp đồng này được gọi là hợp đồng mua lại. Người đã mua chứng khoán của ngân hàng chỉ được bán lại cho ngân hàng vào một thời gian đã thoả thuận, không được phép bán cho người khác.

Hợp đồng mua lại là một hình thức giải quyết vấn đề thiếu tiền mặt nhất thời cho NHTM. Chẳng hạn trường hợp thiếu tiền mặt bất ngờ cho những thương vụ đầu tư được ký kết, hoặc thiếu hụt dự trữ tại NHTW.... Ở các nước công nghiệp hiện nay, thời gian bán tối đa của hợp đồng này thường không quá hai tuần.

Khi ngân hàng bán chứng khoán ra theo kiểu hợp đồng mua lại nó sẽ thu tiền mặt về. Lượng tiền mặt này được xem như một khoản vay ngắn hạn từ thị trường bởi lẽ lượng chứng khoán mà ngân hàng xuất ra bán vẫn được coi như một bộ phận cấu thành của tài sản mà ngân hàng sẽ thu hồi. Còn khoản vay ngắn hạn này là một bộ phận của Nợ. Chủ thể mua chứng khoán là người cho vay, ngân hàng bán chứng khoán là người đi vay. Ngân hàng không bao giờ bán chứng khoán theo kiểu hợp đồng mua lại cho dân chúng, bởi vì nếu bán cho dân chúng sau này mất nhiều thời gian, hiệu quả không cao, không đáp ứng được nhu cầu tiền mặt cấp thiết trong ngắn hạn.

+ Vay nước ngoài:

Các NHTM cũng có thể tìm kiếm nguồn vốn hoạt động từ việc phát hành phiếu nợ để vay tiền ở nước ngoài. Do loại tiền sử dụng trong thanh toán quốc tế hiện nay là USD, cho nên vay tiền ở nước ngoài thường vay bằng USD. Đối với các NHTM ở Mỹ, đó là khoản vay mượn đôla châu Âu (tức là những khoản tiền gửi bằng đôla thuộc các ngân hàng nước ngoài hoặc những chi nhánh ở nước ngoài của các ngân hàng Mỹ). Vào những năm 1940, thị trường vay chủ yếu của các ngân hàng Mỹ là châu Âu nên đã phát sinh thuật ngữ đôla châu Âu (Euro Dollars) để chỉ các khoản vay USD từ châu Âu của các NHTM Mỹ.

Đến những năm 1960, các NHTM ở các nước Nhật Bản, Pháp, Đức, Anh cũng phát hành phiếu nợ để vay USD từ nước ngoài không chỉ ở châu Âu mà còn lan sang các thị trường giàu có USD khác, như các nước xuất khẩu dầu khí Trung Đông, Nam Mỹ, Đông Á.... Tuy nhiên thuật ngữ đô la châu Âu vẫn tiếp tục được sử dụng khá phổ biến ở phần lớn các ngân hàng trên thế giới để chỉ khoản nợ này.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

chỉ bán ra trong 1 ngày, 2 ngày hay một tuần, hai tuần. Sau đó ngân hàng được phép mua lại chính các loại chứng khoán mà nó đã bán với giá mua bằng giá đã bán cộng thêm chi phí giao dịch. Chính vì vậy, những hợp đồng này được gọi là hợp đồng mua lại. Người đã mua chứng khoán của ngân hàng chỉ được bán lại cho ngân hàng vào một thời gian đã thoả thuận, không được phép bán cho người khác.

Hợp đồng mua lại là một hình thức giải quyết vấn đề thiếu tiền mặt nhất thời cho NHTM. Chẳng hạn trường hợp thiếu tiền mặt bất ngờ cho những thương vụ đầu tư được ký kết, hoặc thiếu hụt dự trữ tại NHTW.... Ở các nước công nghiệp hiện nay, thời gian bán tối đa của hợp đồng này thường không quá hai tuần.

Khi ngân hàng bán chứng khoán ra theo kiểu hợp đồng mua lại nó sẽ thu tiền mặt về. Lượng tiền mặt này được xem như một khoản vay ngắn hạn từ thị trường bởi lẽ lượng chứng khoán mà ngân hàng xuất ra bán vẫn được coi như một bộ phận cấu thành của tài sản mà ngân hàng sẽ thu hồi. Còn khoản vay ngắn hạn này là một bộ phận của Nợ. Chủ thể mua chứng khoán là người cho vay, ngân hàng bán chứng khoán là người đi vay. Ngân hàng không bao giờ bán chứng khoán theo kiểu hợp đồng mua lại cho dân chúng, bởi vì nếu bán cho dân chúng sau này mất nhiều thời gian, hiệu quả không cao, không đáp ứng được nhu cầu tiền mặt cấp thiết trong ngắn hạn.

+ Vay nước ngoài:

Các NHTM cũng có thể tìm kiếm nguồn vốn hoạt động từ việc phát hành phiếu nợ để vay tiền ở nước ngoài. Do loại tiền sử dụng trong thanh toán quốc tế hiện nay là USD, cho nên vay tiền ở nước ngoài thường vay bằng USD. Đối với các NHTM ở Mỹ, đó là khoản vay mượn đôla châu Âu (tức là những khoản tiền gửi bằng đôla thuộc các ngân hàng nước ngoài hoặc những chi nhánh ở nước ngoài của các ngân hàng Mỹ). Vào những năm 1940, thị trường vay chủ yếu của các ngân hàng Mỹ là châu Âu nên đã phát sinh thuật ngữ đôla châu Âu (Euro Dollars) để chỉ các khoản vay USD từ châu Âu của các NHTM Mỹ.

Đến những năm 1960, các NHTM ở các nước Nhật Bản, Pháp, Đức, Anh cũng phát hành phiếu nợ để vay USD từ nước ngoài không chỉ ở châu Âu mà còn lan sang các thị trường giàu có USD khác, như các nước xuất khẩu dầu khí Trung Đông, Nam Mỹ, Đông Á.... Tuy nhiên thuật ngữ đô la châu Âu vẫn tiếp tục được sử dụng khá phổ biến ở phần lớn các ngân hàng trên thế giới để chỉ khoản nợ này.



Loại trái phiếu đôla châu Âu chỉ dùng để vay USD và khi đến hạn cũng trả vốn và lãi bằng USD. Thời gian đến hạn của loại trái phiếu này thường rất ngắn, dưới 3 tháng. Trong những TTTC lớn như New York, London, Paris, Frankfurt, Tokyo... loại trái phiếu này được xem không khác gì USD.

Ở nhiều nước (Hàn Quốc, Việt Nam, Thái Lan...) việc phát hành loại trái phiếu Euro Dollars chỉ được giới hạn vào một số ngân hàng đặc biệt như Ngân hàng Ngoại thương, Ngân hàng xuất nhập khẩu.

Vốn vay đã trở thành một nguồn vốn quan trọng của ngân hàng khi nó làm cho các ngân hàng chủ động hơn trong hoạt động kinh doanh. Việc áp dụng một chính sách lãi suất linh hoạt kèm theo các điều kiện phi lãi suất thích hợp đối với các công cụ nợ khi đi vay ngân hàng có thể chủ động đạt được nguồn vốn phù hợp với nhu cầu.

- *Vốn của ngân hàng*

Khoản mục cuối cùng trong nghiệp vụ tạo nguồn là vốn thuộc sở hữu của ngân hàng. Nó bằng hiệu số giữa tổng Tài sản với tổng Nợ. Ở Việt Nam, khoản mục vốn bao gồm hai bộ phận: Vốn tự có và coi như tự có.

+ *Vốn tự có*, bao gồm:

* Vốn điều lệ (hay vốn pháp định) là vốn mà NHTM phải có để đi vào hoạt động được ghi trong văn bản pháp qui. Tùy theo hình thức sở hữu mà nguồn vốn này được hình thành từ những nguồn khác nhau: Đối với NHTM quốc doanh, nguồn vốn này do Nhà nước cấp. Đối với ngân hàng cổ phần, nguồn vốn tự có được hình thành do phát hành cổ phiếu.

* Các quỹ dự trữ được trích từ lợi nhuận ròng hàng năm bổ sung vào vốn tự có: quỹ dự trữ để bổ sung vốn pháp định và quỹ dự trữ đặc biệt để dự phòng bù đắp rủi ro.

+ *Vốn coi như tự có* gồm phần lợi nhuận chưa chia, các quỹ khác chưa sử dụng có thể xem là phần vốn coi như tự có của NHTM, vì đó là những khoản tiền mà ngân hàng phải sử dụng vào mục đích nhất định nhưng chưa sử dụng.

Vốn của NHTM mang tính chất ổn định, nó thường chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng nguồn vốn của ngân hàng (khoảng dưới 10%), nhưng nó có một vị trí quan trọng, quyết định qui mô hoạt động của ngân hàng, là cơ sở để ngân hàng tiến hành kinh doanh, huy động vốn và cho vay. Người ta ví nó như một cái đệm để chống đỡ sự giảm giá trị của những tài sản của ngân hàng mà có thể đẩy ngân hàng đến tình trạng thiếu khả năng chi trả và phá sản.

*** Nghiệp vụ sử dụng Nguồn**

Nghiệp vụ này còn gọi là nghiệp vụ Tài sản, phản ánh việc sử dụng vốn của NHTM. Xuất phát từ đặc điểm nguồn vốn của ngân hàng, cơ cấu sử dụng vốn phải đảm bảo an toàn và sinh lời.

- Nghiệp vụ ngân quỹ:

Khoản mục này bao gồm các loại sau:

+ Tiền mặt tại quỹ gồm tiền giấy và tiền kim loại hiện có tại kho của ngân hàng. Nhu cầu dự trữ tiền mặt cao hay thấp tùy thuộc vào quy mô hoạt động của ngân hàng, nhu cầu rút tiền mặt của khách hàng và còn mang tính chất thời vụ.

+ Tiền gửi ở ngân hàng khác: nhiều ngân hàng nhỏ gửi tiền trong những ngân hàng lớn để đổi lấy nhiều dịch vụ khác nhau như thanh toán giữa các ngân hàng, giao dịch ngoại tệ, giúp mua chứng khoán. Các ngân hàng cũng có thể mở tài khoản ở ngân hàng khác để thực hiện các nghiệp vụ thanh toán.

+ Tiền gửi ở NHTW gồm tiền gửi dự trữ bắt buộc theo quy định của NHTW và tiền gửi thanh toán tại NHTW.

Các bộ phận trên hình thành nên phần dự trữ của NHTM. Mặc dù dự trữ của ngân hàng không tạo nên lợi nhuận nhưng nó đảm bảo khả năng thanh toán và các nghĩa vụ tài chính khác cho ngân hàng. Vì thế mà nó hạn chế rủi ro thanh khoản, nâng cao uy tín cho ngân hàng, tạo nền tảng vững chắc cho khả năng sinh lời của ngân hàng.

- Nghiệp vụ cho vay:

Nghiệp vụ cho vay là nghiệp vụ cung ứng vốn của ngân hàng trực tiếp cho các nhu cầu sản xuất, tiêu dùng trên cơ sở thoả mãn các điều kiện vay vốn của ngân hàng. Khi thực hiện nghiệp vụ cho vay, ngân hàng có thể kiểm soát trực tiếp và thường xuyên mục đích sử dụng tiền vay. Đối với các ngân hàng truyền thống, cho vay là nghiệp vụ sinh lời chủ yếu và được thực hiện thông qua các hình thức phổ biến sau:

+ Chiết khấu thương phiếu:

Chiết khấu thương phiếu là nghiệp vụ cho vay ngắn hạn trong đó ngân hàng mua những thương phiếu chưa đến hạn thanh toán của khách hàng với giá trị bằng giá trị thương phiếu trừ đi phần lợi tức chiết khấu và hoa hồng phí. Đến thời hạn thanh toán của thương phiếu. Ngân hàng đòi người mắc nợ thương phiếu theo giá trị của thương phiếu.



+ Cho vay ứng trước:

Tín dụng ứng trước là một thể thức cho vay được thực hiện trên cơ sở hợp đồng tín dụng, trong đó người đi vay được phép sử dụng một mức cho vay trong một thời hạn nhất định. Để thực hiện nghiệp vụ này, ngân hàng mở cho khách hàng một tài khoản cho vay, chuyển số tiền cho vay vào tài khoản đó để khách hàng sử dụng.

+ Cho vay vượt chi:

Đây là hình thức đặc biệt của tín dụng ứng trước, thực hiện trên cơ sở hợp đồng tín dụng, trong đó người vay được phép sử dụng dư nợ trong một giới hạn và thời hạn nhất định trên tài khoản vãng lai. Gọi là cho vay thấu chi vì về nguyên tắc, khách hàng luôn phải có số dư có trên tài khoản tiền gửi thanh toán để sẵn sàng chi trả và chỉ được chi trong số vốn đã có của mình. Như vậy ngân hàng đã tự động cho vay một số tiền theo nhu cầu thanh toán của khách hàng.

Nghiệp vụ này giúp cho khách hàng sử dụng vốn chủ động, tiện lợi nhưng ngân hàng phải theo dõi chặt chẽ tài khoản này để tránh vượt chi quá hạn mức. Nó thường được áp dụng cho những khách hàng có khả năng tài chính mạnh và có uy tín.

+ Tín dụng uỷ thác thu hay bao thanh toán (Factoring)

Đây là các dịch vụ do các Factor (công ty con của Ngân hàng) thực hiện khi họ mua lại các giấy nợ của các khách hàng để thanh toán hộ. Về mặt kỹ thuật, nghiệp vụ này gần giống chiết khấu thương phiếu. Nó giúp cho doanh nghiệp thu hồi vốn nhanh chóng. Ngân hàng thu được lãi do chênh lệch giá thanh toán và giá mua chứng từ nợ. Tuy nhiên nghiệp vụ này cũng nhiều rủi ro.

+ Cho vay thuê mua

Cho vay thuê mua là hình thức tín dụng trung, dài hạn được thực hiện thông qua việc cho thuê tài sản như máy móc, thiết bị, các động sản và bất động sản khác. Ngân hàng sẽ dùng vốn của mình để mua tài sản theo yêu cầu của người thuê và nắm giữ quyền sở hữu đối với tài sản cho thuê. Bên thuê sử dụng tài sản thuê và thanh toán tiền thuê trong suốt thời hạn thuê đã được hai bên thoả thuận và không được huỷ bỏ hợp đồng trước hạn. Khi hết thời hạn thuê, bên thuê được chuyển quyền sở hữu, mua lại hoặc tiếp tục thuê tài sản đó theo các điều kiện đã thoả thuận trong hợp đồng. Đây chính là một nghiệp vụ cho vay, bởi vì thay cho việc cho vay bằng tiền để khách hàng mua



tài sản, ngân hàng đã đứng ra mua và cho thuê lại. Số tiền thuê phải bù đắp được chi phí khấu hao, chi phí tài chính (ứng với lãi của số vốn ngân hàng bỏ ra mua tài sản), chi phí quản lý, lãi của người cho thuê (ngân hàng).

+ Tín dụng bằng chữ ký

Trong hình thức tín dụng này ngân hàng không trực tiếp cho khách hàng vay bằng tiền nhưng bằng uy tín (chữ ký) của mình, ngân hàng tạo điều kiện để khách hàng sử dụng vốn của người khác và đảm bảo thanh toán cho khách hàng. Cho nên nó là một hình thức tín dụng nhưng trong hạch toán, nó không làm thay đổi bằng quyết toán tài sản mà được hạch toán ngoại bảng.

Tín dụng chấp nhận là việc ngân hàng đứng ra chấp nhận thương phiếu cho khách hàng, hoặc là xác nhận việc đảm bảo thanh toán vốn của người trả tiền thương phiếu. Ở nghiệp vụ này ngân hàng đã cho mượn uy tín của mình để khách hàng vay vốn (người mua chịu được sử dụng vốn của người bán chịu hàng hoá).

Tín dụng bảo lãnh: Tín dụng bảo lãnh là việc ngân hàng đứng ra đảm bảo thực hiện một nghĩa vụ của khách hàng thay cho người được bảo lãnh nếu người này không thực hiện được nghĩa vụ. Điểm này được cụ thể hoá bằng văn bản của ngân hàng được gọi là thư bảo lãnh.

Ngân hàng thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh trong các trường hợp doanh nghiệp đề nghị bảo lãnh để tham gia dự thầu, bảo đảm thực hiện hợp đồng, bảo đảm hoàn trả tiền ứng trước, bảo đảm thanh toán, bảo đảm chất lượng sản phẩm theo hợp đồng, bảo đảm hoàn trả vốn vay...

+ Tín dụng tiêu dùng

Đây là hình thức tín dụng được thực hiện để tài trợ cho nhu cầu tiêu dùng của cá nhân. Tùy thuộc vào tình hình tài chính của mình mà người vay có nhu cầu vay khác nhau. Tín dụng tiêu dùng chủ yếu tài trợ cho việc mua sắm, sửa chữa, cải tạo, nâng cấp nhà ở, xe hơi, xe máy, các đồ dùng sinh hoạt đắt tiền...

- Nghiệp vụ đầu tư

Đầu tư vào chứng khoán là hình thức phổ biến trong nghiệp vụ sử dụng nguồn của các NHTM và các TCTD. Ngân hàng có thể đầu tư vào trái khoán Chính phủ hoặc trái khoán công ty để thu lợi tức đầu tư, do đó mang lại thu nhập cho ngân hàng. Nghiệp vụ này cũng nâng cao khả năng thanh toán cho ngân hàng, bảo tồn ngân quỹ, đặc biệt khi đầu tư vào trái khoán Chính phủ vì loại trái khoán này có tính lỏng rất cao. Đồng thời nó còn làm đa dạng hoá



các hoạt động kinh doanh của ngân hàng nhằm phân tán rủi ro và nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh của ngân hàng.

Ở Việt Nam, theo Luật các TCTD, ngoài việc đầu tư vào trái khoán, các TCTD được dùng vốn điều lệ và quỹ dự trữ để góp vốn, mua cổ phần của doanh nghiệp và của các TCTD khác.

- *Những tài sản Có khác*

Đó là những vốn hiện vật như nhà làm việc, máy tính và những trang thiết bị khác do ngân hàng sở hữu.

- *Các dịch vụ ngân hàng*

Các NHTM với chức năng vốn có thực hiện các dịch vụ thanh toán, kinh doanh ngoại hối, các nghiệp vụ uỷ thác và đại lý theo yêu cầu của khách hàng... Với xu hướng ngân hàng đa năng hiện nay, NHTM còn thực hiện các dịch vụ chứng khoán và bảo hiểm

Theo Luật các Tổ chức tín dụng của Việt Nam, hiện nay các dịch vụ mà ngân hàng được thực hiện bao gồm:

- + Dịch vụ thanh toán: Cung ứng các phương tiện thanh toán, thực hiện dịch vụ thanh toán trong nước dịch vụ thu và chi hộ và các dịch vụ thanh toán khác do NHNN quy định.

- + Kinh doanh ngoại hối và vàng trên thị trường trong nước và thị trường quốc tế khi được NHNN cho phép.

- + Thực hiện nghiệp vụ uỷ thác và đại lý trong các lĩnh vực liên quan đến ngân hàng, kể cả việc quản lý tài sản, vốn đầu tư của tổ chức, cá nhân theo hợp đồng.

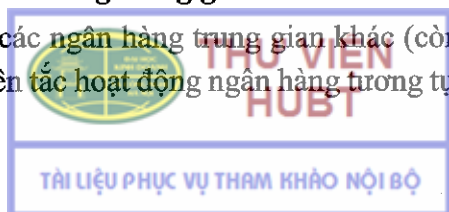
- + Cung ứng dịch vụ tư vấn tài chính, tiền tệ **cho** khách hàng.

Các dịch vụ khác liên quan đến hoạt động ngân hàng như bảo quản hiện vật quý, giấy tờ có giá, cho thuê tủ két, cầm đồ và các dịch vụ khác theo quy định của pháp luật.

Theo luật, ngân hàng và các TCTD ở Việt Nam còn được lập Công ty bảo hiểm để kinh doanh bảo hiểm và cung ứng các dịch vụ bảo hiểm theo quy định của pháp luật.

3.1.2.2. *Các ngân hàng trung gian khác*

Là ngân hàng, các ngân hàng trung gian khác (còn gọi là ngân hàng đặc biệt) tuân thủ nguyên tắc hoạt động ngân hàng tương tự như các NHTM. Tính



chất đặc biệt của nó so với NHTM thể hiện ở mục đích hoạt động và do đó cơ cấu nguồn vốn cũng như sử dụng vốn. Các ngân hàng ngân hàng hoạt động vì mục đích đặc biệt bao gồm: Ngân hàng phát triển, ngân hàng chính sách và ngân hàng hợp tác. Chúng ta sẽ nghiên cứu những đặc điểm cơ bản các loại hình ngân hàng này.

a. Ngân hàng phát triển

Trên thế giới, nhiều nước đã và đang có mô hình ngân hàng phát triển tồn tại song song với NHTM và các loại hình ngân hàng khác. Nhưng ở mỗi nước khác nhau thì tính chất và mục tiêu hoạt động cũng khác nhau tuy chúng có cùng một tên gọi. Tuy vậy hầu hết các nước đều thống nhất khái niệm sau: Ngân hàng phát triển là ngân hàng có chức năng chủ yếu là huy động các nguồn vốn trung và dài hạn dưới hình thức nhận tiền gửi, phát hành chứng từ có giá và vay vốn để đầu tư trung và dài hạn dưới hình thức cấp tín dụng, góp vốn mua cổ phần. Căn cứ vào mục tiêu đầu tư, có hai hình thức ngân hàng phát triển: một là, ngân hàng phát triển chuyên cho vay trung và dài hạn vào các dự án cơ sở hạ tầng hoặc các lĩnh vực kinh tế ưu tiên của Nhà nước (như Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc...). Hai là, ngân hàng phát triển chuyên hoạt động dưới hình thức hùn vốn góp vốn vào các doanh nghiệp nhỏ và vừa thuộc lĩnh vực tư nhân và cho vay trung, dài hạn các doanh nghiệp này.

- *Tính chất sở hữu:* Ngân hàng phát triển có thể được tổ chức dưới hình thức sở hữu Nhà nước với 100% vốn điều lệ thuộc NSNN, hoặc hình thức cổ phần mà Nhà nước nắm cổ phần chi phối. Nó cũng có thể là ngân hàng liên doanh với nước ngoài.

- *Mục tiêu hoạt động:* Ngân hàng phát triển hoạt động mang tính chất phục vụ sự nghiệp xây dựng và phát triển đất nước trên cơ sở tập trung vốn cho những khu vực kinh tế thiết yếu có tính chất quyết định đến sự phát triển kinh tế xã hội của quốc gia, mục tiêu lợi nhuận là thứ yếu. Vì thế mạng lưới tổ chức của ngân hàng phát triển không mở rộng, thông thường nó chỉ mở các chi nhánh ở những địa điểm trọng tâm.

- *Nguồn vốn:* Các ngân hàng phát triển huy chủ yếu huy động các nguồn vốn trung và dài hạn từ các nguồn tiền gửi có kỳ hạn của công chúng, phát hành các chứng khoán có giá để thu hút vốn, vay trên TTTT và vay ngắn hạn từ Ngân hàng Trung ương, tiếp nhận các khoản vốn từ Ngân sách cho mục tiêu phát triển. Có những nước (Đài Loan) ngân hàng phát triển còn có thể huy động tiền gửi không kỳ hạn từ những khách hàng nhận vốn đầu tư.



- *Sử dụng vốn*: Chủ yếu là cấp tín dụng trung và dài hạn (đôi khi có cấp các khoản tín dụng ngắn hạn như Đài Loan) cho các dự án đầu tư phát triển sản xuất, cho các doanh nghiệp; đầu tư vào cổ phiếu, hùn vốn bằng vốn tự có theo tỷ lệ quy định tùy từng nước; thực hiện bảo lãnh vay vốn, thanh toán, thực hiện hợp đồng, dự thầu và các hoạt động bảo lãnh khác cho cá nhân và các tổ chức kinh tế

Ngoài ra các ngân hàng phát triển có thể cung ứng các dịch vụ thanh toán và các dịch vụ đại lý, uỷ thác cho khách hàng.

b. Ngân hàng chính sách

Là ngân hàng của Nhà nước, hoạt động không vì mục đích lợi nhuận, phục vụ cho các đối tượng chính sách nhằm thực hiện các chính sách kinh tế xã hội nhất định của quốc gia.

- *Tính chất sở hữu*: Ngân hàng chính sách phải là ngân hàng quốc doanh thuộc sở hữu Nhà nước, hoặc ngân hàng cổ phần trong đó Nhà nước nắm cổ phần chi phối, các cổ đông còn lại là các doanh nghiệp Nhà nước. Điều này nhằm đảm bảo trách nhiệm và sự chủ động trong việc phục vụ các mục tiêu chính sách của Nhà nước.

- *Mục tiêu hoạt động*: Nhằm tài trợ vốn cho các đối tượng chính sách vì mục đích xã hội và phát triển kinh tế, nên ngân hàng chính sách hoạt động không vì mục tiêu lợi nhuận. Tuy nhiên muốn tồn tại và phát triển ngân hàng chính sách phải đảm bảo mục tiêu bảo toàn vốn trên cơ sở tính chất vay - trả song phẳng. Bên cạnh đó ngân hàng chính sách được hưởng các chế độ ưu đãi của Nhà nước như: cấp bù chênh lệch lãi suất, miễn giảm thuế, bù đắp rủi ro.

- *Nguồn vốn*: nguồn vốn hoạt động chủ yếu của ngân hàng chính sách là từ vốn NSNN, có thể coi đây là nguồn vốn cuối cùng đảm bảo cho ngân hàng chính sách hoạt động bình thường vì mục tiêu xã hội. Bên cạnh đó với tư cách là một ngân hàng, ngân hàng chính sách có thể huy động vốn từ xã hội bằng các hình thức: phát hành chứng từ có giá, huy động tiền gửi có kỳ hạn hoặc không kỳ hạn (và qua đó mà cung ứng các dịch vụ thanh toán cho khách hàng). Phần lãi suất chênh lệch giữa huy động và cho vay sẽ được cấp bù bởi Ngân sách. Đây là hai nguồn vốn chủ yếu, ngoài ra ngân hàng chính sách có thể tiếp nhận vốn từ các dự án tài trợ không hoàn lại hay vay nợ của Chính phủ và các tổ chức phi Chính phủ của các nước.

- *Sử dụng vốn*: Mục tiêu chủ yếu là phục vụ các đối tượng chính sách



(như người nghèo, sinh viên, lĩnh vực xuất nhập khẩu, lĩnh vực nông nghiệp...) theo các đặc điểm: Trước hết, vì hoạt động không nhằm mục tiêu lợi nhuận nên sự phân bổ vốn đầu tư phụ thuộc vào quy mô của dự án và định hướng chính sách. Thứ hai, thủ tục và điều kiện vay nói chung đơn giản và linh hoạt theo từng đối tượng vay. Thứ ba, lãi suất tiền vay thường quy định thấp hơn mức lãi suất thị trường với việc quy định thời hạn vay không quá khắt khe. Ngoài mục tiêu chủ yếu trên ngân hàng CS còn thực hiện nghiệp vụ bảo lãnh với chính sách ưu đãi cho các đối tượng thuộc diện chính sách.

c. Các tổ chức tín dụng hợp tác

Tổ chức tín dụng hợp tác là TCTD thuộc sở hữu tập thể hoặc cổ phần, được thành lập theo nguyên tắc tự nguyện bằng vốn góp của các thành viên và chủ yếu cho các thành viên vay nhằm mục tiêu tương trợ nhau phát triển sản xuất, kinh doanh và đời sống. Việc hình thành tổ chức tín dụng hợp tác là xu thế tất yếu trong nền kinh tế hàng hoá có cạnh tranh. Nó giúp cho các chủ thể kinh tế yếu về khả năng cạnh tranh cũng như quyền lực chi phối thị trường và khả năng xâm nhập vào thị trường vốn (như các lực lượng sản xuất cá thể, tư nhân, hộ gia đình, doanh nghiệp nhỏ) có khả năng ổn định và phát triển nhờ sự hợp tác và tương trợ về vốn cũng như các điều kiện tài chính khác.

Các tổ chức tín dụng hợp tác được tổ chức dưới nhiều hình thức khác nhau căn cứ vào đặc điểm cụ thể của từng nước. Nó có thể là ngân hàng quốc gia, ngân hàng tương hỗ, ngân hàng nhân dân, hợp tác xã tín dụng, quỹ tín dụng, trung tâm quốc gia về quỹ tiết kiệm và tương hỗ, công ty dịch vụ tài chính chuyên ngành...

- *Về tổ chức hệ thống*: Hệ thống tổ chức tín dụng hợp tác thường được chia thành 3 cấp: cấp cơ sở, khu vực và cấp trung ương, độc lập với nhau về tổ chức, hoạt động và tài chính. Tuy nhiên tổ chức tín dụng hợp tác khu vực có những hạn chế và trùng lặp nên xu hướng chung là biến thành chi nhánh của tổ chức tín dụng hợp tác trung ương (điển hình là ở Đức). Mặc dù vậy giữa các cấp này có mối liên hệ tự nguyện với nhau thông qua sự tương hỗ về vốn.

- *Nguồn vốn*: Các tổ chức tín dụng hợp tác hoạt động trên cơ sở các nguồn vốn sau:

+ **Vốn điều lệ**: là vốn góp của các thành viên, tối thiểu bằng mức vốn pháp định được quy định bởi các chủ thể điều tiết. Vốn điều lệ bao gồm:

Vốn xác lập là vốn góp để xác lập tư cách thành viên. Mức đóng góp này do đại hội thành viên quyết định và như nhau cho các thành viên.



Vốn thường xuyên: là vốn góp của các thành viên để kinh doanh tiền tệ, tín dụng theo hình thức phát hành cổ phiếu. Mức lãi sẽ được chia căn cứ vào số lượng vốn góp. Cổ phiếu có thể được chuyển nhượng, thừa kế theo Luật công ty,

Vốn huy động: Các tổ chức tín dụng hợp tác có thể huy động vốn dưới hình thức tiền gửi không kỳ hạn, có kỳ hạn hoặc tiền gửi tiết kiệm, theo các nguyên tắc huy động của NHTM. Tức là phải có mức lãi suất hấp dẫn, có các hình thức huy động vốn phong phú và phải tạo lập lòng tin đối với người gửi tiền.

+ **Vốn đi vay:**

Vay trong hệ thống qua các tổ chức tín dụng hợp tác cơ sở hoặc trung ương.

Vay từ các tổ chức tín dụng khác.

Vay NHTW.

- **Sử dụng vốn**

Cho vay: thực hiện cho vay đối với các thành viên có nhu cầu, bao gồm cả cho vay ngắn hạn và cho vay dài hạn phục vụ cho nhu cầu kinh doanh và tiêu dùng.

- **Các dịch vụ khác:**

+ Kinh doanh vàng bạc, cầm đồ.

+ Làm dịch vụ thực hiện vốn ủy thác của các tổ chức tài chính, tín dụng khác.

+ Làm dịch vụ thanh toán (séc, thẻ rút tiền tự động...)

+ Giao dịch và bảo hiểm chứng khoán.

+ Tư vấn tài chính...

Các tổ chức tín dụng hợp tác thực chất làm các nghiệp vụ như một ngân hàng và theo xu hướng một NHTM đa năng. Điểm khác biệt cơ bản giữa loại hình này và NHTM là ở hình thức sở hữu tập thể và mục tiêu hợp tác tương trợ cộng đồng. Có nghĩa là các tổ chức này thực hiện mục tiêu của mình thông qua hoạt động kinh doanh tiền tệ và làm dịch vụ ngân hàng. Tuy nhiên mức độ thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng khác nhau tùy loại hình tổ chức tín dụng hợp tác. Theo tinh thần Luật các tổ chức tín dụng của Việt Nam, tổ chức tín dụng hợp tác bao gồm: ngân hàng hợp tác, quỹ tín dụng nhân dân và HTX tín dụng. Mỗi loại hình có đặc thù riêng về tổ chức và hoạt động.

Hợp tác xã tín dụng là loại hình tổ chức tín dụng hợp tác sơ khai, hoạt động nghiệp vụ đơn giản, phù hợp với những nơi kinh tế hàng hoá chưa phát

triển và khả năng quản lý thấp. Đặc điểm chủ yếu của HTX tín dụng ở Việt Nam là chúng thuộc sở hữu tập thể và thành viên ban đầu là các hộ gia đình, các cá nhân; được thành lập để phục vụ cho phát triển sản xuất nông nghiệp và nông dân trong phạm vi một xã; hoạt động bị giới hạn trong một số nghiệp vụ ngân hàng nhất định, chỉ huy động vốn của xã viên và cho xã viên vay.

Quỹ tín dụng nhân dân là loại hình tổ chức phức tạp hơn với các nghiệp vụ phong phú hơn. Cụ thể, quỹ tín dụng nhân dân có thể thuộc sở hữu tập thể hoặc quỹ cổ phần; hệ thống tổ chức được chia thành 3 cấp: trung ương, khu vực và cơ sở liên hệ với nhau theo cơ chế tự nguyện hoặc bắt buộc (điều hoà vốn giữa các cấp hoặc qua các tổ chức phụ thuộc); trong hệ thống có những đơn vị thuộc hệ HTX, hoạt động không vì mục tiêu lợi nhuận và hệ doanh nghiệp, hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận; phạm vi hoạt động nghiệp vụ bao gồm huy động, cho vay và các dịch vụ ngân hàng cho các đối tượng là thành viên và không phải là thành viên, ở trong và ngoài địa bàn; hệ thống kiểm tra giám sát được yêu cầu gắt gao.

Ngân hàng hợp tác là loại hình cao nhất trong hệ thống các tổ chức tín dụng hợp tác. Nó là tổ chức thuộc sở hữu tập thể hoặc cổ phần được thành lập bởi các ngành nghề khác nhau trong nền kinh tế; ngân hàng hợp tác được thực hiện mọi nghiệp vụ và dịch vụ ngân hàng theo mô hình ngân hàng đa năng. Các ngân hàng có thể huy động vốn và cho vay cả các thành viên và không thành viên cũng như không giới hạn về địa bàn hoạt động.

Hộp 3.1: Tổ chức tín dụng hợp tác tại Việt Nam

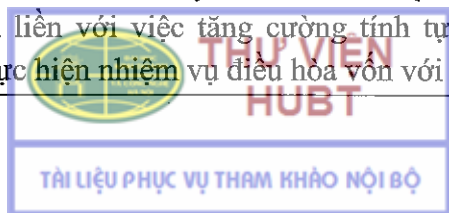
Loại hình tổ chức tín dụng hợp tác dưới hình thức hợp tác xã tín dụng ở Việt Nam xuất hiện từ năm 1956 ở miền Bắc và năm 1983 ở miền Nam. Cho đến năm 1985 hầu hết các xã đã có hợp tác xã tín dụng, với tổng số 7.160 cơ sở. Từ năm 1986 đến 1990 phát triển thêm gần 500 HTX tín dụng đô thị, đưa tổng số HTX tín dụng tới 7.700 trong cả nước. Ra đời và hoạt động trong cơ chế bao cấp, các HTX tín dụng thiếu sự tự chủ trong nguồn vốn và hoạt động. Nguồn vốn chủ yếu là sự tài trợ của NHNN và do đó các HTX tín dụng hoạt động như một đại lý của NHNN cơ sở, vì thế hiệu quả tương trợ và thúc đẩy sản xuất khu vực nông thôn rất hạn chế. Mặc dù hệ thống HTX tín dụng đã được sắp xếp lại sau khi hai Pháp lệnh ngân hàng có hiệu lực vào tháng 5/1990, nhưng hoạt động của nó chưa phát huy được vai trò tích cực đối với nền kinh tế và chưa lấy lại được lòng tin của nhân dân.



Từ năm 1993, một mô hình quỹ tín dụng nhân dân đã bắt đầu được thí điểm theo Quyết định số 390/Ttg ngày 27/7/93. Đây là mô hình dựa vào kinh nghiệm của Canada và có sự tham khảo kinh nghiệm của nhiều nước trên thế giới. Hành lang pháp lý hoạt động của tổ chức này là Luật hợp tác xã (1/1/ 1997), Luật NHNN và Luật các tổ chức tín dụng (2010). Mặc dù hoạt động ban đầu mới chỉ dừng lại ở huy động vốn và cho vay, nhưng quỹ tín dụng nhân dân bước đầu đã thể hiện được vị trí của nó trong việc cung cấp vốn cho các hộ gia đình và cá nhân thông qua hệ thống các quỹ từ trung ương đến cơ sở. Tính đến 30/09/2012, hệ thống QTDND cơ sở có 1.121 QTDND cơ sở hoạt động tại 56/63 tỉnh, thành phố và QTDND TW trải rộng 53 tỉnh, thành phố với 26 Chi nhánh và gần 100 Phòng giao dịch.

Vai trò, chức năng, nhiệm vụ của QTDND trung ương đối với hệ thống là rất quan trọng, nhưng nền tảng liên kết còn lỏng lẻo, sự ràng buộc gắn bó trên cơ sở trách nhiệm giữa QTDND trung ương và QTDND cơ sở chưa được thể chế hóa và phát huy đầy đủ. Do đó, việc tăng cường hơn nữa sự tự chủ, tự chịu trách nhiệm của nội bộ hệ thống QTDND thông qua hoạt động điều hòa vốn và hoạt động kiểm tra giám sát nội bộ trong hệ thống QTDND là một yêu cầu khách quan và hết sức cấp thiết. Ngày 26/11/2012, NHNN đã ban hành Thông tư số 31/2012/TT-NHNN quy định về hoạt động của Ngân hàng Hợp tác xã. Đây là bước cụ thể hóa những quy định về Ngân hàng hợp tác xã trong luật Các TCTD năm 2010, cũng là cơ sở để thực hiện Quyết định số 254/QĐ-TTg ngày 1/3/2012 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt đề án cơ cấu lại các TCTD giai đoạn năm 2011 – 2015. Theo điều 73-Luật các TCTD 2010 *“Tổ chức tín dụng hợp tác xã là loại hình tổ chức tín dụng được tổ chức theo mô hình hợp tác xã hoạt động trong lĩnh vực ngân hàng nhằm mục đích chủ yếu là tương trợ giữa các thành viên thực hiện có hiệu quả các hoạt động sản xuất, kinh doanh dịch vụ và cải thiện đời sống. Tổ chức tín dụng là hợp tác xã gồm ngân hàng hợp tác xã, quỹ tín dụng nhân dân”*.

Như vậy mô hình TCTD hợp tác xã chỉ có hai loại hình là Ngân hàng hợp tác xã và QTDND. Do đó, QTDNDTW sẽ chuyển sang hoạt động theo mô hình Ngân hàng Hợp tác xã. Việc chuyển đổi QTDNDTW thành Ngân hàng HTX không chỉ về mặt pháp lý mà với sự chuyển đổi này, chức năng nhiệm vụ của QTDNDTW có thay đổi căn bản. QTDNDTW phải hoàn thiện mô hình, gắn liền với việc tăng cường tính tự chủ, tự chịu trách nhiệm trong việc thực hiện nhiệm vụ điều hòa vốn với mục tiêu chủ yếu là



liên kết, bảo đảm an toàn của hệ thống thông qua việc hỗ trợ tài chính và giám sát hoạt động trong hệ thống QTDND. Đến ngày 04/06/2013, Ngân hàng Hợp tác (CO-OPBANK) được thành lập theo Giấy phép số 166/GP-NHNN của NHNN Việt Nam, thay thế mô hình QTDNDTW và hệ thống mạng lưới. Theo đó, Ngân hàng Hợp tác xã Việt Nam có trách nhiệm kế thừa và tiếp tục thực hiện mọi quyền lợi và nghĩa vụ, lợi ích hợp pháp cũng như có trách nhiệm xử lý mọi tồn tại, phát sinh từ QTDNDTW phù hợp với quy định của Luật các TCTD và quy định của pháp luật có liên quan.

3.1.3. Vai trò của ngân hàng trung gian

Vai trò của NHTM nói riêng và của các ngân hàng trung gian nói chung được thể hiện trong việc vận dụng các chức năng của nó và cụ thể hoá trong các hoạt động của ngân hàng. Khái quát lại, có thể nêu lên hai vai trò lớn sau đây:

Thứ nhất, các ngân hàng trung gian là công cụ quan trọng thúc đẩy sự phát triển của sản xuất lưu thông hàng hoá

Nhờ có hệ thống ngân hàng trung gian mà tiền tiết kiệm của các cá nhân, đoàn thể, các tổ chức được huy động vào quá trình vận động của nền kinh tế. Nó trở thành chất dầu “bôi trơn” cho bộ máy kinh tế hoạt động thông qua việc di chuyển nguồn lực của xã hội từ nơi chưa sử dụng, còn tiềm tàng vào quá trình sử dụng phục vụ cho sản xuất kinh doanh nâng cao mức sống xã hội. Thêm nữa, với vai trò làm trung gian thanh toán, ngân hàng đã thực hiện các dịch vụ thanh toán cho nền kinh tế từ đó thúc đẩy nhanh quá trình luân chuyển hàng hoá, luân chuyển vốn trong xã hội, tiết kiệm chi phí thanh toán cho từng cá nhân, doanh nghiệp, nâng cao hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế. Đồng thời ngân hàng cùng giám sát được các hoạt động kinh tế góp phần tạo ra một môi trường kinh doanh lành mạnh, tạo ra sự ổn định trong đời sống kinh tế xã hội.

Ngày nay, có thể nói mọi quan hệ kinh tế đến thực hiện thông qua quan hệ tiền tệ và chủ yếu là thông qua hoạt động của hệ thống ngân hàng bên cạnh các tổ chức tài chính phi ngân hàng.

Thứ hai, ngân hàng thương mại và các ngân hàng trung gian khác là công cụ thực hiện CSTT của NHTW

Với các chức năng của mình, NHTM là một trong các chủ thể tham gia vào quá trình cung ứng tiền, tạo ra một khối lượng phương tiện thanh toán rất lớn trong nền kinh tế. Để thực hiện CSTT, NHTW phải sử dụng các công cụ để điều tiết lượng tiền trong lưu thông, nhằm đạt được các mục tiêu của nền kinh tế

vĩ mô, đặc biệt là mục tiêu ổn định tiền tệ. Phần lớn các công cụ của CSTT chỉ được thực thi có hiệu quả với sự hợp tác tích cực và có hiệu quả của các NHTM, các ngân hàng trung gian khác như việc chấp hành quy định dự trữ bắt buộc, quy chế thanh toán không dùng tiền mặt và việc nâng cao hiệu quả cho vay và đầu tư. Thông qua hệ thống các ngân hàng trung gian, NHTW phát hành thêm tiền vào lưu thông, thực hiện các chính sách tín dụng, chính sách tỷ giá, chính sách lãi suất của Nhà nước để điều tiết các hoạt động của nền kinh tế.

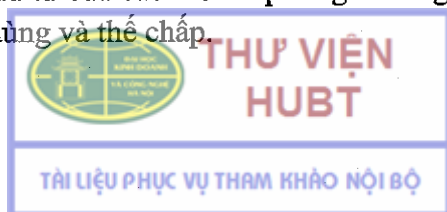
Hệ thống các ngân hàng trung gian trực tiếp cấp tín dụng cho nền kinh tế vì thế nó là tác nhân quan trọng nhất ảnh hưởng đến sức mua của nền kinh tế, tạo ra phương tiện thanh toán để lưu thông hàng hoá và các dịch vụ do nền kinh tế tạo ra. Vì vậy, hoạt động của các ngân hàng trung gian ảnh hưởng trực tiếp đến sự tăng trưởng của nền kinh tế, đến sự ổn định tiền tệ và ảnh hưởng đến những sự phát triển kinh tế xã hội khác. Ngược lại, các ngân hàng trung gian lại chịu sự quản lý của NHTW bằng các qui định cụ thể. Hoạt động của các ngân hàng trung gian chịu sự ràng buộc bởi CSTT của NHTW hay nói cách khác, nó phải hoạt động theo những qui định mà CSTT đã vạch ra và định hướng cho nó.

3.2. CÁC TRUNG GIAN TÀI CHÍNH PHI NGÂN HÀNG

3.2.1. Khái niệm

Trung gian tài chính phi ngân hàng là các tổ chức kinh doanh trong lĩnh vực tài chính - tiền tệ, được thực hiện một số hoạt động ngân hàng như là nội dung kinh doanh thường xuyên, nhưng không được nhận tiền gửi không kỳ hạn và không được cung ứng dịch vụ thanh toán. Các TGTC này bao gồm: Công ty bảo hiểm, quỹ trợ cấp, công ty tài chính và các quỹ đầu tư.

Cũng như các ngân hàng, các trung gian tài chính phi ngân hàng cũng có chức năng làm TGTC: huy động các món tiền gửi có kỳ hạn, đặc biệt là tiền tiết kiệm để đưa vào lĩnh vực đầu tư. Tuy nhiên, do không được nhận tiền gửi không kỳ hạn và thực hiện thanh toán cho khách hàng nên khác với các ngân hàng, các TGTC phi ngân hàng không tham gia vào quá trình tạo tiền gửi và không bị chi phối, điều hành một cách chặt chẽ bởi NHTW như các loại hình ngân hàng trung gian. Nếu như các khoản đầu tư của NHTM chủ yếu được thực hiện dưới hình thức đầu tư trực tiếp vào lĩnh vực sản xuất vật chất thì các khoản đầu tư của các TGTC phi ngân hàng chủ yếu là đầu tư tài chính, cho vay tiêu dùng và thế chấp.



Những đặc điểm trên cho phép chúng ta có thể phân biệt được ngân hàng với các TGTC khác khi nhìn vào bảng cân đối tài sản của chúng. Điều này đặc biệt có ý nghĩa trong công tác quản lý cũng như trong việc thúc đẩy sự phát triển của toàn hệ thống TGTC. Tuy vậy, ranh giới giữa các ngân hàng và các TGTC phi ngân hàng đang ngày càng bị xóa nhòa do những thay đổi trong cơ cấu và xu hướng pha trộn các hoạt động nghiệp vụ giữa các loại hình TGTC.

3.2.2. Các loại hình trung gian tài chính phi ngân hàng

Căn cứ vào những đặc trưng cơ bản về cơ cấu nguồn vốn và cơ cấu sử dụng vốn, các TGTC phi ngân hàng được chia thành hai loại: các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng và các trung gian đầu tư.

3.2.2.1. Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng là các tổ chức tài chính mà tài sản Nợ của nó được hình thành từ các hợp đồng, theo đó tổ chức này nhận được các khoản tiền nộp theo định kỳ, đồng thời có trách nhiệm chi trả cho những người sở hữu hợp đồng nếu và khi các sự kiện quy định trong hợp đồng nảy sinh. Các khoản tiền nhận được đều đặn theo định kỳ trong khi trách nhiệm chi trả chỉ diễn ra khi có các sự kiện nảy sinh. Sự chênh lệch về thời gian giữa thu và chi của các quỹ này tạo cơ hội cho nó có thể sử dụng số vốn tạm thời nhàn rỗi để đầu tư. Thuộc loại hình tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng có các công ty bảo hiểm và các quỹ trợ cấp hưu trí.

a. Công ty bảo hiểm

Công ty bảo hiểm là một TGTC mà hoạt động chủ yếu là nhằm bảo vệ tài chính cho những người có hợp đồng bảo hiểm trong trường hợp xảy ra rủi ro về tử vong, thương tật, tuổi già, tài sản hoặc các rủi ro khác.

Sự tồn tại và phát triển của các tổ chức bảo hiểm là tất yếu khi con người hàng ngày phải đối mặt với những rủi ro trong mọi lĩnh vực làm ảnh hưởng đến khả năng tài chính cá nhân. Đó có thể là một tai nạn, một vụ cháy, mất mát tài sản, một căn bệnh hiểm nghèo... Để chống đỡ những rủi ro tài chính trong những trường hợp này, người ta tham gia vào một hợp đồng bảo hiểm. Vậy các công ty bảo hiểm hoạt động dựa trên những quy tắc nào? Chúng ta sẽ tìm hiểu nội dung này trước khi đi vào các điều khoản bảo hiểm và các loại hình công ty bảo hiểm.

Các nguyên tắc bảo hiểm

Chúng ta có thể thấy rằng kết quả của một sự kiện cụ thể nào đó có thể



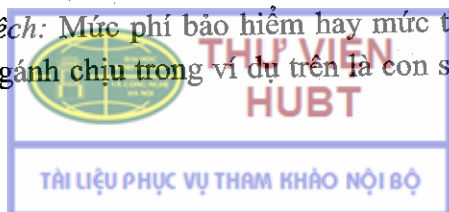
rất khó dự đoán. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, kết quả *trung bình* của một số lượng lớn các sự kiện thì lại có khả năng dự đoán rất cao. Luật số lớn chỉ ra rằng, khi ta chọn ngẫu nhiên các mẫu thử trong một quần thể, kích thước mẫu thử càng lớn thì các đặc trưng thống kê (trung bình, phương sai...) của mẫu thử càng gần với các đặc trưng thống kê của quần thể. Đây cũng chính là quy tắc mà các công ty bảo hiểm sử dụng trong hoạt động của mình.

Chúng ta xem xét một ví dụ để làm rõ việc áp dụng luật số lớn trong hoạt động bảo hiểm. Giả sử một công ty bảo hiểm cung cấp bảo hiểm mất trộm cho 100.000 hộ gia đình, hợp đồng bảo hiểm được gia hạn hàng năm. Khi đó, mỗi hộ gia đình được bảo hiểm đại diện cho một quan sát (với hai khả năng có thể xảy ra: bị mất trộm hoặc không bị mất trộm). Giả sử tỷ lệ mất trộm hàng năm là 1 trên 100 hộ và thiệt hại mỗi lần mất trộm là 2.500 USD. Do đó, trung bình mỗi năm sẽ có 1.000 hộ gia đình bị mất trộm với tổng thiệt hại là 2.500.000 USD. Điều này tương đương với việc mỗi hộ gia đình sẽ chịu thiệt hại trung bình là $2.500.000/100.000 = 25$ USD. Trong ví dụ này, công ty bảo hiểm đã sử dụng luật số lớn đối với 100.000 hộ gia đình để dự đoán số hộ gia đình sẽ bị mất trộm trong thực tế (do kích thước mẫu lớn nên con số này sẽ gần với số trung bình, tức là 1.000 hộ) và thiệt hại trung bình đối với mỗi hộ gia đình (25 USD). Do đó, nếu thu phí bảo hiểm 25 USD mỗi hộ gia đình thì công ty bảo hiểm này sẽ có khả năng chi trả tổng thiệt hại có thể xảy ra do mất trộm trong năm đó.

Như vậy, luật số lớn đã giúp công ty bảo hiểm trên ước lượng tổng thiệt hại có thể xảy ra, vốn là điều tưởng chừng không thể ước lượng được, từ đó giảm thiểu rủi ro mà công ty phải đối mặt. Tuy nhiên, quy luật này dù hoạt động tốt đến đâu cũng không thể loại bỏ hoàn toàn những rủi ro trong hoạt động bảo hiểm, bao gồm: biến động ngẫu nhiên; ước lượng chệch; và thay đổi tham số.

Biến động ngẫu nhiên: Trong ví dụ trên, luật số lớn chỉ cho chúng ta biết thiệt hại trung bình của mỗi hộ gia đình trong một năm là 25 USD. Tuy nhiên, điều này sẽ thay đổi qua các năm bởi mỗi năm chỉ đại diện cho một mẫu thử và trung bình mẫu sẽ biến động ngẫu nhiên xung quanh số trung bình của cả quần thể. Do đó, công ty bảo hiểm sẽ đôi lúc phải trải qua những “năm xấu” khi thiệt hại trung bình thực tế của mỗi hộ gia đình lớn hơn 25 USD và phí bảo hiểm không đủ để công ty chi trả cho những hộ gia đình thực tế bị mất trộm.

Ước lượng chệch: Mức phí bảo hiểm hay mức thiệt hại trung bình mà mỗi gia đình phải gánh chịu trong ví dụ trên là con số do công ty bảo hiểm



xác định dựa trên luật số lớn. Vậy điều gì sẽ xảy ra nếu công ty bảo hiểm xác định không đúng mức phí này? Nếu đánh giá quá cao mức thiệt hại, công ty bảo hiểm sẽ thu phí bảo hiểm cao và do đó sẽ đứng trước nguy cơ mất thị phần do khách hàng sẽ tìm đến những công ty bảo hiểm cung cấp dịch vụ tương tự nhưng với mức phí thấp hơn. Ngược lại, nếu đánh giá quá thấp mức thiệt hại, từ đó dẫn đến phí bảo hiểm quá thấp, công ty sẽ đối mặt với nguy cơ mất khả năng thanh toán bởi tổng phí bảo hiểm thu được không thể bù đắp tổng thiệt hại phát sinh.

Thay đổi tham số: Có một thực tế là các công ty bảo hiểm thường dựa vào hệ thống dữ liệu được xây dựng qua các năm để làm cơ sở xác định phí bảo hiểm. Tuy nhiên, việc sử dụng các dữ liệu quá khứ để đưa ra định hướng cho tương lai như vậy sẽ hàm chứa nhiều sai số bởi chúng còn phụ thuộc vào các điều kiện tự nhiên, xã hội, công nghệ... mà những yếu tố này lại thường xuyên thay đổi. Nếu các công ty bảo hiểm không sớm cập nhật dữ liệu và tính đến những thay đổi do các yếu tố khách quan đó thì các rủi ro trong hoạt động bảo hiểm sẽ là khó tránh khỏi.

Bên cạnh những rủi ro nói trên, hạn chế của nguyên tắc bảo hiểm còn có thể kể đến như nhóm khách hàng không đồng nhất, ảnh hưởng về hành vi của những người được bảo hiểm... và chúng không thể bị loại bỏ hoàn toàn trong thực tế. Tóm lại, bảo hiểm là một lĩnh vực hoạt động tiềm ẩn nhiều rủi ro và các công ty bảo hiểm chỉ có thể nỗ lực giảm bớt chúng bằng các biện pháp như mở rộng quy mô hoạt động, đa dạng hóa danh mục đầu tư và sử dụng tái bảo hiểm.

Các điều khoản bảo hiểm

Các công ty bảo hiểm, tương tự như các ngân hàng, thực hiện vai trò TGTC bằng cách sử dụng phí bảo hiểm thu được nhờ bán các hợp đồng bảo hiểm để đầu tư vào các tài sản, ví dụ như trái phiếu, cổ phiếu, các khoản vay thế chấp hoặc những món vay khác; đồng thời thanh toán cho những khiếu nại đòi bồi thường theo các hợp đồng đã bán. Do đó, tương tự như các ngân hàng, các công ty bảo hiểm cũng phải đối mặt với nguy cơ lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Lựa chọn đối nghịch xảy ra khi những người dễ nhận được tiền bảo hiểm là những người muốn mua bảo hiểm nhất. Ví dụ, một người đang mắc một chứng bệnh khó qua khỏi sẽ muốn mua một hợp đồng bảo hiểm nhân thọ lớn nhất có thể, vì thế công ty bảo hiểm có thể sẽ bị đặt trước những tổn thất tiềm ẩn to lớn. Rủi ro đạo đức xảy ra khi người được bảo hiểm không tích cực phòng ngừa rủi ro hoặc muốn rủi ro xảy ra để được thanh toán tiền bảo hiểm. Ví dụ,

một cá nhân có bảo hiểm mất trộm ô tô, có thể anh ta sẽ không thực hiện nhiều biện pháp để phòng tránh mất trộm bởi đã có công ty bảo hiểm đền bù phần lớn tổn thất nếu rủi ro đó xảy ra. Cả hai trường hợp trên đều có thể dẫn đến thiệt hại lớn cho các công ty bảo hiểm, do đó, một loạt các điều khoản bảo hiểm đã được đề ra để giảm thiểu nguy cơ lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức.

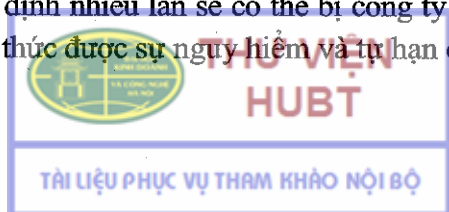
Sàng lọc: Để giảm bớt lựa chọn đối nghịch, các công ty bảo hiểm cố gắng sàng lọc những người có rủi ro cao và những người có rủi ro thấp khi họ nộp đơn xin bảo hiểm. Tương tự như việc các ngân hàng tính điểm tín dụng để đánh giá khách hàng muốn vay tiền, các công ty bảo hiểm cũng sử dụng những thông tin họ thu thập được để đánh giá mức độ rủi ro của khách hàng, từ đó đưa ra quyết định chấp nhận hoặc bác bỏ yêu cầu bảo hiểm.

Phí bảo hiểm rủi ro: Đối với các công ty bảo hiểm, việc thu phí bảo hiểm trên cơ sở mức độ rủi ro của người được bảo hiểm là một nguyên tắc quản lý đúng đắn. Rủi ro lựa chọn đối nghịch giải thích vì sao nguyên tắc này lại quan trọng đến như vậy đối với khả năng sinh lợi của công ty bảo hiểm. Rõ ràng, một người có rủi ro cao hơn sẽ phải chịu mức phí bảo hiểm cao hơn bởi khả năng công ty phải chi trả tiền đền bù cho họ cũng cao hơn những người khác.

Các điều khoản hạn chế: Các điều khoản hạn chế trong các hợp đồng bảo hiểm là một công cụ quản lý để giảm bớt rủi ro đạo đức bằng cách loại bỏ thái độ cư xử không mong muốn của khách hàng. Ví dụ, các công ty bảo hiểm nhân thọ có thể quy định không chi trả tiền bồi thường trong trường hợp người được bảo hiểm tự tử trong phạm vi hai năm đầu tiên kể từ khi hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực.

Phòng ngừa gian lận: Các công ty bảo hiểm cũng đối mặt với rủi ro đạo đức khi người được bảo hiểm có ý định gian lận và khiếu nại đòi bồi thường dù khiếu nại này không có căn cứ hoặc thực tế đã không xảy ra. Do đó, một nguyên tắc quản lý quan trọng cho các công ty bảo hiểm là thực hiện những cuộc điều tra ngăn ngừa gian lận, để chỉ những người khiếu nại có căn cứ mới nhận được bồi thường.

Hủy bỏ bảo hiểm: Các công ty bảo hiểm có thể hạn chế rủi ro đạo đức bằng cách áp dụng điều khoản hủy bỏ bảo hiểm nếu người được bảo hiểm thường xuyên có những hành vi khiến rủi ro dễ xảy ra. Ví dụ, một người lái xe bị phạt vì chạy quá tốc độ quy định nhiều lần sẽ có thể bị công ty bảo hiểm hủy bỏ hợp đồng trừ khi anh ta ý thức được sự nguy hiểm và tự hạn chế tốc độ.



Khoản khấu trừ: Khoản khấu trừ là một khoản tiền cố định được giảm bớt từ tổn thất của người được bảo hiểm khi được thanh toán, hay nói cách khác là phần tổn thất mà người được bảo hiểm phải gánh chịu cùng với công ty bảo hiểm khi khiếu nại đòi bồi thường được thực hiện. Do người được bảo hiểm cũng bị tổn thất khi rủi ro xảy ra nên họ sẽ có ý thức hơn trong việc phòng ngừa và do đó, rủi ro đạo đức đã được giảm xuống.

Đồng bảo hiểm: Khi người được bảo hiểm cùng gánh chịu một tỉ lệ tổn thất với công ty bảo hiểm, sự dàn xếp như vậy được gọi là đồng bảo hiểm. Ví dụ, một số chương trình bảo hiểm y tế đảm nhận 80% hóa đơn thanh toán và người được bảo hiểm thanh toán 20% sau khi đã tính đến khoản khấu trừ. Điều khoản này cũng có tác dụng giảm rủi ro đạo đức giống như cách thức mà các khoản khấu trừ tác động lên người được bảo hiểm.

Những giới hạn của số tiền bảo hiểm: Một nguyên tắc quan trọng khác của việc quản lý bảo hiểm là phải có những giới hạn đối với số tiền bảo hiểm được cung cấp, mặc dù có những khách hàng sẵn lòng thanh toán để có thêm tiền bồi thường nếu tổn thất xảy ra. Tiền bồi thường càng lớn thì người được bảo hiểm càng dễ tham gia vào những hoạt động nhiều rủi ro, do đó làm tăng rủi ro đạo đức. Do vậy, các công ty bảo hiểm phải luôn luôn đảm bảo rằng tiền bồi thường bảo hiểm của họ không cao đến mức để rủi ro đạo đức dẫn đến những tổn thất lớn cho công ty.

Các loại hình công ty bảo hiểm

Các hợp đồng bảo hiểm có thể do các công ty bảo hiểm nhân thọ cung cấp hoặc do các công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản cung cấp.

- Các công ty bảo hiểm nhân thọ

Hợp đồng bảo hiểm do công ty bảo hiểm nhân thọ cung cấp sẽ bảo vệ tài chính cho bản thân hoặc nhân thân của người có hợp đồng bảo hiểm. Có hai loại hợp đồng bảo hiểm nhân thọ.

* Hợp đồng bảo hiểm kỳ hạn: Người có hợp đồng này sẽ nhận được một nguồn tài chính từ công ty bảo hiểm, tùy theo giá trị hợp đồng khi hết thời hạn. Nếu trong kỳ hạn đó chẳng may họ gặp phải rủi ro thì bản thân hoặc gia đình họ cũng được chu cấp tài chính tùy thuộc vào giá trị hợp đồng và mức độ rủi ro mà họ gặp phải.

* Hợp đồng bảo hiểm trọn đời: Người có hợp đồng này sẽ được cấp một khoản thu nhập đều đặn hàng tháng kể từ khi nghỉ hưu hoặc mất sức lao động



cho đến hết đời. Trường hợp bị chết thân nhân của họ cũng được trợ cấp một khoản tiền tùy theo giá trị hợp đồng bảo hiểm.

Sự ra đời và lớn mạnh của các công ty bảo hiểm nhân thọ đã mang lại những lợi ích rất cơ bản cho cộng đồng. Trước hết đó là việc bảo vệ tài chính cho những người tham gia bảo hiểm. Bằng việc bán ra các hợp đồng bảo hiểm, họ đã tập trung được một khối lượng lớn các nguồn vốn tiết kiệm từ các cá nhân số vốn này ngoài việc dùng để bù đắp những tổn thất cho những người có rủi ro, còn được dùng để đầu tư hoặc cho vay, làm lợi cho những thành viên tham gia bảo hiểm. Như vậy việc huy động vốn tiết kiệm để cho vay, đầu tư sinh lời chính là lợi ích thứ hai mà các công ty bảo hiểm nhân thọ đem đến cho nền kinh tế.

Nguồn vốn mà các công ty bảo hiểm nhân thọ huy động được bao gồm:

- + Phí bảo hiểm từ các hợp đồng: Các công ty bảo hiểm nhân thọ bán ra các hợp đồng bảo hiểm với các mức độ bảo hiểm khác nhau tùy theo yêu cầu của khách hàng. Với một hợp đồng bảo hiểm, khách hàng sẽ được cung cấp một nguồn thu nhập khi có biến cố xảy ra hoặc khi tuổi già. Đối với công ty bảo hiểm thì nguồn tiền thu được từ việc bán ra các hợp đồng là rất lớn. Nó chi phối và quyết định hoạt động cơ bản của công ty bảo hiểm.

- + Thu nhập từ đầu tư: Lợi nhuận thu được từ các hoạt động đầu tư của công ty bảo hiểm cũng là nguồn vốn bổ sung hết sức quan trọng trong ngành bảo hiểm. Với những công ty lớn, hoạt động lâu năm, có vị thế lớn trong ngành thì nguồn vốn này có mức độ tăng trưởng nhanh và chiếm tỷ trọng tương đối lớn trong tổng nguồn vốn của công ty.

- + Các hợp đồng đầu tư bảo lãnh (GiC): Đây cũng là nguồn huy động quan trọng khác của ngành bảo hiểm. Các công ty bảo hiểm bán ra các hợp đồng đầu tư bảo lãnh với lời hứa trả lãi suất cố định dài hạn cho những người mua. Thực chất đây chính là việc huy động vốn dài hạn bằng cách phát hành GiC của công ty bảo hiểm. GiC cũng giống như chính chỉ tiền gửi (CD) của ngân hàng, nhưng lãi suất phải trả cho GiC thường rất cao, cho nên đây là nguồn vốn có nguy cơ rủi ro cao đối với các công ty bảo hiểm.

- + Các tài khoản riêng biệt của các doanh nghiệp, cá nhân, các quỹ trợ cấp, hưu bổng do công ty bảo hiểm quản lý: Nguồn vốn này không nằm trong tài khoản chung của công ty bảo hiểm. Họ quản lý, điều hành và kinh doanh đầu tư nguồn vốn này theo sự uỷ thác của các doanh nghiệp cá nhân. Các quỹ trợ cấp để được hưởng một phần thu nhập theo thoả thuận với các chủ đầu tư. Các chương trình hưu bổng, các khoản trợ cấp cho công nhân trong

các doanh nghiệp do công đoàn hoặc đại diện doanh nghiệp quản lý vì lợi ích của nhân công trong doanh nghiệp tạo nên phần lớn các tài khoản riêng biệt trong các công ty bảo hiểm.

Như vậy cùng với hợp đồng bảo hiểm, tài khoản riêng biệt và các loại GiC là nguồn huy động bổ sung vốn cho công ty bảo hiểm. Nó làm tăng tính cạnh tranh, phong phú hoạt động của công ty nhưng đồng thời cũng làm tăng nguy cơ rủi ro của ngành bảo hiểm hiện nay.

Trong chiến lược đầu tư vốn của mình, các công ty bảo hiểm nhân thọ dành phần lớn nguồn vốn cho đầu tư dài hạn, vì thực chất các khoản bồi thường của bảo hiểm nhân thọ thường phải chờ thời gian dài. Đa số người mua bảo hiểm muốn có hợp đồng bảo hiểm từ lúc còn trẻ, và thường nhận bồi thường sau rất nhiều năm hoặc tuổi già. Đặc điểm này cho phép công ty bảo hiểm có thể tiên liệu khá chính xác mức bồi thường cho từng thời gian. Chẳng hạn căn cứ vào tỷ lệ số người già trên tổng số khách hàng hoặc tỷ lệ tử vong trung bình ở các độ tuổi, ngành bảo hiểm nhân thọ có thể dự kiến được mức phí bồi thường trong thời gian đó và những thời gian tiếp theo. Phí bồi thường cùng một số chi trả thường xuyên khác tạo lên tài sản lưu hoạt mà công ty bảo hiểm buộc phải nắm giữ dưới dạng tiền mặt hoặc tiền gửi ngân hàng. Còn lại các nguồn vốn đều mang tính chất dài hạn cho nên công ty bảo hiểm dễ dàng thực hiện các đầu tư dài hạn, vừa mang lại lợi tức cao, vừa có tính cạnh tranh trên TTTC. Các loại đầu tư mà công ty bảo hiểm quan tâm thường bao gồm:

+ Chứng khoán Chính phủ: Công ty bảo hiểm tăng cường nắm giữ loại chứng khoán này vì sự an toàn cao và tính lỏng của nó. Do tài sản lưu hoạt của công ty thường được dự trữ ở mức thấp cho nên các chứng khoán Nhà nước rất được ưa chuộng trên thị trường thứ cấp sẽ là dự trữ thanh khoản bổ sung vì tính chất an toàn trong ngành bảo hiểm.

+ Trái phiếu công ty: Các loại trái phiếu mà công ty bảo hiểm nhân thọ quan tâm chủ yếu là trái phiếu của ngành công nghiệp và sản xuất chế tạo phát hành. Đặc biệt là những trái phiếu của các ngành công nghệ mới như công nghệ truyền thông, điện tử, tiện ích công cộng. Đầu tư vào trái phiếu là hoạt động quen thuộc và chiếm vị trí quan trọng hàng đầu trong ngành bảo hiểm hiện nay. Ở những nước phát triển, lượng trái phiếu công ty mà công ty bảo hiểm nắm giữ chiếm khoảng 40% tài sản của công ty bảo hiểm. Họ đầu tư một lượng rất lớn vào tài sản này vì khả năng lợi nhuận cao và ổn định mà chúng mang lại cho công ty.

+ Cổ phiếu công ty: Loại này chiếm một tỷ trọng đáng kể trong tổng tài sản của công ty bảo hiểm. Chúng mang lại thu nhập lâu dài nhưng cũng có nhiều nguy cơ. Vì chiến lược đầu tư tiềm năng và dài hạn mà các tài khoản riêng biệt chiếm chỗ chủ yếu trong loại đầu tư này.

+ Cho vay thế chấp về thương mại, nông nghiệp, bất động sản. Các công ty bảo hiểm nhân thọ thực hiện cho vay thế chấp được đảm bảo bằng bất động sản, trung tâm thương mại dịch vụ, cơ sở chế biến nông sản... vì lợi tức khá cao và vì chất lượng đầu tư bảo đảm. Hoạt động đầu tư này khá an toàn nhưng nó phải chịu một áp lực rất lớn trước tác động của lạm phát. Điều này khiến các công ty bảo hiểm phải xem xét một cách thận trọng hơn trước khi đưa ra các quyết định đầu tư theo hướng này.

+ Đầu tư trực tiếp vào bất động sản: Hoạt động này xảy ra nhằm đương đầu với thực trạng lạm phát kéo dài. Công ty bảo hiểm gia tăng sở hữu bất động sản cũng là một hình thức tự bảo vệ và tăng cường cho chiến lược đầu tư lâu dài của công ty.

+ Cho vay ứng trước đối với người được bảo hiểm: Loại này được áp dụng đối với những người có hợp đồng bảo hiểm trọn đời. Thực chất đây là hình thức nhận tiền thanh toán trước. Tuy số lượng không nhiều, nhưng vì quyền lợi của khách hàng, công ty bảo hiểm nhân thọ sẵn sàng cho vay và điều này đã gây ra không ít khó khăn đặc biệt là về vốn cho công ty.

- Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn

Khác với công ty bảo hiểm nhân thọ, công ty bảo hiểm tài sản - tai nạn chuyên cung cấp các hợp đồng bảo hiểm liên quan đến các rủi ro về tai nạn, sở hữu tài sản, thiết bị kinh doanh, sản phẩm nông nghiệp, tàu thuyền, các phương tiện giải trí và những tài sản giá trị khác. Người ta coi công ty bảo hiểm này như là một bách hoá tổng hợp với một phạm vi bảo hiểm rất rộng và phổ biến. Tuy nhiên, khác với lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ, các tổ chức bảo hiểm này phải đối mặt với một khó khăn rất lớn, đó là khả năng dự đoán chính xác mức bồi thường và thời điểm bồi thường. Ngoài ra tình trạng lạm phát cũng ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động này. Lạm phát làm tăng chi phí sửa chữa tài sản, chi phí y tế và các chi phí khác cho những người được bảo hiểm.

Nguồn vốn của công ty bảo hiểm tài sản - tai nạn chủ yếu là phí bảo hiểm từ các hợp đồng. Ngoài ra họ cũng có thu nhập từ các hoạt động đầu tư và các nguồn vốn khác, như dự trữ tổn thất, dự trữ bổ sung...



Từ nguồn vốn có được, công ty bảo hiểm này dành một phần đáng kể cho dự trữ tài sản lưu hoạt, gồm tiền mặt và tiền gửi ngân hàng. Phần còn lại được dùng vào các hoạt động đầu tư. Do tính chất bất định của các yêu cầu bồi thường nên công ty bảo hiểm phải có dự trữ một phần chứng khoán loại an toàn, có tính thanh khoản cao. Loại tài sản chủ yếu là trái phiếu của Chính phủ. Đây là loại tài sản được công ty bảo hiểm rất quan tâm vì chúng có thu nhập ổn định, khá an toàn và dễ tiêu thụ trên thị trường.

Một loại chứng khoán khác cũng chiếm vị trí quan trọng là trái phiếu công ty - đặc biệt là trái phiếu do các công ty tư nhân phát hành. Loại này được ưu tiên đầu tư vì chúng mang lại thu nhập ổn định, tương đối cao cho ngành bảo hiểm.

Ngoài ra, công ty bảo hiểm tài sản - tai nạn còn đầu tư một phần nhỏ vào cho vay thế chấp, chủ yếu là thế chấp thương mại văn phòng, trung tâm thương mại, cao ốc, nhà hàng lớn và một số ít là cho vay thế chấp dân cư.

Như trên đã nói, điều hết sức quan trọng đối với công ty bảo hiểm tài sản - tai nạn là việc chi trả bồi thường cho khách hàng một cách kịp thời trong mọi trường hợp, mà khối lượng tiền chi trả thì lại khó dự đoán trước. Vì vậy ưu tiên hàng đầu trong hoạt động đầu tư của họ là những đầu tư ngắn hạn, đầu tư vào tài sản "lỏng". Đây là một biện pháp quan trọng của công ty trong việc dự phòng, phân tán rủi ro. Vì vậy tỷ trọng tài sản chủ yếu của các công ty bảo hiểm này là các trái phiếu Chính phủ, trái phiếu của chính quyền địa phương hoặc trái phiếu tư nhân an toàn khác.

Hiện nay ngành bảo hiểm này cũng đang phải đối mặt với những khó khăn lớn. Đó là các tình trạng lừa đảo bảo hiểm, rủi ro gia tăng, thua lỗ trong đầu tư, thiên tai mất mùa và áp lực cạnh tranh nội bộ. Vấn đề này đã thúc đẩy các công ty bảo hiểm phải mở rộng quy mô hoạt động, đa dạng hoá các khoản mục đầu tư và xa hơn là các kế hoạch tái bảo hiểm, giảm chi phí, nâng cao chất lượng các quyết định quản trị và những kỹ thuật phòng thủ nhằm giảm thiểu nguy cơ rủi ro, bảo đảm an toàn trong toàn hệ thống.

b. Quỹ trợ cấp hưu trí

Một hệ thống trợ cấp hưu trí có thể được định nghĩa ngắn gọn như là một khuôn khổ thỏa thuận dựa trên quy chế của chính phủ hoặc hợp đồng tư nhân hoặc cả hai hình thức này, theo đó người lao động hoặc người sử dụng lao động sẽ đóng góp những khoản tiền nhất định trong suốt thời gian làm việc của họ để được nhận một khoản thu nhập thường xuyên (trợ cấp hưu trí) khi



về hưu hoặc mất sức lao động tạm thời. Quỹ hoạt động theo nguyên tắc: huy động vốn trực tiếp theo định kỳ với một tỷ lệ nhất định theo thu nhập của những người tham gia để trợ cấp và đầu tư vào các tài sản chính. Như vậy quỹ đóng vai trò là một TGTC thực hiện các chuyển đổi tài chính theo những mục tiêu nhất định.

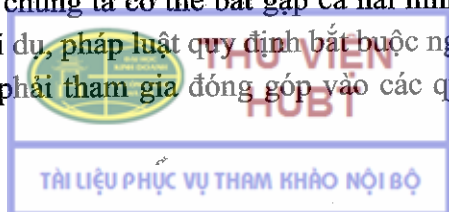
Mục đích và nguyên tắc hoạt động

Mục đích hoạt động của quỹ trợ cấp hưu trí là nhằm đảm bảo một mức thu nhập ổn định cho người lao động khi về hưu. Để đạt được mục đích này, giới chủ, người làm công và các tổ chức công đoàn, Chính phủ cùng nhau xây dựng kế hoạch lương hưu trí, trong đó quy định tỷ lệ đóng góp định kỳ, thường xuyên của những người lao động trong suốt thời gian họ còn đang làm việc. Chi phí trả cho người về hưu diễn ra hàng năm, có thể dưới hình thức trả một lần hoặc dưới hình thức trả đều đặn theo định kỳ. Dù trả dưới hình thức nào thì khả năng dự đoán về mức và thời gian chi trả của quỹ đều khá chính xác, nên nguồn vốn nhân rồi của các quỹ này thường được đầu tư vào các công cụ đầu tư dài hạn như cổ phiếu, trái phiếu công ty, trái phiếu Chính phủ hoặc cho vay cầm cố nhà cửa. Ngoài ra các quỹ này có thể đầu tư vào các tài sản có tính an toàn như tiền gửi ngân hàng hoặc các kỳ phiếu do ngân hàng phát hành. Như vậy, hoạt động của các quỹ hưu trí không những đảm bảo thu nhập thường xuyên ổn định cho những người về hưu mà còn là một TGTC di chuyển vốn nhân rồi đến tay các chủ thể đầu tư.

Cần phải lưu ý rằng hệ thống trợ cấp hưu trí này, xét trên một khía cạnh, là hoàn toàn tự nguyện, theo đó các cá nhân hoàn toàn tự do và dựa trên nguyện vọng của chính mình trong việc giao kết hợp đồng với các TGTC. Họ sẽ thực hiện hợp đồng này bằng cách đóng góp những khoản tiền định kỳ trong một khoảng thời gian nhất định và đổi lại sẽ được các TGTC này chi trả trợ cấp khi về hưu.

Tuy nhiên, xét trên một khía cạnh khác, một hệ thống trợ cấp như vậy có thể và nên được quy định bắt buộc bởi chính phủ, theo đó người lao động và cả người sử dụng lao động đều có nghĩa vụ đóng góp cho chính phủ (ví dụ đóng góp bảo hiểm quốc gia ở Anh) và chính phủ sẽ đóng vai trò là tổ chức chịu trách nhiệm chi trả trợ cấp hưu trí cho các công dân của mình.

Trong thực tế, chúng ta có thể bắt gặp cả hai hình thức này hoặc sự kết hợp giữa chúng. Ví dụ, pháp luật quy định bắt buộc người lao động và người sử dụng lao động phải tham gia đóng góp vào các quỹ trợ cấp hưu trí, tuy



nhiên, họ có thể tự do lựa chọn giữa những TGTC đã được chính phủ thông qua để giao kết và thực hiện các hợp đồng này. Vậy câu hỏi đặt ra là tại sao các quỹ trợ cấp hưu trí lại cần thiết đến như vậy trong khi các cá nhân hoàn toàn có thể tự đảm bảo cho tương lai của mình sau khi về hưu bằng cách lên kế hoạch tiết kiệm ngay từ khi còn đang làm việc? Và vai trò của chính phủ là gì khi can thiệp vào vấn đề này?

Để trả lời cho câu hỏi thứ nhất, chúng ta xuất phát từ thực tế là để tự đảm bảo cho thời gian hưu trí của mình, các cá nhân phải dự đoán chính xác số tiền họ sẽ cần đến và tiết kiệm đủ số tiền đó trước khi họ về hưu. Tuy nhiên, có thể nhận thấy cả hai việc này đều là những vấn đề khiến các cá nhân phải đau đầu. Thứ nhất, nếu một cá nhân muốn dự đoán số tiền anh ta sẽ cần đến khi nghỉ hưu thì điều đầu tiên anh ta phải biết là anh ta sẽ sống đến bao nhiêu tuổi. Bất cứ ai sống trên trái đất này đều mong muốn kéo dài tuổi thọ càng lâu càng tốt, tuy nhiên, điều đó có vẻ không đúng trong trường hợp này, khi một cá nhân sống lâu hơn anh ta dự đoán và số tiền tiết kiệm trước đó đã được dùng hết. Đây chính là *rủi ro tuổi thọ* mà cá nhân đó phải đối mặt, điều mà lẽ ra anh ta đã tránh được nếu tham gia vào các quỹ trợ cấp hưu trí bởi tiền trợ cấp sẽ vẫn được chi trả đều đặn đến khi nào anh ta vẫn còn sống. Thứ hai, dù cho cá nhân đó có thể dự đoán chính xác tuổi thọ của mình thì anh ta vẫn phải đối mặt với *rủi ro đầu tư*, bởi nhằm mục đích đảm bảo một mức sống bình thường khi về hưu, anh ta sẽ phải tính toán mức độ tiết kiệm trong thời gian còn làm việc, bao gồm cả việc dự đoán mức sinh lời mà khoản tiết kiệm đó mang lại trước và sau khi anh ta về hưu. Nếu mọi chuyện diễn biến theo chiều hướng xấu, tức là anh ta dự đoán sai, thì sự phát hiện cũng là quá muộn để có thể thay đổi được. Tuy nhiên, rủi ro này cũng có thể được tránh khỏi nếu anh ta tham gia vào các quỹ trợ cấp hưu trí, bởi các quỹ này luôn có lợi thế về quy mô so với các cá nhân, họ sẽ có những danh mục đầu tư đa dạng hơn và đội ngũ quản lý có chuyên môn hơn, nhờ đó có thể đảm bảo khả năng chi trả cho các thành viên của mình.

Như vậy, rủi ro tuổi thọ và rủi ro đầu tư đã giúp chúng ta hiểu được nguyên nhân tại sao các cá nhân nên tự nguyện tham gia vào các quỹ trợ cấp hưu trí. Tuy nhiên, chúng không đưa ra cho chúng ta lời giải thích nào về vai trò của chính phủ. Vậy liệu có nguyên nhân nào khiến sự can thiệp của chính phủ trong lĩnh vực này trở nên quan trọng hay không? Chúng ta sẽ xem xét bốn vấn đề để trả lời cho câu hỏi này.

Lựa chọn đối nghịch: Lợi ích của việc tham gia vào các quỹ trợ cấp hưu

trí đã được chứng minh thông qua rủi ro tuổi thọ và rủi ro đầu tư, tuy nhiên, không phải thành viên nào tham gia cũng đều nhận được cùng một mức lợi ích. Ví dụ, ông X và ông Y đang cùng cân nhắc việc tham gia vào một quỹ trợ cấp hưu trí. Ông X có sức khỏe rất tốt và kỳ vọng sẽ có tuổi thọ cao. Ông Y, ngược lại, đang mắc một số căn bệnh khiến tuổi thọ bị rút ngắn lại. Nếu cả hai người cùng tham gia đóng góp như nhau thì rõ ràng, lợi ích mà ông X nhận được từ trợ cấp hưu trí sẽ lớn hơn ông Y và quỹ trợ cấp sẽ phải chi trả nhiều hơn trong trường hợp ông X. Điều này dẫn đến một nghịch lý là quỹ trợ cấp sẽ mong muốn có khách hàng như ông Y hơn, tuy nhiên, ông X mới là người có nhu cầu hợp tác với quỹ nhất. Tóm lại, những khách hàng có rủi ro càng cao thì càng muốn tham gia quỹ trợ cấp và một thất bại thị trường có thể sẽ xảy ra nếu phần đóng góp của họ không đủ để các quỹ chi trả trợ cấp cho họ trong thời gian hưu trí. Thất bại này chỉ có thể được khắc phục khi chính phủ quy định bắt buộc các cá nhân đều phải tham gia đóng góp và nhờ đó, rủi ro lựa chọn đối nghịch bị đẩy lùi.

Thiếu công bằng và rủi ro đạo đức: Tương lai là điều không chắc chắn và mỗi chúng ta đều già đi chỉ một lần. Khi đã về hưu, sẽ không ai có cơ hội sửa chữa sai lầm của bản thân khi nhận ra chúng ta đã tiết kiệm quá ít trong thời gian còn làm việc. Và khi điều đó xảy ra, khó có chính phủ nào chấp nhận việc để dân chúng sống phung phí khi còn trẻ và rơi vào cảnh túng thiếu lúc về già, họ sẽ phải trợ cấp cho bộ phận dân chúng này và bù đắp bằng việc thu thuế. Điều này sẽ gây ra sự thiếu công bằng giữa các nhóm dân cư khác nhau khi người đóng góp không phải là người hưởng lợi. Bên cạnh đó, hành động này của chính phủ còn bị lo ngại sẽ gây ra rủi ro đạo đức bởi một khi dân chúng yên tâm rằng họ sẽ được chính phủ trợ cấp khi về hưu thì không có động cơ nào khiến họ phải tiết kiệm quá nhiều khi còn trẻ. Do đó, xét ở khía cạnh này, sự can thiệp của chính phủ không mang lại nhiều ý nghĩa tích cực cho xã hội.

Xóa đói giảm nghèo và phân phối lại thu nhập: Cho dù các cá nhân trong xã hội đều ý thức được tầm quan trọng của việc tiết kiệm cho quãng thời gian hưu trí thì không phải bất cứ ai cũng có điều kiện để làm được điều này, có thể kể đến như những người lao động có thu nhập thấp, làm công việc tạm thời hoặc công việc bị gián đoạn do bệnh tật, trách nhiệm với gia đình hoặc thất nghiệp... Nếu bộ phận người lao động này vẫn nhận được trợ cấp hưu trí đầy đủ thì các quỹ sẽ phải sử dụng một phần tài sản của mình để chi trả, và do lượng tài sản này không đến từ phần đóng góp của bộ phận lao động đó nên sự sắp đặt như vậy thể

hiện ý nghĩa xóa đói giảm nghèo và phân phối lại thu nhập giữa các nhóm dân cư trong xã hội. Ý nghĩa này càng được thể hiện rõ nét hơn nếu người sử dụng lao động cũng phải tham gia đóng góp vào quỹ trợ cấp hưu trí để góp phần đảm bảo đời sống của người lao động khi về hưu. Một lần nữa, chính phủ có thể thể hiện vai trò của mình bằng cách quy định đối tượng, mức độ cũng như cách thức đóng góp vào các quỹ trợ cấp hưu trí trong xã hội.

Đoàn kết xã hội: Một động lực khác nữa của các quỹ trợ cấp hưu trí là tăng cường đoàn kết xã hội. Chúng ta đang sống trong một xã hội văn minh và sẽ là việc nên làm khi chúng ta quan tâm đến đời sống của những người xung quanh, đặc biệt là những người đang ở vào giai đoạn dễ bị tổn thương nhất về mặt sức khỏe và tâm lý, đó là những người già. Do vậy, việc chia sẻ một phần lợi ích của mình để giúp họ không phải chịu cảnh túng thiếu và cơ cực sẽ giúp các thành viên trong xã hội cảm thấy gắn kết và có trách nhiệm hơn với cộng đồng xung quanh. Rõ ràng, xã hội càng phát triển thì những hành động như vậy càng có ý nghĩa và chính phủ nên đóng vai trò tuyên truyền, khích lệ để không những đời sống nhân dân được bảo đảm mà xã hội cũng ngày càng văn minh, tiến bộ hơn. Việc thúc đẩy đoàn kết xã hội thông qua các quỹ trợ cấp hưu trí có thể biểu hiện ở nhiều hình thức, ví dụ quỹ có thể được điều hành bởi chính phủ và được tài trợ bởi nguồn thu thuế hoặc hoạt động dựa trên khuôn khổ pháp lý do chính phủ đề ra...

Tóm lại, dù không phải lúc nào cũng có tác động tích cực trong hoạt động của các quỹ trợ cấp hưu trí nhưng vai trò của chính phủ trong việc điều hành, quản lý và đề ra khuôn khổ pháp lý là không thể phủ nhận. Do đó, bên cạnh việc để các cá nhân trong xã hội tự nguyện tham gia đóng góp vào các quỹ hưu trí thì chính phủ vẫn nên can thiệp nhằm đảm bảo các nguyên tắc hoạt động của quỹ và đời sống nhân dân của mình.

Đặc điểm của quỹ trợ cấp hưu trí

Các quỹ trợ cấp hưu trí có thể được tách biệt rõ rệt với các TGTC khác dựa trên các nguyên tắc xác định nguồn tài trợ và mức trợ cấp chi trả cho từng thành viên của quỹ.

Nguyên tắc xác định nguồn tài trợ: Tại nhiều nước trên thế giới hiện nay, bao gồm cả Việt Nam, các quỹ trợ cấp hưu trí hoạt động theo mô hình “pay-as-you-go”, nghĩa là tiền lương hưu chi trả cho những người đã về hưu ở thời điểm hiện tại được lấy từ những đóng góp cho quỹ lương hưu của những người đang lao động. Tuy nhiên, hệ thống này về mặt lý thuyết và thực tiễn đã bộc lộ tính không bền vững trong dài hạn, thể hiện ở những khía cạnh sau:

Thứ nhất, việc huy động đóng góp của lao động hiện tại để chi trả trợ cấp cho những người đã về hưu (đã đóng góp trước đó) sẽ vẫn phát huy hiệu quả khi lượng đóng góp cao hơn lượng chi trả. Tuy nhiên, đối với những quốc gia có quá trình già hóa dân số nhanh, đặc biệt là các nước phát triển, thì lượng đóng góp có thể sẽ không đủ bù đắp lượng chi trả, dẫn đến hậu quả mức trợ cấp hưu trí trung bình một người sẽ giảm mạnh và có thể không đủ đảm bảo một mức sống bình thường cho họ.

Thứ hai, mức đóng góp và mức chi trả của quỹ trợ cấp hưu trí cũng cho thấy sự mất cân bằng trong dài hạn khi mà mức sống và tuổi thọ trung bình đang ngày càng tăng lên, thời gian nghỉ hưu trung bình cũng kéo dài thêm. Điều này đồng nghĩa với việc các quỹ sẽ phải chi trả mức trợ cấp ngày càng lớn và có nguy cơ vượt quá khả năng tài chính của quỹ.

Thứ ba, mô hình này cũng cho thấy sự không công bằng giữa các thế hệ khi mà gánh nặng trợ cấp hưu trí ngày càng lớn và người chịu trách nhiệm đóng góp với mức ngày càng cao lại là thế hệ trẻ.

Những bất ổn của mô hình “pay-as-you-go” cho thấy chúng ta cần xây dựng một mô hình quỹ trợ cấp hưu trí mới có tính cân bằng về mặt tài chính trong dài hạn cũng như cân công bằng hơn giữa các thế hệ, nếu không những hệ lụy mà xã hội có thể phải gánh chịu sẽ khó lường hết được.

Nguyên tắc xác định mức trợ cấp: Các chương trình trợ cấp hưu trí hiện nay xác định mức trợ cấp chi trả cho các thành viên theo hai nguyên tắc:

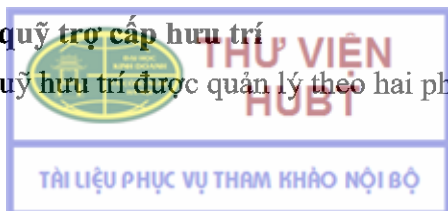
- Căn cứ vào mức độ đóng góp (defined contribution scheme): đây là nguyên tắc trong đó số tiền nhận được của những người tham gia phụ thuộc vào số tiền đã đóng góp và khoản tiền lãi từ việc đầu tư các khoản đóng góp đó.

- Căn cứ vào mức độ trợ cấp (defined benefit scheme): là nguyên tắc trong đó số tiền người tham gia được hưởng khi về hưu được xác định căn cứ vào thời gian làm việc và mức lương của người đó. Nguyên tắc này có hạn chế là có thể xảy ra trường hợp số tiền mà người tham gia đóng góp không đủ để trả cho số tiền mà họ sẽ nhận được sau khi về hưu.

Ngoài ra, các chương trình trợ cấp hưu trí còn có quy định về thời gian tối thiểu phải tham gia đóng góp hoặc số năm tối thiểu phải làm việc tại một công ty để được nhận trợ cấp từ quỹ trợ cấp hưu trí của công ty đó.

Các loại hình quỹ trợ cấp hưu trí

Hiện nay các quỹ hưu trí được quản lý theo hai phương thức:



- Chương trình trợ cấp riêng do các công ty kinh doanh lớn lập ra. Các quỹ này được lập ra vì lợi ích của nhân công trong công ty. Quỹ được quản lý bởi một ngân hàng, một công ty bảo hiểm nhân thọ hoặc một người quản lý chuyên trách. Mục đích của quỹ là thực hiện chương trình trợ cấp cho nhân công khi họ có đủ thời gian làm việc tối thiểu cho công ty. Trường hợp không đủ thời gian làm việc theo quy định, dù là tự ý ra đi hoặc bị thải hồi, đều không được hưởng quyền trợ cấp. Cái khó khăn của chương trình này là các khoản đóng góp và thu nhập của quỹ qua các năm không đủ để trả trợ cấp khi đến kỳ hạn thanh toán và các quỹ có nguy cơ thua lỗ kéo dài. Để khắc phục tình trạng đó, Nhà nước thường là người tham gia đóng góp với tư cách hỗ trợ cho các chủ doanh nghiệp để đảm bảo thu nhập hưu trí cho những người làm công.

- Chương trình trợ cấp công cộng được quản lý bởi Chính phủ. Theo chương trình này hầu hết mọi cá nhân làm công ăn lương đều được nhận trợ cấp hưu trí. Đây là chương trình trợ cấp quan trọng nhất mà người ta quen gọi là bảo hiểm xã hội. Vốn của chương trình thu được từ đóng góp định kỳ của những người lao động được tính theo một tỷ lệ nhất định trên mức lương của họ. Các khoản trợ cấp bảo hiểm xã hội bao gồm tiền thu nhập hưu trí, tiền thanh toán y tế và trợ cấp mất sức lao động. Chương trình này hoạt động như một chương trình trợ cấp riêng nhưng đến nay nó cũng rơi vào tình trạng thiếu vốn khi nhu cầu thanh toán ngày càng tăng lên. Điều này xảy ra khi chương trình kế hoạch hoá sinh đẻ được thực hiện tốt cùng với mức sống và các điều kiện y tế được cải thiện, tỷ trọng người về hưu - những được hưởng trợ cấp so với số người đang làm việc tăng lên thì quỹ sẽ lâm vào tình trạng thiếu hụt. Đây là điểm đáng lo ngại trong việc thực hiện chính sách xã hội mà các Chính phủ đang cố gắng để can thiệp. Đến một lúc nào đó thì các khoản trợ cấp sẽ được thanh toán theo những đóng góp hiện hành.

3.2.2.2. Các trung gian đầu tư

Các trung gian đầu tư cũng là một loại hình TGTC thực hiện việc huy động vốn bằng cách phát hành các loại chứng từ có giá như tín phiếu, trái phiếu..., đồng thời sử dụng vốn vào các mục đích riêng biệt vì quyền lợi của các chủ đầu tư. Đặc trưng của các tổ chức này là huy động vốn trung dài hạn để đầu tư vào một số lĩnh vực chuyên môn hóa mà họ có lợi thế để giảm áp lực cạnh tranh từ phía các ngân hàng.

Cùng với ngân hàng, các trung gian đầu tư tạo ra nguồn vốn cho những nhà đầu tư nhỏ không có đủ điều kiện trực tiếp tham gia vào TTCK, đồng thời



tạo nên áp lực cạnh tranh đối với các NHTM. Các trung gian đầu tư bao gồm hai loại hình cơ bản: công ty tài chính và các quỹ đầu tư.

a. Công ty tài chính

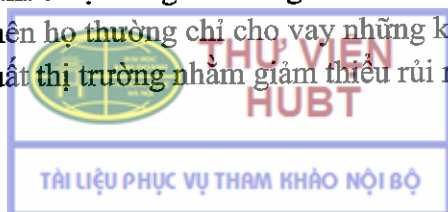
Công ty tài chính là TGTC hình thành nguồn vốn bằng cách huy động tiền gửi có kỳ hạn hoặc phát hành các chứng khoán nợ hay vay của các ngân hàng. Nguồn vốn huy động được sử dụng để cho vay ngắn, trung và dài hạn các đối tượng sản xuất hoặc tiêu dùng, thực hiện nghiệp vụ factoring hoặc thuê mua. So với các NHTM, các công ty tài chính không chịu sự điều tiết khắt khe của NHTW nên nó có thể cung ứng các khoản tín dụng hấp dẫn hơn cho khách hàng. Tuy nhiên, một trong những hạn chế của các công ty tài chính so với các NHTM là không được thực hiện dịch vụ thanh toán và nhận tiền gửi dưới một năm. Để khắc phục hạn chế này, các công ty tài chính hiện nay đã phát triển thêm nhiều dịch vụ mới như dịch vụ nhận ủy thác vốn, nhận ủy thác đầu tư bao thanh toán, thu xếp vốn,... cho cả ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Những dịch vụ này đã giúp các công ty tài chính thực hiện được các dịch vụ khác tương tự như một NHTM.

Các công ty tài chính thường do các công ty kinh doanh lớn lập ra và đó là các công ty tài chính phụ thuộc. Một số khác thì hoạt động độc lập và được tổ chức dưới dạng công ty cổ phần.

Mục tiêu của công ty tài chính phụ thuộc là huy động vốn một cách nhanh nhất cho các công ty mẹ và đáp ứng các nhu cầu vay chủ yếu là nhỏ, lẻ phục vụ cho tiêu dùng của các cá nhân, gia đình. Như vậy mỗi công ty tài chính phụ thuộc có hai nhiệm vụ cơ bản: huy động vốn cho công ty mẹ và kinh doanh tiền tệ. Còn các công ty tài chính độc lập thì chủ yếu tập trung vào việc kinh doanh tiền tệ.

Có ba loại hình công ty tài chính cơ bản: công ty tài chính tiêu dùng, công ty tài chính bán hàng (bán lẻ) và công ty tài chính thương mại (kinh doanh). Mỗi loại hình lựa chọn một phạm vi cung ứng dịch vụ với những khách hàng riêng biệt.

- *Công ty tài chính tiêu dùng*: Đây là công ty tài chính cung ứng phần lớn nguồn vốn của mình cho các gia đình và cá nhân vay vào mục đích mua sắm hàng hoá tiêu dùng. Hầu hết các khoản cho vay đều được trả góp theo kỳ. Một cách cho vay khác là công ty tài chính tiêu dùng cấp thẻ tín dụng cho khách hàng để họ mua sắm ở hệ thống cửa hàng bán lẻ. Do các loại cho vay của họ rất bấp bênh cho nên họ thường chỉ cho vay những khoản tiền nhỏ và với lãi suất cao hơn lãi suất thị trường nhằm giảm thiểu rủi ro.



- *Công ty tài chính bán hàng*: Kiểu mẫu công ty này cũng gần gũi với công ty tài chính tiêu dùng nhưng họ cung cấp tín dụng gián tiếp cho người tiêu dùng để mua sắm hàng hoá do công ty mẹ hoặc một nhà sản xuất nào đó bán ra. Người tiêu dùng sẽ thoả thuận với nơi bán hàng một hợp đồng mua hàng trả góp, trong đó khách hàng phải trả tiền hàng với lãi suất theo kỳ. Các công ty tài chính bán hàng mua lại các hợp đồng đó và họ thường thống nhất với nơi bán hàng về các mẫu hợp đồng và thời hạn trả góp mà họ chấp nhận được. Khi công ty tài chính mua các hợp đồng bán hàng trả góp tức là họ đã mua lại khoản nợ của người mua hàng do vậy mà người ta gọi là hình thức tài trợ gián tiếp. Quan hệ giữa công ty tài chính bán hàng và người bán hàng rất khăng khít. Những người bán hàng được tài trợ theo phương thức này thường là người bán hàng cho công ty mẹ của công ty tài chính đó. Họ bán lại toàn bộ các hợp đồng trả góp cho công ty tài chính, đổi lại, họ phải chịu sự kiểm tra hàng ngày của công ty tài chính. Khi các hợp đồng trả góp đến hạn, người tiêu dùng trả tiền cho người bán hàng và người bán hàng hoàn đủ lại số tiền đó cho công ty tài chính. Trong trường hợp người bán hàng không hoàn thành nghĩa vụ trả nợ thì công ty tài chính có quyền xiết nợ, thậm chí là thu hồi số hàng hoá trên để trả lại nơi sản xuất. Đây là hình thức tài trợ được áp dụng phổ biến ở những công ty tài chính phụ thuộc.

- *Công ty tài chính thương mại*: Đây là công ty tài chính chuyên cung cấp tín dụng bằng cách mua lại hoặc chiết khấu các khoản phải thu (factoring) của doanh nghiệp. Ngoài ra họ còn cung cấp các hợp đồng cho thuê tài chính (tín dụng thuê mua) và cung ứng một số loại tín dụng khác.

Các khoản phải thu của doanh nghiệp thường là vốn lưu động. Doanh nghiệp bán hàng chưa thu được tiền ngay nhưng lại cần tiền để mua nguyên liệu phục vụ cho sản xuất liên tục, để trả lương và thanh toán các chi phí khác. Vì nhu cầu về thanh khoản nên các doanh nghiệp có thể đem thế chấp các khoản phải thu để được vay tại công ty tài chính. Công ty tài chính gọi đây là hình thức tài trợ các khoản phải thu. Ngoài hình thức trên, cũng có trường hợp công ty tài chính thương mại mua đứt các khoản phải thu của doanh nghiệp, còn gọi là mua nợ. Công ty tài chính đã chấp thuận một rủi ro cao hơn nhưng hoàn toàn có quyền khống chế các con nợ của doanh nghiệp.

Một hình thức kinh doanh khác của công ty tài chính thương mại là cung cấp các hợp đồng tài chính cho thuê thiết bị. Công ty tài chính mua thiết bị và giao thiết bị đó cho doanh nghiệp cần thuê để họ quản lý và sử dụng. Người thuê có

trách nhiệm sử dụng bảo quản thiết bị và trả tiền thuê cho đến khi mãn hạn hợp đồng. Các công ty tài chính thương mại rất có kinh nghiệm trong các hợp đồng này. Họ biết cách làm thế nào để định giá giá trị của thiết bị cho thuê dựa trên tuổi đời của chúng hoặc làm thế nào định đoạt số phận thiết bị đó nếu như khách hàng không trả nợ đúng thời hạn mà hợp đồng cho thuê đã ràng buộc.

Thời gian gần đây, sự phân biệt giữa ba loại hình công ty tài chính như trên đã mờ nhạt dần. Tuy vẫn còn có những công ty chuyên môn hoá theo phương thức này hoặc phương thức khác trong hoạt động tín dụng nhưng tất cả đều nhằm vào thị trường tín dụng thương mại và thị trường tín dụng tiêu dùng.

Ngày nay, hoạt động kinh doanh tín dụng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng thu nhập của các công ty tài chính. Các loại tín dụng không ngừng được mở rộng trong đó nổi bật nhất là tín dụng thuê mua và kinh doanh chứng khoán.

b. Quỹ đầu tư

Quỹ đầu tư hay còn gọi là công ty uỷ thác đầu tư là định chế tài chính thực hiện việc huy động vốn của người tiết kiệm thông qua việc bán các chứng chỉ góp vốn. Quỹ này đặt dưới sự quản trị chuyên nghiệp của các công ty quản lý quỹ và thực hiện đầu tư vào các chứng khoán vì lợi ích của các cổ đông. Mọi nguồn tiết kiệm đều được huy động để tạo vốn cho quỹ, tuy nhiên, các công ty đầu tư chủ yếu tạo điều kiện cho những người tiết kiệm nhỏ có cơ hội đầu tư vào các khoản mục lớn mà bản thân họ không thể thực hiện được. Thực chất đây là hình thức chung vốn đầu tư giữa các cá nhân và các tổ chức nhằm tăng tính chuyên nghiệp của việc đầu tư, tạo điều kiện giảm thiểu rủi ro và các chi phí liên quan đến quá trình đầu tư. Mục tiêu của công ty đầu tư là tăng trưởng vốn, tức là tăng giá trị thị trường của tài sản, làm cho giá trị của mỗi cổ phần tăng lên so với giá trị ban đầu. Để đạt được mục tiêu này, họ đặc biệt quan tâm đến việc phân tán rủi ro, đa dạng hoá danh mục đầu tư, lựa chọn các loại chứng khoán... mà chỉ các nhà đầu tư chuyên nghiệp có nhiều kinh nghiệm mới thực hiện được. Kết quả kinh doanh của quỹ được đánh giá thông qua 3 chỉ tiêu cơ bản sau đây:

$$\text{Tổng tài sản ròng} = \text{Giá trị thị trường hiện hành của các tài sản} - \text{Tổng các khoản nợ}$$

$$\text{Giá trị tài sản ròng của cổ phần quỹ} = \frac{\text{Tổng tài sản ròng}}{\text{Tổng số lượng cổ phần}}$$



$$\text{Mức sinh lời của cổ phần quỹ} = \frac{\text{Thu nhập của mỗi cổ phần}}{\text{Giá trị tài sản ròng của mỗi cổ phần}}$$

Căn cứ vào các chỉ tiêu này, người đầu tư đánh giá được mức độ hấp dẫn của các cổ phần so với các loại tài sản tài chính khác.

Các loại quỹ đầu tư

Các quỹ đầu tư khác nhau về quy mô, phương thức tổ chức hoạt động và đối tượng hoạt động. Căn cứ vào các tiêu thức này có các loại quỹ đầu tư sau:

- ***Căn cứ vào quy mô của vốn góp*** có thể chia thành quỹ đầu tư tập thể và quỹ đầu tư tư nhân.

Quỹ đầu tư tập thể là loại quỹ mà người góp vốn đồng, các chứng chỉ góp vốn được mua bán trên thị trường. Ở loại hình này, do số lượng người góp vốn đông và phần lớn không có chuyên môn sâu về nghiệp vụ đầu tư nên luật pháp các nước thường có những quy định khá chặt chẽ để bảo vệ lợi ích của người đầu tư.

Quỹ đầu tư tư nhân được hình thành do một số tổ chức và cá nhân góp vốn và thuê công ty quản lý quỹ nhằm đầu tư vốn của mình có lợi nhất. Do việc huy động vốn của quỹ chỉ hạn chế trong một số tổ chức và cá nhân nên họ có thể đầu tư vào những dự án dài hạn, có tiềm năng phát triển cao và mức độ rủi ro lớn. Các quỹ này thường đầu tư vào chứng khoán của những công ty chưa niêm yết. Khi những công ty này phát triển đến mức độ nhất định, họ bán lại những chứng khoán nắm giữ để thu hồi vốn. Do đó, quỹ đầu tư tư nhân thường mang hình thái của quỹ đầu tư mạo hiểm.

Quỹ đầu cơ (Hedge fund) hay còn được biết đến ở Việt Nam với nhiều tên gọi khác nhau như Quỹ phòng ngừa rủi ro, Quỹ phòng hộ, Quỹ phòng vệ..., là một dạng quỹ đầu tư tư nhân không có tính đại chúng cao do chỉ có một số lượng hạn chế các nhà đầu tư đầu tư vào quỹ. Về mặt pháp lý, Quỹ thường được lập ra dựa trên quan hệ góp vốn đầu tư của các cá nhân với nhau với một số lượng hạn chế những thành viên tham gia. Mỗi thành viên tham gia đầu tư vào Quỹ sẽ phải đóng góp một số vốn rất lớn theo phương thức “chào bán riêng lẻ” (private placement). Do tính đại chúng thấp nên quỹ này ít bị các cơ quan quản lý chứng khoán quản chế nghiêm ngặt.

Bản chất của các quỹ đầu cơ là phòng ngừa rủi ro trước, nhưng do chúng sử dụng công cụ bán khống để đạt mục tiêu phòng ngừa rủi ro đó nên chúng thường được xem là loại quỹ đầu cơ. Để xác định một quỹ đầu tư có phải là quỹ đầu cơ hay không, chúng ta dựa vào các đặc điểm chung của quỹ đầu cơ như sau:

+ Mục tiêu hoạt động: hướng tới lợi nhuận tuyệt đối, không phụ thuộc vào xu hướng của thị trường.

+ Số lượng thành viên: hạn chế, và thường là các nhà đầu tư có tài sản lớn (nhiều quỹ đầu cơ quy định rõ nhà đầu tư muốn tham gia vào quỹ đầu cơ phải có tối thiểu bao nhiêu tài sản).

+ Phần lớn các nhà quản lý đồng thời là thành viên của quỹ.

+ Việc quản lý được thực hiện một cách hết sức chủ động và theo chiến lược đầu tư linh hoạt và rất đa dạng.

+ Chứng chỉ quỹ (cổ phiếu) thường không được mua lại vào mọi thời điểm.

+ Tính minh bạch không cao, thể hiện ở việc quỹ thường không công bố cụ thể về danh mục đầu tư và về mức đòn bẩy của mình.

+ Hoạt động không bị ràng buộc bởi các quy định hạn chế áp dụng đối với các quỹ đầu tư dành cho công chúng trên phương diện đa dạng hóa rủi ro và chuyển nhượng các sản phẩm tài chính.

+ Người quản lý thường sử dụng một cách không hạn chế các công cụ phái sinh hoặc các kỹ thuật tài chính cho phép họ thực hiện giao dịch “bán khống” và “mua vay”.

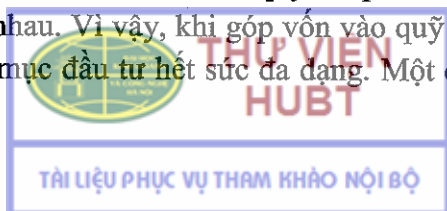
+ Sử dụng thường xuyên hiệu quả đòn bẩy.

- **Cần cứ vào cơ cấu huy động vốn** có thể chia thành quỹ đóng và quỹ mở.

Quỹ đầu tư mở (open-ended fund) là những quỹ bán ra số lượng cổ phần không hạn chế và sẵn sàng mua lại cổ phần của cổ đông bất cứ lúc nào với mức giá được xác định bằng giá trị tài sản ròng của cổ phần quỹ. Giá trị này được xác định theo công thức:

$$\text{Giá trị tài sản ròng của cổ phần quỹ} = \frac{\text{Tổng giá trị thị trường TSC – TSN (không kể vốn cổ phần)}}{\text{Tổng số lượng cổ phần}}$$

Việc mua bán chứng chỉ quỹ có thể thực hiện trực tiếp giữa người đầu tư và công ty quản lý quỹ với giá mua vào và bán ra đều gắn liền với giá trị tài sản của quỹ tại thời điểm mua, bán. Hành vi này làm cho các cổ phần quỹ trở nên lỏng lẻo hơn trên TTTC. Tuy nhiên, do cơ cấu vốn không ổn định vì người đầu tư có thể rút vốn bất cứ lúc nào nên quỹ mở phải đầu tư vào rất nhiều loại chứng khoán khác nhau. Vì vậy, khi góp vốn vào quỹ mở, nhà đầu tư có thể nắm giữ một danh mục đầu tư hết sức đa dạng. Một đặc điểm nữa của quỹ



đầu tư mở là nhà đầu tư có thể nhận cổ tức hoặc tái đầu tư vào quỹ bằng cách yêu cầu được mua thêm chứng chỉ mới.

Quỹ đầu tư đóng (close-ended fund), trái lại, có số lượng cổ phần bán ra cố định và không thực hiện việc mua lại cổ phần của cổ đông. Quỹ đóng huy động vốn thông qua phát hành chứng chỉ từng lần một. Nhà đầu tư không mua được chứng chỉ quỹ ở các lần phát hành tập trung thì chỉ có thể mua lại ở TTCK thứ cấp từ những cổ đông hiện tại giống như giao dịch các cổ phiếu và quỹ không liên quan gì tới những giao dịch này. Chứng chỉ quỹ đóng có thể được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán hoặc chỉ được giao dịch trên TTCK phi tập trung OTC (Over the Counter) và được giao dịch giống như cổ phiếu thường. Khác với quỹ mở, giá của các cổ phần của quỹ đóng do thị trường quyết định tùy theo tính lỏng của cổ phần, cung và cầu về cổ phần đó và chất lượng quản lý quỹ. Gần như ít có sự liên hệ giữa giá của cổ phần trên thị trường với giá trị tài sản ròng của cổ phần quỹ. Điều này làm cho các cổ phần của quỹ đầu tư đóng kém lỏng hơn so với các cổ phần của quỹ đầu tư mở. Tuy nhiên, quỹ đóng có cơ cấu vốn ổn định nên có lợi thế trong việc đầu tư vào các dự án dài hạn và các chứng khoán có tính thanh khoản thấp.

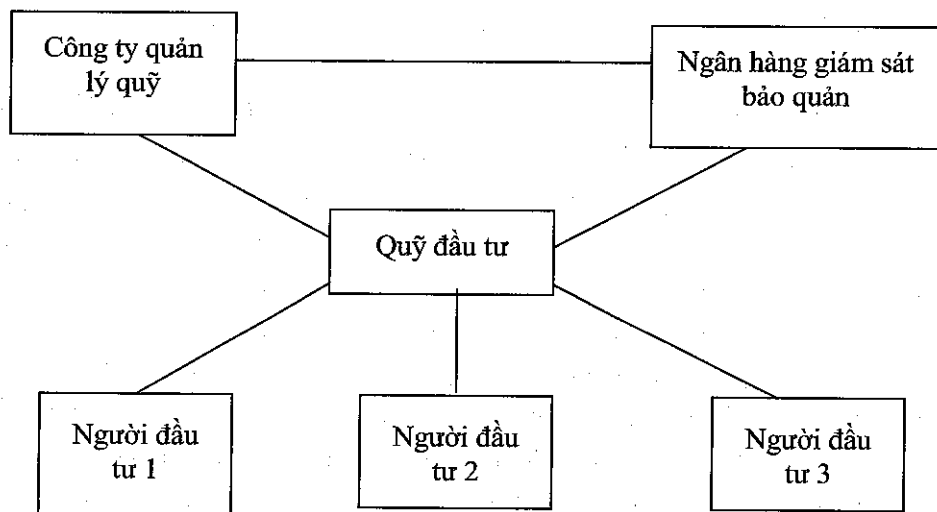
Về quy chế hoạt động, các công ty đầu tư thực hiện việc mua bán cổ phần bằng cách trực tiếp hoặc thông qua môi giới. Người có cổ phần sẽ được hưởng thu nhập trong suốt thời kỳ công ty hoạt động, còn những người quản lý được hưởng lệ phí quản lý do cổ đông thanh toán. Thu nhập của cổ đông và lệ phí quản lý lớn hay nhỏ tùy thuộc vào sự tăng trưởng tài sản trong năm hoạt động.

- **Căn cứ vào cơ cấu tổ chức điều hành**, các quỹ đầu tư có thể được tổ chức dưới dạng tín thác hoặc công ty.

Theo mô hình tín thác, có ba chủ thể tham gia quá trình quản lý và đầu tư: quỹ đầu tư, công ty quản lý quỹ đầu tư và ngân hàng giám sát. Trong đó, quỹ đầu tư chỉ là một khối lượng vốn được tập trung lại và quỹ không có tư cách pháp nhân. Người đầu tư vào quỹ không được gọi là một cổ đông mà chỉ gọi là người hưởng lợi vì họ chỉ có quyền nhận lợi tức từ số vốn góp mà không có quyền bầu cử và các quyền khác như trong mô hình công ty. Bên cạnh đó, do không có hội đồng quản trị nên các chức năng giám sát sẽ được san sẻ cho công ty quản lý quỹ và ngân hàng giám sát, cụ thể là công ty quản lý quỹ giữ chức năng hướng dẫn đầu tư cho quỹ đầu tư còn ngân hàng có vai trò là người bảo đảm an toàn vốn và tài sản cho người đầu tư, đồng thời giám sát việc chấp hành điều lệ quỹ.

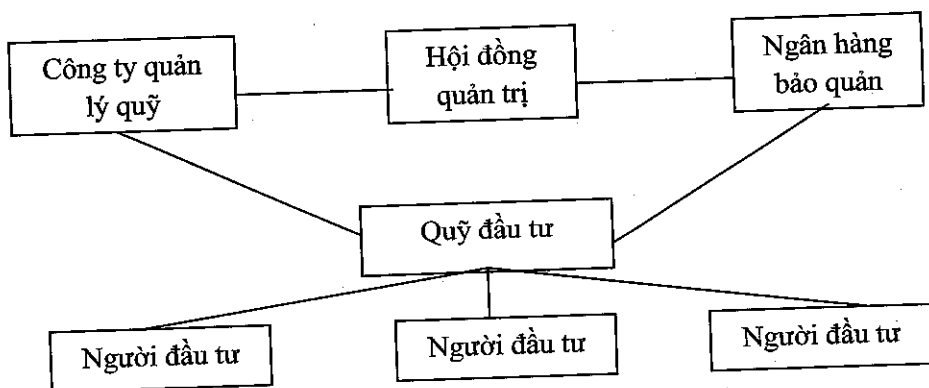
Theo mô hình công ty thì các quỹ đầu tư là một pháp nhân đầy đủ với cổ đông và hội đồng quản trị, được thành lập dưới hình thức công ty đầu tư cổ phần, có điều lệ hoạt động, vốn huy động từ các nhà đầu tư bằng cách phát hành cổ phiếu. Cổ phiếu của quỹ có thể được giao dịch trên Sở giao dịch chứng khoán hoặc thị trường OTC. Những người góp vốn vào quỹ sẽ trở thành những cổ đông được quyền hưởng cổ tức và biểu quyết bầu hội đồng quản trị cũng như các vấn đề cơ bản của quỹ như các cổ đông trong một công ty cổ phần truyền thống. Điểm đặc trưng của công ty đầu tư là hội đồng quản trị đại diện cho các cổ đông đứng ra thuê công ty quản lý quỹ và ngân hàng bảo quản. Hội đồng quản trị sẽ giám sát hoạt động của hai tổ chức này theo kiểu “tam quyền phân lập”: hội đồng quản trị đề ra chính sách và giám sát, công ty quản lý quỹ thực hiện đầu tư còn ngân hàng bảo quản nắm giữ tài sản. Việc phân quyền như vậy nhằm đảm bảo việc tài sản không thuộc quyền định đoạt hoàn toàn của bất kỳ ai.

Sơ đồ 3.1. Mô hình tín thác



Công ty quản lý quỹ, với vai trò của nhà đầu tư chuyên nghiệp, sẽ tối ưu hóa hiệu quả đầu tư. Bên cạnh đó, việc bảo đảm an toàn và lưu giữ các tài sản, đặc biệt là chứng khoán, một cách khoa học cũng như việc tiến hành thu - chi, thanh toán thì không ai khác ngoài một ngân hàng có thể đảm đương được. Tuy là một công ty cổ phần nhưng công ty đầu tư không chỉ chịu sự điều chỉnh của Luật công ty mà còn phải chịu sự điều chỉnh khá phức tạp của các luật liên quan tới tín thác đầu tư chứng khoán.

Sơ đồ 3.2. Mô hình công ty quản lý quỹ



- **Căn cứ vào đối tượng đầu tư** có các loại quỹ: quỹ cổ phần thường, quỹ trái phiếu và quỹ TTTT.

Quỹ cổ phần thường là quỹ chỉ đầu tư vào các cổ phiếu thường có độ an toàn cao.

Quỹ trái phiếu chuyên đầu tư vào các loại trái phiếu với mức độ rủi ro nhất định.

Quỹ thị trường tiền tệ chuyên đầu tư vào các công cụ trên TTTT. Điểm khác biệt chủ yếu của quỹ này với các loại quỹ khác là ở chỗ: Khi bán lại cổ phần cho quỹ, người đầu tư có thể phát hành séc thanh toán và được rút tiền ra từ một ngân hàng mà quỹ đang có tài khoản. Nhờ cách này, các cổ phần trong quỹ TTTT có tác dụng như một món tiền gửi vừa có thể phát séc, vừa được hưởng lãi suất. So với các cổ phần của quỹ khác thì các cổ phần này có tính thanh khoản cao hơn nhiều. Khi xem xét hoạt động của quỹ, người ta đặc biệt để ý đến tính trực tiếp trong mua bán cổ phần và đầu tư chứng khoán ngắn hạn. Đa số các quỹ đều bán cổ phần trực tiếp cho người mua, không tính phí và thường bán theo giá cố định. Khi đầu tư chứng khoán, các quỹ tập trung vào những loại chứng khoán ngắn hạn, có lợi tức ổn định và độ an toàn cao. Các loại chứng khoán mà quỹ nắm giữ thường bao gồm: Chứng chỉ tiền gửi ngân hàng, thương phiếu, tín phiếu và trái phiếu Nhà nước, hối phiếu chấp nhận... Danh mục tài sản này thay đổi thường xuyên và lý do của sự thay đổi là tính hấp dẫn về lãi suất của các loại công cụ đó. Vào một thời điểm nào đó nếu lãi suất của các chứng chỉ tiền gửi ngân hàng tăng lên so với thương phiếu thì quỹ sẽ chuyển dịch tài sản của họ thành các chứng chỉ tiền gửi và ngược lại, lãi suất của thương phiếu cao thì tài sản được chuyển thành thương phiếu. Sự chuyển dịch này có thể có rủi ro và dẫn đến sự không ổn định



về tài chính, nhưng bù lại, người đầu tư có thể có lợi nhuận cao hơn. Trong trường hợp rủi ro dẫn đến thua lỗ thì hậu quả đó mọi chủ sở hữu cùng gánh chịu. Về lịch sử thì chưa có vấn đề trầm trọng nào xảy ra đối với các quỹ TTTT, nhưng hoạt động của quỹ ít nhiều tác động tới tâm lý của các nhà đầu tư.

3.2.3. Vai trò của các trung gian tài chính phi ngân hàng

Cũng như các ngân hàng, các tổ chức tài chính phi ngân hàng với nhiều loại hình khác nhau vừa đóng vai trò là TGTC, vừa góp phần đa dạng hoá các dịch vụ tài chính cho nền kinh tế. Sự góp mặt của các tổ chức này vào hệ thống tài chính đã mang lại những tác động thiết thực hữu ích.

3.2.3.1. Kích thích và tập trung các nguồn vốn tiết kiệm nhỏ, lẻ

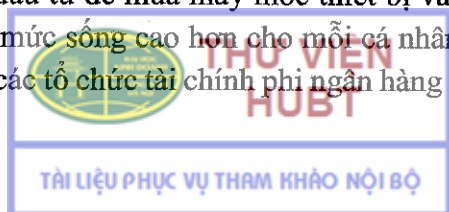
Nguồn vốn tiết kiệm của cá nhân, gia đình được tạo ra nhờ có sự vượt trội giữa thu nhập với chi phí hiện tại. Người có tiền tiết kiệm luôn có ý thức dùng nó để dự phòng và để sinh lãi. Vì vậy họ đem số tiền đó để cho vay và các tổ chức tài chính là nơi tương đối an toàn cung cấp các dịch vụ tài chính sinh lợi. Ngoài các ngân hàng thì các tổ chức tài chính phi ngân hàng với mạng lưới rộng lớn, với sự linh hoạt trong hoạt động đã tập trung được các nguồn tiết kiệm, đặc biệt là các món tiền nhỏ, lẻ để đưa vào TTTC. Khi cần tăng cường huy động vốn, họ gửi tín hiệu đến người tiết kiệm dưới hình thức lãi suất cao hơn và điều này sẽ khuyến khích các gia đình giảm bớt tiêu dùng tăng cường tiết kiệm để cho vay.

3.2.3.2. Tạo ra các cơ hội đầu tư sinh lời cho cá nhân

Bản thân mỗi cá nhân không thể dễ dàng làm lợi từ chính món tiền của mình. Món tiền đó có thể là quá nhỏ, đầu tư trực tiếp không những rủi ro cao mà phí giao dịch thì quá lớn, việc đăng ký các thủ tục kinh doanh quá phiền hà. Nhờ có các tổ chức tài chính phi ngân hàng các cơ hội đầu tư cho các nhân tăng lên. Nguồn lợi sẽ mang lại cho cả hai nhờ tính kinh tế do quy mô, nhờ sự phân tán rủi ro do đa dạng hoá và nhờ việc giảm phí giao dịch trong tổng thể.

3.2.3.3. Thúc đẩy đầu tư, cạnh tranh và tiến bộ tài chính trong lĩnh vực ngân hàng

Đầu tư, cho vay là một chức năng sinh lợi của các tổ chức tài chính. Các tổ chức tài chính cung cấp tín dụng để hỗ trợ cho việc mua sắm hàng hoá, dịch vụ, tài trợ cho đầu tư, xây dựng nhà cửa, xa lộ, cầu cống và những công trình kiến trúc khác, đầu tư để mua máy móc thiết bị và kết quả là làm tăng của cải xã hội, tạo ra mức sống cao hơn cho mỗi cá nhân, gia đình. Sự tham gia của ngân hàng và các tổ chức tài chính phi ngân hàng làm cho đầu tư thêm



sôi động, làm tăng tính cạnh tranh, giảm giá vốn và thúc đẩy sự ra đời nhiều tiến bộ tài chính mới. Những năm gần đây, do xuất hiện nhiều loại hình TGTC mới nên các sản phẩm tài chính càng trở lên đa dạng hơn. Áp lực cạnh tranh trong hệ thống đã làm cho chất lượng phục vụ được cải thiện, giá vốn đầu tư ngày càng giảm, tạo ra nhiều khả năng lựa chọn cho khách hàng. Nếu như các ngân hàng đặc biệt chú trọng đến những khoản đầu tư ở những doanh nghiệp lớn thì các tổ chức tài chính phi ngân hàng tạo ra nguồn đầu tư chủ yếu cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ cho các cá nhân, gia đình. Mỗi loại hình có thể mạnh riêng nhưng tất cả đều góp phần tăng cường hiệu quả kinh tế, xã hội.

3.2.3.4. Đáp ứng các nhu cầu trong việc bảo vệ và đầu tư tài chính

Trong cuộc sống thường nhật, rủi ro luôn là nguy cơ đối với tất cả chúng ta. Rủi ro xảy ra làm tổn thất tài chính vì vậy mọi người đều phải có dự phòng và tìm ra cách để bảo vệ tài chính. Các tổ chức tài chính phi ngân hàng là nơi giúp chúng ta thực hiện vấn đề này. Họ cung cấp các hợp đồng bảo hiểm, các dịch vụ trả lương hưu... Trong hoạt động đầu tư, họ đáp ứng các nhu cầu về thông tin nếu chúng ta muốn hoặc nhận các uỷ nhiệm nếu chúng ta cần. Với nhiều loại dịch vụ khác nhau nhưng tất cả đều nhằm mục đích bảo vệ tài chính, phân tán rủi ro cho mọi người. Đây là một khía cạnh đặc thù mà các tổ chức tài chính phi ngân hàng cung cấp cho xã hội.

3.3. CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH KHÁC

3.3.1. Khái niệm

Trong các tổ chức tài chính phi ngân hàng, có những tổ chức có vai trò là TGTC như các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng, các trung gian đầu tư và có những tổ chức không đảm nhiệm vai trò TGTC. *Các tổ chức này chỉ cung cấp các dịch vụ ủy thác và kinh doanh trên thị trường tài chính để tìm kiếm lợi nhuận.* Thuộc nhóm này gồm có: các ngân hàng đầu tư, các công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán, các Sở giao dịch chứng khoán.

Đặc trưng của các tổ chức tài chính này là không phát hành giấy nợ riêng của mình để huy động vốn mà chủ yếu là nhận các uỷ nhiệm của khách hàng trong việc môi giới, phát hành hoặc cung cấp một số dịch vụ trên TTTC. Họ dùng vốn riêng để trực tiếp kinh doanh chứng khoán nếu thấy có lợi.

Sự có mặt của các tổ chức này trên các TTTC là rất cần thiết. Nó góp phần làm cho thị trường vận hành trôi chảy, làm tăng cơ hội lựa chọn cho người đầu tư và tăng cường tính hiệu quả của thị trường. Xem xét chức năng



của các tổ chức này cho phép chúng ta phần nào thấy được sự tách biệt giữa công nghệ ngân hàng và công nghệ chứng khoán trong nền kinh tế.

3.3.2. Các loại hình tổ chức tài chính khác

3.3.2.1. Ngân hàng đầu tư

Ngân hàng đầu tư là loại hình ngân hàng đặc biệt được tổ chức khác nhau ở châu Âu và Mỹ. Các nghiệp vụ và dịch vụ được cung ứng bởi ngân hàng đầu tư tập trung chủ yếu trong lĩnh vực chứng khoán, nhưng ở các nước châu Âu phạm vi hoạt động ngân hàng đầu tư cũng lan sang cả lĩnh vực kinh doanh của NHTM. Tuy nhiên khi phân biệt ngân hàng đầu tư với NHTM và các loại hình ngân hàng khác, người ta thường căn cứ vào hoạt động chủ yếu của nó.

Ngân hàng đầu tư là ngân hàng hoạt động vì mục tiêu lợi nhuận, mà hoạt động chủ yếu là lĩnh vực chứng khoán và các dịch vụ liên quan đến phát hành, bảo lãnh chứng khoán.

Nói chung các ngân hàng đầu tư được hình thành từ rất sớm. Ngân hàng đầu tư đầu tiên ở Anh đã bắt đầu hoạt động từ cuối thế kỷ thứ 18 với nghiệp vụ ban đầu là chấp nhận hối phiếu trong thanh toán quốc tế giống như các NHTM. Vào khoảng những năm 30, các ngân hàng đầu tư bắt đầu chuyển hướng sang lĩnh vực kinh doanh chứng khoán, và đặc biệt phát triển vai trò của chúng trên thị trường sơ cấp khi các ngân hàng này thuộc hiện việc cung ứng các dịch vụ tài chính doanh nghiệp và bảo lãnh phát hành chứng khoán và trở nên chuyên môn hoá trong lĩnh vực này. Do vậy, một ngân hàng đầu tư truyền thống có thể được xếp vào dạng các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Trong điều kiện hệ thống tài chính được điều tiết theo hướng tách rời hoạt động chứng khoán và hoạt động ngân hàng thì việc thành lập và tồn tại ngân hàng đầu tư là tất yếu. Tuy nhiên, cải cách hệ thống tài chính đang diễn ra ở hầu hết các nước theo xu hướng đa năng hoá các NHTM, theo đó các NHTM tham gia cả lĩnh vực hoạt động của ngân hàng đầu tư, hoặc là có sự sát nhập giữa ngân hàng đầu tư với NHTM và hình thành nên các tổ hợp tài chính lớn.

- Tính chất sở hữu: Ngân hàng đầu tư có thể tồn tại dưới hình thức sở hữu Nhà nước, cổ phần hoặc cá nhân, và chịu sự quản lý về nghiệp vụ của Ủy ban Chứng khoán quốc gia.

- Mục tiêu hoạt động: Ngân hàng đầu tư hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực đầu tư chứng khoán và các dịch vụ liên quan nhằm mục đích lợi nhuận.

- Nguồn vốn: Các ngân hàng đầu tư là các ngân hàng “bán buôn”, nhận tiền gửi với số lượng lớn hầu hết là có kỳ hạn của các định chế tài chính, công

ty và cá nhân. Nó cũng được quyền phát hành chứng từ có giá để thu hút vốn hoặc đi vay các định chế tài chính khác.

- Sử dụng vốn: Các ngân hàng đầu tư theo mô hình châu Âu hiện nay được tổ chức theo mô hình NHTM đa năng toàn phần hoặc từng phần, và thực hiện các hoạt động sau:

✓ **Chấp nhận hối phiếu:** Mặc dù hiện nay nghiệp vụ này được thực hiện phổ biến bởi các NHTM, nhưng nó là nghiệp vụ đầu tiên của các ngân hàng đầu tư và vẫn tiếp tục phát triển cho đến ngày nay. Chấp nhận hối phiếu nghĩa là ngân hàng đứng ra đảm bảo khả năng thanh toán của hối phiếu và là người có trách nhiệm đầu tiên trả tiền cho hối phiếu khi đến hạn. Nghiệp vụ này làm tăng thêm uy tín của hối phiếu và làm cho nó dễ được chấp nhận trong thanh toán hoặc chiết khấu.

✓ **Tư vấn cho các hoạt động tài chính công ty** như phát hành các chứng khoán mới, bổ sung vốn, các hoạt động sát nhập, hợp nhất công ty cũng như các nghiên cứu liên quan đến tăng cường hiệu quả của hoạt động tài chính công ty. Thông thường trong cơ cấu tổ chức của ngân hàng đầu tư, có một phòng nghiệp vụ riêng về tài chính công ty đảm trách các hoạt động này.

✓ **Giao dịch chứng khoán:** Các ngân hàng đầu tư cũng tham gia kinh doanh chứng khoán như một thành viên trong Sở giao dịch chứng khoán trên thị trường thứ cấp. Chúng có thể hoạt động môi giới cho khách hàng hoặc kinh doanh cho bản thân ngân hàng đầu tư. Các ngân hàng đầu tư ở Mỹ hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực này.

✓ **Quản lý đầu tư:** Ngân hàng đầu tư thực hiện quản lý quỹ đầu tư của bản thân nó hoặc quản lý quỹ đầu tư khác, bao gồm:

○ **Quản lý vốn nhân rồi cho cá nhân:** Trong những trường hợp cần thiết các cá nhân có thể nhờ ngân hàng đầu tư quản lý và bảo toàn vốn nhân rồi của mình với một mức vốn nhân rồi tối thiểu cho phép.

○ **Quản lý vốn cho các công ty:** Nếu công ty đang chuẩn bị vốn cho một hoạt động nào đó, thí dụ để mua một công ty khác hoặc tham gia dự thầu một dự án, tạm thời nó có thể thuê ngân hàng đầu tư quản lý hộ.

○ **Quản lý quỹ hưu trí và quỹ đầu tư tập thể:** Trong trường hợp các quỹ này cảm thấy không đủ trình độ, kinh nghiệm để quản lý lượng vốn của quỹ nó có thể thuê ngân hàng để làm hộ việc này. Thông thường các quỹ hưu trí là khách hàng lớn nhất của ngân hàng đầu tư trong nghiệp vụ quản lý quỹ đầu tư.

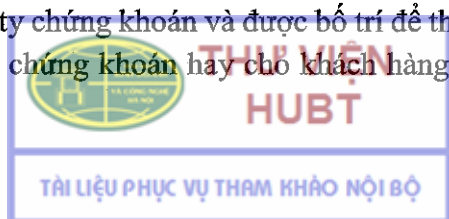
3.3.2.2. Công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán

Nếu như các ngân hàng đầu tư, ngân hàng cầm cố chứng khoán chuyên hoạt động trên thị trường sơ cấp thì những công ty môi giới và kinh doanh chứng khoán lại chuyên môn hoá hoạt động trên thị trường thứ cấp.

Những công ty môi giới là những trung gian thuần tuý, họ hành động như các đại lý cho các nhà đầu tư trong việc mua hoặc bán các chứng khoán. Chức năng của họ là làm cho những người mua và những người bán chứng khoán gặp nhau, nhờ đó họ được hưởng hoa hồng môi giới. Để thực hiện những chức năng này bản thân họ phải là những chuyên gia về chứng khoán, biết phân tích đánh giá chất lượng chứng khoán, biết được những tiềm năng của công ty phát hành và các thông tin liên quan khác. Họ hoạt động theo lệnh của khách hàng và chịu sự quản lý của Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Chỉ riêng hành vi môi giới thì rủi ro đến với họ là rất ít. Họ cũng có thể bị phạt và chịu trách nhiệm khi không thực hiện đúng hợp đồng.

Khi thực hiện nghiệp vụ môi giới, công ty môi giới chứng khoán phải mở tài khoản giao dịch chứng khoán cho từng khách hàng trên cơ sở hợp đồng ký kết giữa khách hàng và công ty. Trong trường hợp khách hàng của công ty môi giới chứng khoán mở tài khoản lưu ký chứng khoán tại tổ chức lưu ký là NHTM hoặc chi nhánh ngân hàng nước ngoài, công ty môi giới chứng khoán có trách nhiệm hướng dẫn các thủ tục giao dịch, mua bán cho khách hàng và phải ký hợp đồng bằng văn bản với tổ chức lưu ký. Tiền hoa hồng môi giới thường được tính phần trăm trên tổng giá trị của một giao dịch. Tùy theo quy định của mỗi nước và cách thức hoạt động của từng Sở giao dịch chứng khoán mà người ta có thể phân chia thành nhiều loại nhà môi giới khác nhau:

- Môi giới toàn dịch vụ: là loại môi giới có thể cung cấp đầy đủ dịch vụ như mua bán chứng khoán, giữ hộ cổ phiếu, thu cổ tức, cho khách hàng vay tiền, cho ý kiến cổ vấn trong việc đầu tư...
- Môi giới chiết khấu: là loại môi giới chỉ cung cấp một số dịch vụ như mua bán hộ chứng khoán. Đối với môi giới loại này thì khoản phí và hoa hồng thấp hơn môi giới toàn dịch vụ vì không có tư vấn và nghiên cứu thị trường.
- Môi giới ủy nhiệm hay môi giới thừa hành: đây là những nhân viên của một công ty chứng khoán thành viên của một sở giao dịch, làm việc hưởng lương của một công ty chứng khoán và được bố trí để thực hiện các lệnh mua bán cho các công ty chứng khoán hay cho khách hàng của công ty trên sàn



giao dịch. Vì thế họ có tên chung là môi giới trên sàn (Floor Broker). Các lệnh mua bán được chuyển đến cho các nhà môi giới thừa hành này có thể từ văn phòng công ty cũng có thể từ các môi giới đại diện.

- Môi giới độc lập: là các nhà môi giới làm việc cho chính họ và hưởng hoa hồng hay thù lao theo dịch vụ. Họ là một thành viên tự bỏ tiền ra thuê chỗ tại sở giao dịch (Sàn giao dịch) giống như các công ty chứng khoán thành viên. Họ chuyên thực thi các lệnh cho các công ty thành viên khác của sở giao dịch. Sở dĩ có điều này là tại các sở giao dịch nhộn nhịp, lượng lệnh phải giải quyết cho khách hàng của các công ty chứng khoán đôi khi rất nhiều, các nhân viên môi giới của các công ty này không thể kiểm soát hết hoặc vì một lý do nào đó vắng mặt. Lúc đó các công ty chứng khoán sẽ hợp đồng với các nhà môi giới độc lập để thực hiện lệnh cho khách hàng của mình và trả cho người môi giới này một khoản tiền nhất định. Môi giới độc lập cũng được gọi là môi giới trên sàn (floor broker), họ đóng vai trò tương tự môi giới thừa hành, chỉ khác là họ có tư cách độc lập, tức họ không đại diện cho bất kì một công ty chứng khoán nào cả.

Khác với những công ty môi giới, *công ty kinh doanh chứng khoán* ngoài việc môi giới chứng khoán, họ còn trực tiếp mua và bán các lợi chứng khoán để hưởng chênh lệch giá. Đây là một lĩnh vực đặt ra rủi ro lớn vì giá cả của chứng khoán thay đổi bất thường. Với tư cách là những người đầu cơ, họ lựa chọn danh mục chứng khoán cần mua, cần bán, thời điểm mua bán giá cả và số lượng sao cho có lợi nhất. Vì kinh doanh chứng khoán có nhiều rủi ro nên họ đã tự bảo vệ bằng nhiều biện pháp khác nhau, trong đó các hợp đồng kỳ hạn, hợp đồng lựa chọn... là những thứ tiêu biểu nhằm phân tán bớt rủi ro trong phạm vi có thể.

Do có tính đặc thù về khả năng tiếp cận thông tin và chủ động trên thị trường nên công ty kinh doanh chứng khoán có những lợi thế nhất định khi tiến hành hoạt động tự doanh như: công ty chứng khoán có thể dự đoán diễn biến của thị trường, nắm được xu thế giao dịch; có nhân viên đại diện sàn, nên họ biết thông tin đầy đủ về quan hệ cung cầu đối với từng loại chứng khoán và không phải nghĩ đến phí giao dịch khi thực hiện nghiệp vụ tự doanh.

Xét ở mức độ ảnh hưởng, hoạt động tự doanh của mỗi công ty chứng khoán với khả năng chuyên môn và nguồn vốn lớn được coi là hoạt động giao dịch của một nhà đầu tư lớn, chuyên nghiệp có những tác động nhất định tới giá cả của thị trường. Do đó, công ty chứng khoán có thể thông qua hoạt động

tự doanh để góp phần rất lớn trong việc điều tiết cung cầu, bình ổn giá cả của các loại chứng khoán trên thị trường.

Ngày nay, các công ty kinh doanh và môi giới chứng khoán đã tích cực mở rộng phạm vi hoạt động. Nhiều hãng môi giới đã hoạt động trên các thị trường với tư cách là ngân hàng đầu tư, người môi giới và nhà buôn chứng khoán. Kiểu hoạt động này là xu thế phát triển của các hãng môi giới nhằm phân tán rủi ro và thu lợi nhuận tối đa. Những hoạt động của họ không phải lúc nào cũng suôn sẻ, họ phải chịu áp lực cạnh tranh ngày càng mạnh mẽ của các lực lượng khác trên thị trường, nhất là các NHTM. Mặt khác rủi ro trên TTTC ngày càng tăng. Tình thế đó buộc họ phải mở rộng các dịch vụ tài chính mới ngoài các dịch vụ truyền thống như là phát hành thẻ tín dụng, các món vay tức thời, các đặc quyền phát séc... nhằm tăng cường tính cạnh tranh trong toàn bộ hệ thống tài chính.

3.3.2.3. Sở giao dịch chứng khoán

Các quốc gia có TTTC phát triển đều có các Sở giao dịch chứng khoán. Nơi đây là trung tâm giao dịch chứng khoán có tổ chức trong đó việc mua bán được thực hiện một cách trực tiếp qua đấu giá hoặc thông qua những người buôn. Theo tính chất tổ chức thị trường, Sở giao dịch chứng khoán là TTCK tập trung, trong đó việc giao dịch chứng khoán được thực hiện tại một địa điểm tập trung là sàn giao dịch hay qua hệ thống mạng thông tin máy tính điện tử do các thành viên của Sở giao dịch chứng khoán thực hiện. Các chứng khoán được giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán thông thường là chứng khoán của các công ty có uy tín, công ty lớn đáp ứng đủ điều kiện hay tiêu chuẩn niêm yết.

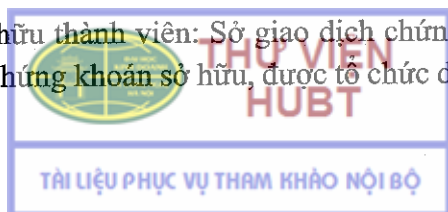
Tại các Sở giao dịch có mặt hầu hết các nhà buôn lớn, các hãng môi giới, các công ty phát hành chứng khoán... Họ đăng ký hoạt động với ban điều hành và thực hiện các giao dịch. Việc mua bán chủ yếu được thực hiện theo hai cách:

- Mua bán qua đấu giá: Những người mua đăng ký và thực hiện đấu giá từng lô chứng khoán. Giá chứng khoán được xác định theo kết quả đấu thầu.

- Mua bán theo giá ấn định: Đây là thị trường của những người buôn. Họ áp đặt mức giá mua bán và thực hiện mua bán theo mức giá này tùy từng thời điểm của thị trường.

Sở giao dịch có thể được tổ chức dưới nhiều hình thức như sở hữu thành viên, công ty cổ phần hoặc sở hữu Nhà nước. Cụ thể:

- Hình thức sở hữu thành viên: Sở giao dịch chứng khoán do các thành viên là các công ty chứng khoán sở hữu, được tổ chức dưới hình thức công ty



trách nhiệm hữu hạn, có Hội đồng quản trị do các công ty chứng khoán thành viên bầu ra theo từng nhiệm kì.

- Hình thức sở hữu cổ phần: Sở giao dịch chứng khoán được tổ chức dưới hình thức một công ty cổ phần do các công ty chứng khoán thành viên, ngân hàng, công ty tài chính, bảo hiểm tham gia với tư cách là cổ đông.

- Hình thức sở hữu Nhà nước: Chính phủ hoặc một cơ quan của Chính phủ đứng ra thành lập, quản lý và sở hữu một phần hay toàn bộ vốn của Sở giao dịch chứng khoán. Hình thức này có ưu điểm là không chạy theo lợi nhuận nên bảo vệ được quyền lợi của nhà đầu tư. Bên cạnh đó, Nhà nước cũng có thể can thiệp để giữ cho thị trường hoạt động ổn định, lành mạnh. Tuy nhiên, hạn chế của hình thức tổ chức này là thiếu tính độc lập, cứng nhắc, chi phí lớn và kém hiệu quả.

Tùy thuộc vào từng thời kì, từng hoàn cảnh cụ thể mà mỗi quốc gia chọn cho mình những hình thức tổ chức Sở giao dịch chứng khoán khác nhau. Tuy nhiên, dù được tổ chức dưới hình thức nào, Sở giao dịch chứng khoán vẫn thực hiện những chức năng cơ bản, bao gồm:

- Cung cấp, đảm bảo cơ sở vật chất kỹ thuật cho việc giao dịch chứng khoán (địa điểm và hệ thống giao dịch). Đảm bảo việc giao dịch chứng khoán được diễn ra thông suốt, đúng pháp luật và công khai kể cả giá cả.

- Tổ chức niêm yết và giám sát các chứng khoán niêm yết, các tổ chức niêm yết.

- Tổ chức và giám sát chặt chẽ quá trình giao dịch chứng khoán.

- Giám sát chặt chẽ những người tham dự vào quá trình giao dịch.

Trong Sở giao dịch các hãng môi giới có chức năng khớp các đơn đặt mua và đơn đặt bán để xác định mức giá tốt nhất. Nếu các đơn này không khớp nhau về số lượng mua bán thì các hãng môi giới, có thể mua vào hoặc bán ra lượng chênh lệch theo mức giá đó nếu thấy có lợi. Trường hợp này, hãng môi giới thực hiện cả hai chức năng: môi giới và kinh doanh chứng khoán.

Các Sở giao dịch cũng được điều hành bởi Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Sự phát triển mạnh của ngành công nghiệp chứng khoán đã làm cho các Sở giao dịch chứng khoán phát triển rất mạnh cả chiều rộng và chiều sâu. Xu thế quốc tế hoá thị trường suốt 24 giờ trong ngày đang diễn ra phổ biến.

Hộp 3.2: Các trung gian tài chính tại Việt Nam

Hệ thống ngân hàng trung gian đặc biệt là các ngân hàng thương mại (NHTM) đến nay vẫn đóng vai trò chính trong việc cung cấp vốn cho nền kinh tế Việt Nam. Mặc dù, ngành ngân hàng Việt Nam được thành lập khá sớm (1951), với sự ra đời của Ngân hàng Nhà Nước - đóng vai trò là ngân hàng trung ương và một ngân hàng thương mại nhà nước thực hiện chức năng kinh doanh ngân hàng. Tuy nhiên, phải đến tháng 5/ 1990, sự ra đời của pháp lệnh Ngân hàng sự ra đời của pháp lệnh Ngân Hàng Nhà Nước và Pháp lệnh Ngân hợp tác xã tín dụng và công ty tài chính đã chính thức đánh dấu một bước ngoặt mới trong sự phát triển của hệ thống ngân hàng Việt Nam. Hệ thống ngân hàng Việt Nam chuyển từ mô hình một cấp sang hai cấp. Pháp lệnh này đã mở đường cho sự ra đời của hàng loạt các ngân hàng thương mại không phải của nhà nước sau đó như: Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACB), Ngân hàng thương mại cổ phần Đông Á (DAV), Ngân hàng thương mại cổ phần Kỹ Thương Việt Nam (Teccombank),...

Cùng với sự phát triển mạnh mẽ của kinh tế Việt Nam đặc biệt sau khi gia nhập WTO, ngành ngân hàng cũng bước vào giai đoạn phát triển nóng. Đỉnh điểm trong giai đoạn 2006-2011, đã chứng kiến sự bùng nổ về số lượng các ngân hàng thương mại tại Việt Nam khi có đến 40 NHTM ngoài quốc doanh (không kể các NHTM nước ngoài cũng như chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam). Nhưng cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, cũng như những bất ổn kinh tế ở Việt Nam giai đoạn 2008-2013, đã khiến cho hệ thống ngân hàng Việt Nam bộc lộ nhiều vấn đề vấn đề bất cập như tỷ lệ nợ xấu, sở hữu chéo giữa các ngân hàng... Chính điều này đã buộc Ngân hàng nhà nước phải đưa ra đề án tái cơ cấu hệ thống ngân hàng giai đoạn 2011-2015 và giai đoạn 2016- 2020. Cho đến nay, sau hơn 7 năm thực hiện đề án tái cơ cấu ngân hàng thì số lượng các NHTM cũng như các tổ chức tín dụng đã giảm đáng kể. Ngoài ra, tình hình tài chính và mức độ an toàn, cũng như tỷ lệ nợ xấu của toàn hệ thống đã được cải thiện đáng kể.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Bảng 3.1: So sánh một số chỉ tiêu hệ thống
NHTM Việt Nam 2011 và 2017**

	2011	2017
Số lượng NHTM*	42	35
Vốn điều lệ toàn hệ thống (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)	261	363
Tổng tài sản (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)	4713.2	8600
Tỷ lệ nợ xấu toàn hệ thống	11.48%	9.50%

* Số lượng NHTM không bao gồm các ngân hàng nước ngoài

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Ủy ban giám sát tài chính Quốc gia

Sau giai đoạn tái cơ cấu tính đến hết tháng 6 năm 2018, hệ thống các NHTM Việt Nam hiện nay gồm hệ thống các ngân hàng thương mại nhà nước (nhà nước sở hữu 100 % vốn), ngân hàng thương mại cổ phần, ngân hàng 100% vốn nước ngoài, ngân hàng liên doanh và chi nhánh ngân hàng nước ngoài.

**Bảng 3.2: Hệ thống NHTM Việt Nam
tính đến hết tháng 6/2018**

Loại hình ngân hàng	Số lượng
Ngân hàng thương mại nhà nước	4
Ngân hàng thương mại cổ phần	31
Ngân hàng 100% vốn nước ngoài	9
Ngân hàng liên doanh	2
Chi nhánh ngân hàng nước ngoài	48

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Hệ thống các NHTM là kênh cung cấp vốn chính cho nền kinh tế Việt Nam. Tính đến năm 2018, quy mô tín dụng của Việt Nam vào khoảng 130% GDP, lớn hơn nhiều so với quy mô vốn hóa của thị trường chứng khoán (bằng khoảng 70% GDP), thị trường trái phiếu doanh nghiệp (1,25% GDP) và thị trường trái phiếu chính phủ (20% GDP).



Bên cạnh hệ thống các NHTM, trong hệ thống các ngân hàng trung gian ở Việt Nam hiện nay còn có các Ngân hàng chính sách, và Ngân hàng Hợp Tác Xã. Hệ thống ngân hàng chính sách bao gồm: Ngân Hàng Chính Sách Xã Hội và Ngân Hàng Phát Triển. Ngân hàng Hợp Tác Xã tiền thân là Quỹ tín dụng nhân dân.

Ngoài hệ thống ngân hàng trung gian chính thức, trong hệ thống các tổ chức tín dụng Việt Nam còn có các tổ chức tín dụng khác bao gồm: tổ chức tài chính vi mô và các tổ chức tín dụng phi ngân hàng.

Tính đến 6/2018, Việt Nam có 5 tổ chức tài chính vi mô và hàng nghìn các quỹ tín dụng nhân dân cũng như các quỹ tín dụng vi mô ở các địa phương nhằm hỗ trợ vốn cho sản xuất, kinh doanh cho người dân địa phương.

Các tổ chức tín dụng phi ngân hàng tại Việt Nam phân chia thành 3 nhóm bao gồm: công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính và các tổ chức tín dụng phi ngân hàng khác. Trong đó, theo thống kê của NHNN, hiện có 16 công ty tài chính đang hoạt động tại Việt Nam. Hoạt động của các công ty tài chính khá đa dạng bao gồm: thu xếp vốn, cho vay, đặc biệt là cho vay tiêu dùng. Từ năm 2016 đến nay, mảng cho vay tiêu dùng là mảng hoạt động phát triển mạnh nhất của các công ty tài chính với các tên tuổi dẫn đầu thị trường như công ty FE credit của ngân hàng VP Bank, công ty Home Credit và HD Sài Gòn của ngân hàng HD Bank. Tốc độ tăng trưởng của các công ty tài chính trong giai đoạn 2015-2017 rất ấn tượng, với dư nợ tăng từ 30-50%, lợi nhuận của ba công ty dẫn đầu cũng tăng trung bình 20-30%.

Đối với các công ty cho thuê tài chính, tính đến tháng 6 /2018, có 11 công ty đang hoạt động. Các công ty này chủ yếu tập trung vào mảng mua và cho thuê máy móc thiết bị, tài sản. Mặc dù loại hình trung gian tài chính này ra đời từ hơn 20 năm qua nhưng nhiều năm qua hoạt động của các công ty cho thuê tài chính vẫn hết sức trầm lắng và không mấy khởi sắc.

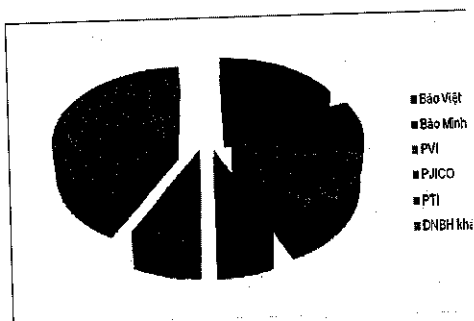
Trong hệ thống các trung gian tài chính tại Việt Nam hiện nay, bên cạnh hệ thống Ngân hàng và các tổ chức tín dụng phi ngân hàng, còn có hệ thống các trung gian tài chính phi ngân hàng khác, bao gồm các công ty bảo hiểm, các công ty chứng khoán, các quỹ đầu tư. Các công ty bảo hiểm đang cho thấy sự phát triển mạnh mẽ. Hiện nay, thị trường bảo hiểm hiện có 63 doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm (trong đó có 30 doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ, 18 doanh nghiệp bảo hiểm nhân thọ, 02 doanh nghiệp



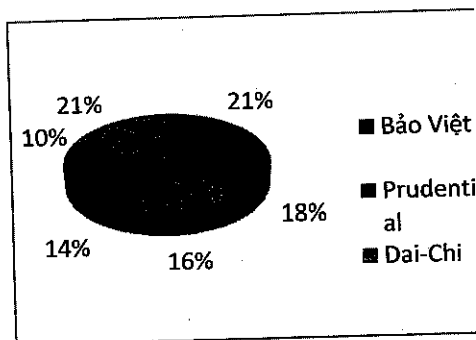
HUBT

tái bảo hiểm và 13 doanh nghiệp môi giới bảo hiểm) và 01 chi nhánh chi nhánh doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ nước ngoài. Ngành bảo hiểm là một trong những ngành tăng trưởng tốt nhất trong nền kinh tế năm 2017 khi doanh thu phí bảo hiểm tăng 21,2% chạm mốc 105,6 nghìn tỷ đồng. Bảo hiểm nhân thọ chiếm tỷ trọng 61,6% và tăng 28,9% so với năm 2016. Bảo hiểm phi nhân thọ lại ghi nhận mức tăng trưởng chậm lại, khoảng 11,5%, nhưng vẫn là mức tăng trưởng trên 2 con số trong 3 năm liên tiếp. Thị phần bảo hiểm hiện nay đều tập trung vào một số tên tuổi lớn. Đối với bảo hiểm nhân thọ, 80% thị phần trong tay các công ty Bảo Việt, Prudential, Dai-Chi Life, Manulife, AIA, ... Đối với bảo hiểm phi nhân thọ, thị trường chủ yếu bị chi phối bởi các công ty Bảo Việt, Bảo Minh, PVI, PTI, PJICO, BIC...

**Thị phần bảo hiểm phi nhân thọ
2017**



**Thị phần bảo hiểm nhân thọ
năm 2017**



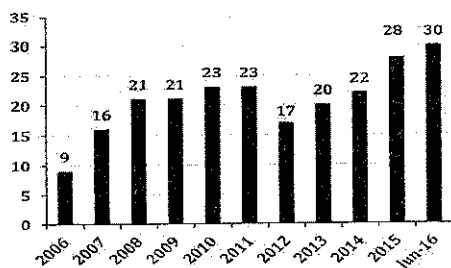
Nguồn: thoibaotaichinh.vn

Sự ra đời của thị trường chứng khoán vào năm 2000, cũng đánh dấu sự xuất hiện của các công ty chứng khoán tại Việt Nam. Trải qua gần hai thập niên biến động cùng thị trường chứng khoán, các công ty chứng khoán tại Việt nam cũng trải qua không ít những thăng trầm. Giai đoạn đầu, thị trường chứng khoán Việt Nam chỉ có hai công ty chứng khoán hoạt động là SSI và VCBS. Đến giai đoạn bùng nổ của thị trường chứng khoán 2006-2008, số lượng công ty chứng khoán tăng mạnh và đến năm 2012, số lượng công ty chứng khoán đạt đỉnh với tổng cộng 105 công ty. Tuy nhiên, sau đề án tái cấu trúc thị trường chứng khoán thì đến nay còn khoảng 70 công ty chứng khoán hoạt động và mục tiêu của của bộ tài chính là đến 2020 số lượng các công ty chứng khoán giảm còn khoảng 30 công ty. Mặc dù trên thị trường hiện nay có khoảng 70 công ty chứng khoán hoạt động, nhưng theo báo cáo quý 3/2018 của ủy ban chứng khoán thì 90% doanh thu môi

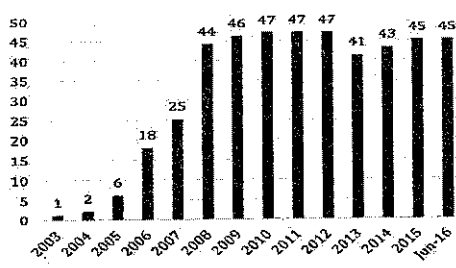
giới chứng khoán tập trung vào 5 công ty dẫn đầu. Bên cạnh hoạt động chính là môi giới chứng khoán, thì các công ty chứng khoán ở Việt Nam còn thực hiện các hoạt động chứng khoán khác bao gồm: tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn đầu tư, quản lý danh mục đầu tư và các hoạt động tư vấn mua bán xấp nhập.

Mặc dù mới xuất hiện ở Việt Nam trong khoảng gần 30 năm, hệ thống Quỹ đầu tư đã có những bước phát triển vượt bậc. Chỉ riêng trên thị trường chứng khoán, hiện nay có gần 40 quỹ đầu tư tham gia, trong đó phần lớn là các quỹ đầu tư nước ngoài. Không chỉ tham gia vào thị trường chứng khoán, các quỹ đầu tư tại Việt Nam còn đầu tư vào rất nhiều các lĩnh vực khác như bất động sản, nông nghiệp, sản xuất, đầu tư cơ sở hạ tầng hay đầu tư vào các doanh nghiệp khởi nghiệp.

Số lượng các quỹ đầu tư CK



Số lượng Công ty Quản lý Quỹ



Nguồn: Ủy ban chứng khoán Nhà nước

Sau hơn 30 năm mở cửa hệ thống tài chính Việt Nam đã có những bước phát triển đột phá. Mặc dù hệ thống ngân hàng vẫn giữ vai trò trung tâm trong việc cung cấp vốn cho nền kinh tế nhưng các trung gian tài chính phi ngân hàng như các công ty bảo hiểm, công ty tài chính, quỹ đầu tư và các công ty chứng khoán cũng cho thấy một sự phát triển vượt bậc. Điều này không chỉ góp phần phát triển hệ thống tài chính mà còn góp phần to lớn vào quá trình phát triển kinh tế trong giai đoạn vừa qua.

3.4. NHỮNG RỦI RO CHỦ YẾU TRONG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TIỀN TỆ

Khi thực hiện chức năng chuyển hoá tài sản, thực chất các TGTC đã chia sẻ mức độ rủi ro với người tiết kiệm, đã làm biến đổi thời hạn cũng như khối lượng vốn từ người tiết kiệm đến người có nhu cầu sử dụng vốn; từ lượng vốn nhỏ, lẻ tẻ với thời hạn ngắn của những người tiết kiệm trở thành nguồn vốn lớn với thời hạn dài hơn, đáp ứng nhu cầu đầu tư của xã hội. Với phương thức

hoạt động như vậy, các TGTC trở thành các tổ chức “chứa đựng rủi ro”. Các rủi ro nảy sinh khi các khoản vay không có khả năng thu hồi, khi có sự chênh lệch về thời lượng giữa tài sản và nợ hoặc khi không đáp ứng được nhu cầu rút tiền mặt của người gửi tiền. hay khi tỷ giá ngoại tệ biến động. Chúng ta sẽ đi qua những loại rủi ro cơ bản của một TGTC: rủi ro lãi suất, rủi ro tín dụng, rủi ro ngoại hối và rủi ro thanh khoản.

3.4.1. Rủi ro lãi suất

Đây là rủi ro mang tính đặc trưng của bất kỳ một trung tài chính nào khi có sự chênh lệch về thời hạn giữa nguồn vốn và sử dụng vốn. Sự không cân xứng về thời hạn giữa tài sản và nợ xảy ra thường xuyên trong quá trình hoạt động của các TGTC cùng với sự biến động thường xuyên của mức lãi suất thị trường làm cho các tổ chức này rơi vào tình trạng rủi ro lãi suất. Rủi ro lãi suất được thể hiện ở hai dạng sau:

*** Rủi ro lãi suất do tái tài trợ tài sản Nợ**

Hành vi tái tài trợ tài sản Nợ xảy ra khi nguồn vốn huy động có thời hạn ngắn hơn yêu cầu sử dụng vốn. Trong trường hợp thời hạn của nguồn vốn huy động ngắn hơn thời hạn sử dụng vốn và lãi suất thị trường có xu hướng tăng lên cao hơn mức lãi suất đang đầu tư thì rủi ro lãi suất thực sự nảy sinh.

*** Rủi ro lãi suất do tái đầu tư tài sản Có**

Ngược lại với trường hợp trên, rủi ro lãi suất xảy ra khi thời hạn nguồn vốn lớn hơn thời hạn sử dụng vốn và nguồn vốn được đầu tư lại với lãi suất thấp hơn lãi suất huy động vốn do sự thay đổi của mức lãi suất thị trường.

Đo lường rủi ro lãi suất

Mức độ rủi ro lãi suất tiềm năng được đo lường bằng sự thay đổi giá trị tài sản ròng dự tính căn cứ vào chiều hướng biến động lãi suất và mức độ chênh lệch thời hạn của nợ và tài sản

Khái niệm giá trị thị trường của tài sản tài chính là giá trị quy về hiện tại của chúng với lãi suất thị trường được sử dụng làm lãi suất chiết khấu quy về hiện tại. Nếu lãi suất chiết khấu tăng lên thì giá trị quy về hiện tại giảm xuống. mặt khác nếu thời gian chiết khấu càng dài thì giá trị hiện tại càng giảm nếu lãi suất chiết khấu không đổi. Vì thế trong trường hợp thời hạn tài sản lớn hơn thời hạn nợ và lãi suất đang có xu hướng tăng lên thì giá trị tài sản sẽ giảm nhanh hơn giá trị nợ, ảnh hưởng đến giá trị vốn tự có. Ngược lại, nếu thời hạn tài sản nhỏ hơn thời hạn nợ và lãi suất đang có xu hướng giảm xuống thì giá trị tài sản

tăng chậm hơn giá trị thị trường của nợ và rủi ro lãi suất sẽ xuất hiện.

3.4.2. Rủi ro tín dụng

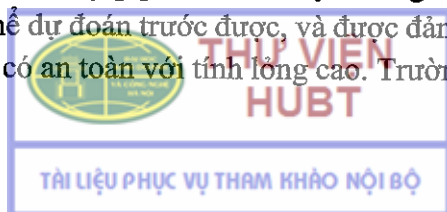
Rủi ro tín dụng phát sinh trong trường hợp các TGTC không thu được đầy đủ cả gốc là lãi của khoản vay, hoặc là việc thanh toán nợ gốc và lãi không đúng kỳ hạn. Như vậy khả năng trả nợ của người vay quyết định mức độ rủi ro tín dụng. Trong điều kiện bình thường, khi các TGTC tôn trọng các nguyên tắc và hoàn thành đầy đủ các quy định bắt buộc của quy trình cho vay đồng thời những người đi vay không bị ảnh hưởng bởi những rủi ro mang tính hệ thống thì xác suất của việc hoàn trả đầy đủ đúng hạn là rất cao (mặc dù nhỏ hơn 1). Rủi ro mất hoàn toàn vốn và lãi, vì thế thấp hơn nhiều, nhưng TGTC vẫn phải chịu đựng một mức rủi ro mất vốn bình quân nhất định. Tuy nhiên mức rủi ro tín dụng có thể giảm xuống nhờ khả năng phân tích, sàng lọc khách hàng, yêu cầu thế chấp và đa dạng hoá danh mục đầu tư được thực hiện bởi các TGTC.

3.4.3. Rủi ro tỷ giá

Hoạt động của các TGTC không chỉ trong phạm vi một quốc gia mà còn mở rộng ra phạm vi quốc tế. Điều này nằm trong trào lưu toàn cầu hoá các hoạt động tài chính, chiến lược tìm kiếm thị trường và đa dạng hoá danh mục đầu tư của các TGTC. Như vậy hoạt động và khả năng sinh lời của các tổ chức này không chỉ liên quan đến nội tệ mà cả ngoại tệ vì các tài sản tài chính của chúng được biểu hiện giá trị bằng ngoại tệ. Khi tỷ giá ngoại tệ biến động thì giá trị tài sản Có ròng bằng ngoại tệ thay đổi và rủi ro ngoại hối nảy sinh khi giá trị này âm. Điều này xảy ra trong hai trường hợp: Thứ nhất, các TGTC duy trì một tình trạng hối đoái trường hoặc đoán, tùy từng trường hợp mà sự tăng lên hay giảm đi của giá trị ngoại tệ so với nội tệ sẽ dẫn đến rủi ro giảm giá trị tài sản. Thứ hai, thời hạn tài sản Có ngoại tệ và tài sản Nợ ngoại tệ có sự chênh lệch dẫn đến rủi ro lãi suất khi lãi suất ngoại tệ biến động (tương tự như nguyên lý rủi ro lãi suất đã được trình bày). Để hạn chế rủi ro lãi suất, điều quan trọng là phải hạn chế mức độ của trạng thái hối đoái và tham gia vào các hoạt động kinh doanh ngoại hối, tự bảo hiểm.

3.4.4. Rủi ro thanh khoản

Rủi ro thanh khoản phát sinh khi những người gửi tiền đồng thời có nhu cầu rút tiền gửi tại các TGTC ngay lập tức. Thông thường loại hình các tổ chức nhận tiền gửi thường gặp phải rủi ro này. Trong điều kiện bình thường, nhu cầu rút tiền có thể dự đoán trước được, và được đảm bảo bằng dự trữ tiền mặt hoặc các tài sản có an toàn với tính lỏng cao. Trường hợp công chúng có



yêu cầu rút tiền ồ ạt chỉ xảy ra vào các mùa lễ, tết, kỳ nghỉ... và đặc biệt là khi người gửi tiền nghi ngờ sự an toàn và thiếu tin tưởng vào khả năng kinh doanh, thanh toán cũng như điều hành của các TGTC. Khi gặp phải trường hợp này, các TGTC thường phải bán các tài sản Có có tính lỏng thấp với giá rẻ hay vay NHTW. Cả hai biện pháp chỉ có thể áp dụng tạm thời và hầu như tác dụng của nó đối với việc trấn an tâm lý của công chúng là rất hạn chế. Từ chỗ đối phó với rủi ro thiếu khả năng thanh toán các TGTC lại phải đối phó với rủi ro phá sản.

Ngoài ra các TGTC còn gặp rủi ro trong các hoạt động ngoại bảng, rủi ro do áp dụng tiên bộ công nghệ hoặc rủi ro quốc gia khi thực hiện đầu tư nước ngoài. Rủi ro gắn liền với bản chất hoạt động của các TGTC. Cố gắng loại bỏ rủi ro đồng nghĩa với hy sinh lợi nhuận và thủ tiêu các chức năng TGTC. Vì thế các TGTC phải có khả năng khống chế rủi ro trên cơ sở sử dụng các giải pháp kiểm soát và giảm thiểu rủi ro để sinh lời và hoàn thành vai trò chuyển giao vốn từ tiết kiệm đến đầu tư.

3.4.5. Rủi ro hoạt động

Theo Ủy ban Basel về giám sát Ngân hàng: *“Rủi ro hoạt động hay còn được gọi là rủi ro tác nghiệp, rủi ro vận hành là rủi ro gây ra tổn thất do các nguyên nhân như con người, sự không đầy đủ hoặc vận hành không tốt các quy trình, hệ thống; các sự kiện khách quan bên ngoài”*.

Rủi ro hoạt động bao gồm: Rủi ro do quy chế, quy trình nghiệp vụ; Rủi ro do cán bộ ngân hàng; Rủi ro do tác động từ bên ngoài; Rủi ro từ hệ thống công nghệ thông tin; Rủi ro do các nguyên nhân khác.

Khác với rủi ro tín dụng và rủi ro thị trường chỉ liên quan đến một hoặc một số bộ phận của ngân hàng, rủi ro hoạt động có liên quan đến toàn bộ các bộ phận. Rủi ro hoạt động là loại rủi ro có mặt trong hầu hết tất cả các giao dịch và hoạt động của ngân hàng nhưng lại khó lường nhất. Phạm vi và thời gian xảy ra rủi ro hoạt động rất lớn, nó có thể xảy ra bất kỳ lúc nào trong thời gian hoạt động của ngân hàng.

Ví dụ 1: Ngân hàng gặp sự cố hệ thống máy tính bị treo do virus, hoặc mất điện nguồn hệ thống thì toàn bộ hoạt động của ngân hàng sẽ bị ngưng trệ.

Ví dụ 2: Giám đốc Ngân hàng và kế toán trưởng cấu kết làm giả chữ ký khách hàng để thực hiện rút và chiếm đoạt 10 tỷ đồng sổ tiết kiệm tiền gửi của khách hàng

Ví dụ 3: Ngân hàng thực hiện quy trình nghiệp vụ huy động vốn không phù hợp với quy định hiện hành của các cơ quan quản lý.

Từ các ví dụ trên có thể thấy nguyên nhân gây ra rủi ro hoạt động xuất phát từ các yếu tố bên trong nội bộ ngân hàng với các hoạt động như lừa đảo, biển thủ, giả mạo giấy tờ, ăn cắp thông tin, thực hiện giao dịch không đúng thẩm quyền, cố ý làm trái các quy định của ngân hàng, của pháp luật... hoặc từ các yếu tố bên ngoài như hành vi cố ý lừa đảo của khách hàng, thay đổi trong chính sách hoặc từ các sự kiện không mong muốn như thiên tai, bệnh dịch.

Đây là một loại rủi ro rất khó lường trước, do đó việc theo dõi và thống kê xu hướng diễn biến của các tổn thất gây ra bởi rủi ro hoạt động để có những biện pháp điều chỉnh phù hợp là bước đi tất yếu của quản trị ngân hàng hiện đại.

=====

TÓM TẮT

1. Hệ thống TGTC đảm nhiệm chức năng dẫn truyền vốn từ chủ thể thặng dư vốn sang chủ thể thiếu hụt vốn trong phạm vi toàn xã hội. Nằm trong hệ thống TGTC gồm có hệ thống các ngân hàng trung gian và các TGTC phi ngân hàng.

2. Ngân hàng là các TGTC phi ngân hàng có đặc điểm hoạt động chung là nhận tiền gửi như là nguồn vốn chủ yếu và sử dụng số tiền đó để cho vay và cung ứng các dịch vụ thanh toán cho khách hàng. Tuy vậy các đặc điểm truyền thống của ngân hàng đang thay đổi nhanh chóng do sự pha trộn với các loại hình TGTC khác.

3. Ngân hàng thương mại hoạt động thuần túy mang tính kinh doanh. Ngoài chức năng trung gian tín dụng như các TGTC khác, NHTM thực hiện các chức năng riêng có bao gồm: là thủ quỹ cho xã hội và thông qua đó thực hiện chức năng trung gian thanh toán. Khả năng tạo tiền gửi thanh toán là sự kết hợp giữa chức năng trung gian thanh toán và chức năng trung gian tín dụng của hệ thống NHTM.

4. Nguồn vốn của NHTM chủ yếu là nguồn tiền gửi. Ngoài ra, các ngân hàng còn bổ sung nguồn vốn bằng cách vay các TCTD khác, vay của công chúng bằng cách phát hành các chứng từ có giá hoặc vay NHTW. Việc kết hợp nguồn tiền gửi và nguồn đi vay tạo cho ngân hàng có được nguồn vốn chủ động, linh hoạt đáp ứng nhu cầu kinh doanh trong điều kiện xu hướng cạnh tranh ngày càng tăng trong hệ thống các TGTC.

5. Hoạt động kinh doanh chủ yếu của NHTM là cấp các khoản tín dụng cho các chủ thể có nhu cầu, chủ yếu là tín dụng ngắn hạn. Hoạt động của các NHTM đang ngày càng mở rộng sang phát triển các dịch vụ tài chính thu phí và các lĩnh vực khác.

6. Các ngân hàng hoạt động vì mục đích đặc biệt bao gồm: ngân hàng phát triển, ngân hàng chính sách và ngân hàng hợp tác. Việc hình thành các loại ngân hàng hoạt động theo mục đích tùy thuộc vào nhu cầu phát triển kinh tế của từng quốc gia cũng như từng thời kỳ phát triển của quốc gia đó. Ở Việt Nam hiện nay đã có NHTM, ngân hàng chính sách, ngân hàng phát triển, hệ thống quỹ tín dụng nhân dân. Các hoạt động mang tính chất của ngân hàng

đầu tư hiện đang được thực hiện bởi các NHTM.

7. Các TGTC phi ngân hàng là loại hình tổ chức được phép thực hiện một số hoạt động ngân hàng nhưng không được nhận tiền gửi không kỳ hạn và do đó không có khả năng cung ứng các dịch vụ thanh toán không dùng tiền mặt. Có nhiều loại tổ chức tài chính: các TGTC và các tổ chức tài chính khác không thực hiện vai trò huy động vốn để cho vay.

8. Các TGTC phi ngân hàng bao gồm: các quỹ bảo hiểm, quỹ hưu trí, các công ty tài chính... Các tổ chức tài chính khác còn lại không thực hiện vai trò trung gian giữa người tiết kiệm và người đầu tư mà chủ yếu là cung ứng các dịch vụ uỷ thác, hoặc kinh doanh trên TTTC để kiếm chênh lệch giá bằng nguồn vốn tự có.

9. Các tổ chức tài chính phi ngân hàng đã góp phần quan trọng vào quá trình tái sản xuất xã hội thông qua việc cung cấp nguồn vốn cũng như các dịch vụ tài chính phong phú khác. Vai trò này được thể hiện như sau:

- ✓ Kích thích và tập trung nguồn vốn tiết kiệm nhỏ, lẻ tẻ;
- ✓ Tạo cơ hội sinh lời cho cá nhân thông qua cung ứng các công cụ nợ thích hợp;
- ✓ Thúc đẩy đầu tư trên cơ sở cải thiện tình trạng cạnh tranh và tạo điều kiện nâng cao năng suất lao động.
- ✓ Cung cấp các công cụ bảo hiểm rủi ro trong đầu tư.

10. Khi thực hiện chức năng TGTC có nghĩa là các tổ chức này chấp nhận rủi ro để kiếm lời. Các rủi ro chủ yếu trong kinh doanh tiền tệ bao gồm:

- ✓ Rủi ro tín dụng là rủi ro do không thu hồi nợ đầy đủ và đúng hạn;
- ✓ Rủi ro lãi suất là rủi ro nảy sinh khi có sự chênh lệch thời hạn giữa tài sản nợ và tài sản có trong điều kiện lãi suất thị trường biến động;
- ✓ Rủi ro ngoại hối là loại rủi ro liên quan đến sự biến động tỷ giá trong điều kiện các TGTC đang duy trì tình trạng hối đoái;
- ✓ Rủi ro thanh khoản là rủi ro liên quan đến việc không thực hiện được các nghĩa vụ tài chính cho các khách hàng một cách trôi chảy.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Giải thích bản chất hoạt động của ngân hàng trong hai trường hợp:

- Ngân hàng là thủ quỹ cho các chủ thể kinh tế trong xã hội và
- Ngân hàng là người đi vay để cho vay.

2. Sự khác biệt giữa ngân hàng thương mại và các ngân hàng trung gian khác (về mục đích, nguồn vốn và sử dụng vốn).

3. Một ngân hàng thương mại A có bảng cân đối tài sản tại một thời điểm như sau (đơn vị tỷ đồng):

Tài sản		Nguồn vốn	
- Dự trữ	: 1	- Tiền gửi	: 50
- Cho vay	: 60	- Vay	: 6
		- Vốn tự có	: 5
- Tổng số	: 61	- Tổng số	: 61

Nếu khách hàng rút ra 600 triệu đồng tiền mặt, bảng cân đối tài sản thay đổi thế nào? Giả sử tỷ lệ dự trữ bắt buộc cho các loại tiền gửi là 10%, khi đó NHTM phải xử lý như thế nào để đảm bảo thoả mãn yêu cầu dự trữ bắt buộc.

4. Trình bày cơ cấu nguồn vốn của NHTM và giải thích ý nghĩa của từng nguồn vốn trong hoạt động kinh doanh ngân hàng. Để khơi tăng từng nguồn vốn có thể áp dụng các giải pháp nào?

5. Việc đầu tư vốn thông qua vai trò trung gian của ngân hàng giúp người đầu tư hạn chế rủi ro tín dụng so với việc đầu tư trực tiếp trên TTCK. Tại sao? Liên hệ với hoạt động của hệ thống NHTM Việt Nam hiện nay.

6. Giả sử bảng cân đối tài sản của một NHTM đang ở thế cân bằng. Việc thay đổi tỷ lệ dự trữ bắt buộc của NHTW sẽ tác động đến dư nợ tín dụng và do đó đến khối lượng tiền cung ứng thế nào. Cho ví dụ minh hoạ trường hợp tăng tỷ lệ dự trữ bắt buộc và giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

7. Ý nghĩa của nghiệp vụ ngân quỹ. Giải thích mối quan hệ giữa nghiệp vụ ngân quỹ và các nghiệp vụ sinh lãi của ngân hàng.

8. Tại sao các NHTM hiện đại có xu hướng mở rộng các hoạt động dịch vụ thu phí?

9. Nêu những điểm khác biệt giữa các TGTC phi ngân hàng với các ngân hàng. Tại sao nói ranh giới giữa các tổ chức này ngày càng bị xóa nhòa?
10. Nêu và nhận xét những nét lớn về thực trạng hoạt động của NHTM Việt Nam hiện nay.
11. Trình bày đặc trưng hoạt động của các tổ chức bảo hiểm. Nêu thực trạng kinh doanh bảo hiểm hiện nay ở Việt Nam.
12. Phân biệt mô hình công ty tài chính và công ty cho thuê tài chính ở Việt Nam. Thực trạng và những vấn đề nảy sinh.
13. Trình bày những chức năng chủ yếu của công ty chứng khoán đang hoạt động hiện nay ở Việt Nam. Vai trò của chúng trong giao dịch chứng khoán được thể hiện thế nào?
14. Trình bày thực trạng hoạt động và sự phát triển của các tổ chức tài chính phi ngân hàng ở Việt Nam trong thời gian qua. Sự phát triển này có ảnh hưởng như thế nào đến hoạt động của hệ thống ngân hàng Việt Nam?

Chương 4

CUNG - CẦU TIỀN

4.1. BẢN CHẤT, CHỨC NĂNG CỦA TIỀN TỆ

4.1.1. Bản chất tiền tệ

4.1.1.1. Sự ra đời của tiền tệ

Sự tiến triển không ngừng các hoạt động kinh tế dưới những hình thức khác nhau là động lực cho sự ra đời và phát triển của hệ thống tiền tệ. Quá trình ra đời của tiền tệ có thể chia thành hai giai đoạn: trao đổi trực tiếp và trao đổi gián tiếp.

Trao đổi trực tiếp là quá trình trao đổi diễn ra giữa hàng và hàng (H-H)

Điều kiện tiên quyết của quá trình trao đổi này là phải có sự trùng hợp kép về nhu cầu giữa những người tham gia trao đổi về thời gian, địa điểm trao đổi cũng như giá trị sử dụng của hàng hoá có nhu cầu trao đổi. Khả năng thực hiện các cuộc trao đổi này là rất ít vì chi phí cơ hội rất cao (chi phí thời gian, chi phí đợi chờ và chi phí tìm kiếm tác nhân thoả mãn nhu cầu trao đổi...). Tính chất ngẫu nhiên của quá trình trao đổi làm tốn thời gian và nguồn lực của cộng đồng, là cản trở lớn cho sự phát triển sản xuất xã hội. Mặt khác, khi năng suất lao động không ngừng tăng cao, phân công lao động xã hội ngày càng mở rộng thì khối lượng sản phẩm tham gia trao đổi ngày càng gia tăng về khối lượng, mở rộng về phạm vi và đa dạng hoá về mối quan hệ. Để đổi được sản phẩm theo yêu cầu, những người tham gia trao đổi phải thực hiện nhiều cuộc trao đổi trung gian. Số lần trao đổi trung gian tỷ lệ thuận với số lượng sản phẩm tham gia trao đổi. Hình thức trao đổi trực tiếp còn gây khó khăn cho việc xác định giá trị tương đối của hai loại hàng hoá tham gia trao đổi để hình thành tỷ lệ chuyển đổi cũng như việc xác định tiền lệ trả lại khi giá trị hai hàng hoá tham gia trao đổi không tương xứng về mặt giá trị. Vì thế quá trình trao đổi nhiều khi không được thực hiện trên cơ sở ngang giá. Như vậy, hình thức hàng đổi hàng có thể cho phép một người có được loại hàng hoá và dịch vụ mà anh ta không có kỹ thuật hoặc thời gian để tự sản xuất nhưng chúng cũng gây nhiều phiền hà làm cho hoạt động thương mại - do đó mà hoạt động sản xuất xã hội - chậm và không hiệu quả. Điều này làm xuất hiện một nhu cầu cấp bách mang tính tự phát là phải có một hình thức trao đổi khác đỡ tốn kém hơn và thuận lợi hơn thích ứng với quá trình chuyên môn hoá ngày càng trở nên sâu sắc.

Chương 4

CUNG - CẦU TIỀN

4.1. BẢN CHẤT, CHỨC NĂNG CỦA TIỀN TỆ

4.1.1. Bản chất tiền tệ

4.1.1.1. Sự ra đời của tiền tệ

Sự tiến triển không ngừng các hoạt động kinh tế dưới những hình thức khác nhau là động lực cho sự ra đời và phát triển của hệ thống tiền tệ. Quá trình ra đời của tiền tệ có thể chia thành hai giai đoạn: trao đổi trực tiếp và trao đổi gián tiếp.

Trao đổi trực tiếp là quá trình trao đổi diễn ra giữa hàng và hàng (H-H)

Điều kiện tiên quyết của quá trình trao đổi này là phải có sự trùng hợp kép về nhu cầu giữa những người tham gia trao đổi về thời gian, địa điểm trao đổi cũng như giá trị sử dụng của hàng hoá có nhu cầu trao đổi. Khả năng thực hiện các cuộc trao đổi này là rất ít vì chi phí cơ hội rất cao (chi phí thời gian, chi phí đợi chờ và chi phí tìm kiếm tác nhân thoả mãn nhu cầu trao đổi...). Tính chất ngẫu nhiên của quá trình trao đổi làm tốn thời gian và nguồn lực của cộng đồng, là cản trở lớn cho sự phát triển sản xuất xã hội. Mặt khác, khi năng suất lao động không ngừng tăng cao, phân công lao động xã hội ngày càng mở rộng thì khối lượng sản phẩm tham gia trao đổi ngày càng gia tăng về khối lượng, mở rộng về phạm vi và đa dạng hoá về mối quan hệ. Để đổi được sản phẩm theo yêu cầu, những người tham gia trao đổi phải thực hiện nhiều cuộc trao đổi trung gian. Số lần trao đổi trung gian tỷ lệ thuận với số lượng sản phẩm tham gia trao đổi. Hình thức trao đổi trực tiếp còn gây khó khăn cho việc xác định giá trị tương đối của hai loại hàng hoá tham gia trao đổi để hình thành tỷ lệ chuyển đổi cũng như việc xác định tiền lẻ trả lại khi giá trị hai hàng hoá tham gia trao đổi không tương xứng về mặt giá trị. Vì thế quá trình trao đổi nhiều khi không được thực hiện trên cơ sở ngang giá. Như vậy, hình thức hàng đổi hàng có thể cho phép một người có được loại hàng hoá và dịch vụ mà anh ta không có kỹ thuật hoặc thời gian để tự sản xuất nhưng chúng cũng gây nhiều phiền hà làm cho hoạt động thương mại - do đó mà hoạt động sản xuất xã hội - chậm và không hiệu quả. Điều này làm xuất hiện một nhu cầu cấp bách mang tính tự phát là phải có một hình thức trao đổi khác đỡ tốn kém hơn và thuận lợi hơn thích ứng với quá trình chuyên môn hoá ngày càng trở nên sâu sắc.



Trao đổi gián tiếp thông qua vật môi giới trung gian

Một vật được chấp nhận làm môi giới trung gian trong trao đổi và là phương tiện thanh toán các khoản nợ thì được coi là tiền tệ.

Sự xuất hiện vật môi giới trung gian trong trao đổi đã làm cho quá trình trao đổi trở nên thuận tiện hơn; yêu cầu phải có sự trùng hợp kép về nhu cầu trở nên không cần thiết. Những người có nhu cầu trao đổi hàng hoá chỉ cần đổi hàng hoá của mình ra tiền tệ và sử dụng chúng để đổi lấy hàng hoá cần thiết. Sở dĩ họ có thể làm như vậy vì tiền tệ có đặc tính trước hết là được chấp nhận chung làm phương tiện trao đổi cho cả thế giới hàng hoá. Nhờ đó, tiền tệ góp phần tăng nhanh tốc độ trao đổi hàng hoá, tiết kiệm chi phí trao đổi, đẩy mạnh quá trình chuyên môn hoá và hiệu quả sản xuất xã hội.

Yêu cầu của việc hoàn thiện quá trình trao đổi hàng hoá và sự thay đổi của các điều kiện trao đổi là lý do của sự phát triển các hình thái tiền tệ trong lịch sử lưu thông tiền tệ.

4.1.1.2. Sự phát triển các hình thái tiền tệ

**** Tiền hàng hoá***

Vào cuối thời kỳ La Mã cổ đại, các hàng hoá thông thường có tần số trao đổi nhiều nhất được lựa chọn một cách tự phát làm môi giới trung gian trong trao đổi. Trong những thời kỳ và ở những địa phương khác nhau, những loại hàng hoá khác nhau được lựa chọn làm phương tiện trao đổi: gia súc, thuốc lá, dầu ô liu... Tuy nhiên quá trình sử dụng loại tiền hàng hoá này dần bộc lộ những hạn chế:

- i/ Khó khăn trong việc chia nhỏ để trả lại tiền lẻ;
- ii/ Bị ảnh hưởng mạnh bởi điều kiện tự nhiên;
- iii/ Không thuận tiện trong di chuyển giữa các vùng khác nhau.

Vai trò tiền tệ sau đó được chuyển sang hàng hoá kim loại và cuối cùng là vàng.

**** Tiền vàng***

Vàng được chấp nhận trong lưu thông bởi những thuộc tính tự nhiên vốn có của nó thích hợp với vai trò phương tiện trao đổi cho thế giới hàng hoá: i/ dễ chia nhỏ, dễ hợp nhất, ii/ bền vững, không bị ảnh hưởng bởi điều kiện tự nhiên, iii/ có giá trị lớn trong một khối lượng nhỏ - dễ di chuyển. Đầu tiên các thỏi vàng với những trọng lượng và hình dạng khác nhau được sử dụng làm phương tiện trao đổi, sự bất tiện của nó chính là động lực để hình thành nên

các đồng tiền đúc bằng vàng với trọng lượng, hình dáng và kích thước thống nhất. Lưu thông tiền đúc bằng vàng kéo dài từ 1870 đến 1914 và được coi là thời kỳ lưu thông tiền tệ ổn định nhất góp phần quyết định đến sự phát triển kinh tế và thương mại quốc tế trong thời kỳ này.

Tuy vậy sự bất lợi của lưu thông tiền vàng dần bộc lộ: i/ Tiền vàng nặng nên việc di chuyển vàng với khối lượng lớn trở nên bất tiện, và điều quan trọng là ii/ Việc lưu thông tiền vàng không đáp ứng được nhu cầu của sản xuất và trao đổi hàng hoá ngày càng tăng lên, vàng trở nên khan hiếm, kích thích mong muốn tích trữ vàng. Nhu cầu tích trữ vàng và đẩy các dấu hiệu của nó ra lưu thông ngày càng trở nên phổ biến thực chất là hành vi tuyên bố một cách tự phát sự chấm dứt vai trò tiền tệ của vàng.

*** Tiền giấy**

Phần lớn các loại tiền trước đây đều có giá trị hoặc có thể thoả mãn nhu cầu giá trị sử dụng nào đó của con người và chính vì thế mà nó được chấp nhận làm phương tiện trao đổi. Tuy nhiên, việc sử dụng tiền bằng giấy trong lưu thông đã làm thay đổi hẳn quan niệm về tiền tệ: “Ích lợi của bản thân tiền tệ lại là cái ít quan trọng nhất của nó... Người ta muốn có tiền với danh nghĩa là tiền chứ không phải là hàng hoá, không phải vì bản thân nó mà vì những thứ mà dùng nó có thể mua được” (Samuelson và Nordhaus - Kinh tế học, quyển I- xuất bản lần thứ 12). Hiển nhiên tiền giấy có lợi thế ở chỗ: i/ Nhẹ dễ di chuyển với khối lượng lớn; ii/ Chi phí in ấn, khắc chạm và đảm bảo an toàn rẻ; iii/ Dễ dàng hình thành một kết cấu tiền với các mệnh giá khác nhau thuận tiện cho quá trình trao đổi hàng hoá. Tuy nhiên, lưu thông tiền giấy rất dễ rơi vào tình trạng bất ổn định vì việc giữ cho tiền giấy khan hiếm trong lưu thông và điều chỉnh cho nó phù hợp với nhu cầu trao đổi của hàng hoá là một nghệ thuật phức tạp.

*** Tiền qua ngân hàng**

Sự phát triển của hệ thống thanh toán cùng với vai trò của các ngân hàng cho phép sử dụng séc và các phương tiện thanh toán khác để luân chuyển số dư trên các tài khoản tiền gửi ở ngân hàng phục vụ cho quá trình luân chuyển hàng hoá. Việc sử dụng các công cụ này cho phép có thể thực hiện được các giao dịch mà không cần xuất hiện tiền mặt. Những lợi thế của việc sử dụng tiền qua ngân hàng thông qua séc là:

1/ Tiết kiệm chi phí giao dịch vì có nhiều khoản thanh toán có thể bù trừ cho nhau thông qua ngân hàng;

2/ Tăng cường hiệu quả kinh tế do tăng nhanh tốc độ lưu thông hàng hoá;

3/ Séc có thể được viết với bất kỳ lượng tiền nào trong phạm vi số dư tài khoản khiến cho việc thanh toán những món tiền lớn được thực hiện một cách dễ dàng hơn.

Tuy vậy việc dùng séc cũng có những hạn chế của nó do cần thời gian để chuyển séc từ nơi này đến nơi khác, hoặc thời gian cần thiết để có thể sử dụng số dư trên tài khoản cho thanh toán séc làm tăng chi phí về thời gian chờ đợi. Mặt khác, các chi phí giành cho việc xử lý các chứng từ thanh toán cũng gây nên sự tổn kém đáng kể cho xã hội.

Sự phát triển không ngừng với tốc độ nhanh của công nghệ điện tử và tin học cũng như sự ứng dụng của chúng trong công nghiệp ngân hàng đang hứa hẹn một hệ thống thanh toán hiệu quả và ít tổn kém trong đó việc sử dụng các công cụ thanh toán điện tử trở nên phổ biến. Điều này cho phép tiết giảm tối đa việc sử dụng tiền mặt trong lưu thông và khắc phục được những hạn chế của hệ thống chi trả trên cơ sở sử dụng séc ngày nay.

4.1.1.3. Tính chất của tiền tệ

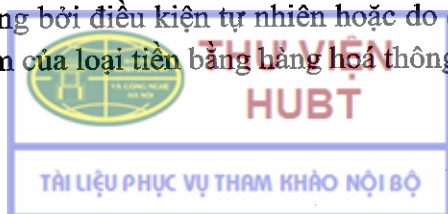
Việc nghiên cứu sự phát triển các hình thái tiền tệ cho thấy rằng việc một vật nào đó được chấp nhận trong lưu thông với tư cách là tiền tệ không phải vì nó có giá trị mà ngược lại khi được chấp nhận là tiền tệ thì vật đó trở nên có giá trị, đó là khả năng mua của nó. Để được chấp nhận là phương tiện trao đổi một vật nào đó phải thoả mãn các tính chất sau:

*** *Tính được chấp nhận:*** Là đặc tính quan trọng nhất của tiền tệ. Giờ đây chúng ta đã biết yếu tố quyết định việc người ta có chấp nhận đồng tiền đó không là khả năng đổi ra hàng hoá của nó. Dĩ nhiên khi khả năng này không thực hiện được hoặc bị nghi ngờ thì đồng tiền sẽ không được chấp nhận - hình thức trao đổi trực tiếp sẽ xuất hiện.

*** *Tính dễ nhận biết:*** Để hỗ trợ cho tính chấp nhận thì tiền phải có khả năng dễ nhận biết. Những dấu hiệu và các đặc thù riêng của đồng tiền kim loại và tiền giấy sẽ quyết định khả năng này.

*** *Tính có thể chia nhỏ được:*** Nhằm thực hiện giá trị của các loại hàng hoá với các giá trị trao đổi khác nhau, thuận tiện trong việc tính toán tiền lẻ trả lại. Tính chất này khắc phục được hạn chế của quá trình trao đổi hiện vật.

*** *Tính lâu bền:*** Đảm bảo cho tiền tồn tại được một thời gian thích hợp mà không bị hư hỏng bởi điều kiện tự nhiên hoặc do quá trình sử dụng, đây chính là nhược điểm của loại tiền bằng hàng hoá thông thường.



* **Tính dễ vận chuyển:** Tiền được sử dụng làm phương tiện trao đổi, có thể ở những vùng khác nhau, sự công kênh, nặng nề của tiền sẽ cản trở quá trình trao đổi hàng hoá. Tính dễ vận chuyển sẽ làm cho quá trình trao đổi trở nên nhanh chóng thuận tiện hơn.

* **Tính khan hiếm:** Để được chấp nhận trong trao đổi, tiền tệ phải có giới hạn về mặt khối lượng; các loại tiền hàng hoá có giới hạn vì bản thân nó có giá trị và là sản phẩm của lao động, chúng có khả năng cất trữ và tự phát điều tiết khối tiền trong lưu thông và luôn giữ cho nó khan hiếm. Tiền giấy có thể khan hiếm bởi Nhà nước thường sử dụng các chính sách để kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền trong lưu thông.

* **Tính đồng nhất:** Có nghĩa là bất kỳ đồng tiền nào trong một chế độ tiền tệ đều phải có thiết kế, kích thước và sức mua như nhau nếu có cùng mệnh giá.

4.1.2. Các chức năng của tiền tệ

Dù tiền tệ thể hiện dưới dạng là vỏ sò, hạt tiêu, miếng vàng hay tiền giấy, chúng đều thực hiện 3 chức năng cơ bản sau đây:

4.1.2.1. Phương tiện trao đổi

Trong hầu hết các giao dịch trên thị trường trong một nền kinh tế, tiền - dưới dạng tiền mặt hoặc tiền gửi ngân hàng - đều đóng vai trò phương tiện trao đổi - thực chất là thực hiện giá trị của hàng hoá; có nghĩa là nó được sử dụng để mua bán, thanh toán tiền hàng hoá, dịch vụ. Chức năng phương tiện trao đổi của tiền tệ khắc phục được những hạn chế của quá trình trao đổi trực tiếp, nhờ đó mà tiết kiệm các chi phí giao dịch liên quan đến việc tìm kiếm, chờ đợi tác nhân có khả năng thoả mãn nhu cầu trao đổi. Điều này góp phần làm tăng tính hiệu quả của quá trình sản xuất xã hội khi thúc đẩy quá trình chuyên môn hoá và phân công lao động xã hội.

4.1.2.2. Đơn vị tính toán giá trị

Các hàng hoá khi trao đổi với nhau cần có sự so sánh để hình thành tỷ lệ trao đổi. Chức năng này của tiền tệ biểu hiện giá trị hàng hoá thành tiền, nhờ đó mà các hàng hóa có thể so sánh với nhau về mặt lượng. Điều này có tầm quan trọng rất lớn do tiết kiệm được các chi phí giao dịch bởi số lần hình thành giá trung gian trong trao đổi trực tiếp. Chi phí này càng trở nên nặng nề khi số lượng hàng hoá tham gia trao đổi tăng lên và số lần hình thành giá trung gian nhiều lên gấp bội. Về mặt này, chức năng tính toán giá trị cũng góp phần vào việc tăng cường tính hiệu quả của sản xuất xã hội.



4.1.2.3. Phương tiện tích lũy giá trị

Chức năng này của tiền tệ giúp để tích lũy sức mua trong thời gian nhận thu nhập cho đến khi sử dụng chúng bởi thu nhập của con người thường không được sử dụng ngay lập tức mà được giữ lại vì nhiều lý do cho đến khi có nhu cầu chi tiêu. Trong thực tế có nhiều hình thức để tích lũy giá trị: Tiền tệ, trái phiếu, cổ phiếu, nhà đất... Mặc dù các hình thức tích lũy giá trị khác (ngoài tiền tệ) có thể đem lại cho người sở hữu một mức sinh lời nhất định nhưng công chúng vẫn tích lũy giá trị dưới hình thức tiền tệ với một tỷ lệ nhất định bởi sự an toàn và tính lỏng của tiền tệ. Khả năng sử dụng tiền tệ như là phương tiện tích lũy giá trị phụ thuộc vào sự ổn định của đồng tiền được đo lường bằng sức mua của nó.

4.1.3. Vai trò của tiền tệ

4.1.3.1. Vai trò tiền tệ đối với kinh tế vĩ mô

Sau khủng hoảng kinh tế tài chính thế giới 1929-1933, vấn đề quản lý vĩ mô nền kinh tế nhằm giảm nhẹ các biến động chu kỳ và thiết lập các cân đối chủ yếu của nền kinh tế trở thành yêu cầu cấp bách của hầu hết các quốc gia. Trong trào lưu này tiền tệ ngày càng tỏ rõ là công cụ quản lý kinh tế vĩ mô sắc bén và có hiệu quả trên cơ sở lợi dụng cơ chế thị trường để tác động vào các mục tiêu cơ bản của kinh tế vĩ mô: sản lượng giá cả, và công ăn việc làm.

Trước hết tiền tệ được sử dụng để xây dựng kế hoạch phát triển kinh tế quốc dân và thiết lập các mối quan hệ cân đối về mặt giá trị trong toàn bộ nền kinh tế.

Các chính sách kinh tế vĩ mô được xây dựng trên cơ sở lợi dụng các chức năng của tiền tệ như: chính sách tài chính, chính sách thu nhập, chính sách kinh tế đối ngoại và CSTT. Các chính sách này tác động vào các biến số kinh tế vĩ mô trung gian như: thuế, chi tiêu ngân sách, giá cả, thu nhập, tỷ giá, lượng tiền cung ứng và lãi suất qua đó mà đạt được các mục tiêu của nền kinh tế.

Tiền tệ còn là công cụ để xây dựng một hệ thống chi tiêu kiểm soát về mặt giá trị mọi mặt hoạt động kinh tế, là căn cứ để thanh tra giám sát và xử lý các vi phạm nhằm đảm bảo sự ổn định và trôi chảy trong các hoạt động kinh tế của một quốc gia.

Tiền tệ thông qua chức năng của nó là cơ sở để hình thành nên hoạt động tài chính tín dụng nhằm phân phối lại vốn tiền tệ trong toàn bộ nền kinh tế một cách có hiệu quả.

4.1.3.2. Vai trò tiền tệ đối với kinh tế vi mô

Kinh tế vi mô đề cập đến hoạt động kinh doanh của từng doanh nghiệp



và cá nhân trong nền kinh tế. Tiền tệ là phương tiện đo lường, thúc đẩy tính hiệu quả trong kinh doanh và khả năng cạnh tranh của từng chủ thể kinh doanh. Cụ thể:

Thứ nhất, tiền tệ được sử dụng để xác định tổng chi phí, tổng thu nhập trên cơ sở đó mà tính toán lỗ lãi là căn cứ để quyết định hướng đầu tư.

Thứ hai, tiền tệ được sử dụng để xây dựng các định mức kinh tế kỹ thuật, mức tiêu hao nguyên vật liệu làm tiêu chuẩn đo lường tính hiệu quả của việc sử dụng nguồn lực trong kinh doanh và kích thích tính cạnh tranh nhằm hạ thấp giá thành và nâng cao chất lượng sản phẩm.

Tiền tệ thông qua các chức năng của nó như một thứ dầu bôi trơn cho cỗ máy tái sản xuất mở rộng của từng doanh nghiệp hoạt động trôi chảy từ khâu dự trữ, sản xuất đến khâu lưu thông, tiêu thụ sản phẩm.

4.2. MỨC CẦU TIỀN

4.2.1. Khái niệm mức cầu tiền

Mức cầu tiền là số lượng tiền mà dân chúng, các doanh nghiệp và các tổ chức xã hội, các cơ quan Nhà nước cần giữ tại một thời điểm nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng và bảo toàn giá trị trong điều kiện giá cả và các biến số vĩ mô cho trước.

Khác với nhu cầu giữ hàng hoá nhằm thoả mãn yêu cầu về một giá trị sử dụng nhất định, nhu cầu về giữ tiền xuất phát từ khả năng trao đổi của tiền chứ không xuất phát từ bản thân nó - như vậy, khi đề cập đến nhu cầu giữ tiền là ngụ ý nhu cầu giữ tiền thực tế. Nói cách khác, người ta nắm giữ hàng hóa là vì bản thân hàng hóa đó, còn người ta giữ tiền không phải vì bản thân đồng tiền mà vì những thứ dùng tiền có thể mua được.

Tuy nhiên, hai nhu cầu này có điểm giống nhau là đều có giới hạn. Giới hạn giữ tiền bị chi phối bởi ít hay nhiều yếu tố tùy theo quan điểm của từng nhà kinh tế. Điều này được thể hiện qua nội dung các lý thuyết cầu tiền.

4.2.2. Các học thuyết về cầu tiền

4.2.2.1. Học thuyết số lượng tiền tệ của Fisher

Học thuyết số lượng tiền tệ được các nhà kinh tế cổ điển khởi xướng trong thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20.

Lý thuyết số lượng tiền tệ được thể hiện rõ nhất trong cuốn sách Sức mua của tiền tệ xuất bản năm 1911 của nhà kinh tế học Mỹ Irving Fisher. Lý thuyết



này không đề cập trực tiếp đến cầu tiền mà đề cập đến cầu tiền gián tiếp thông qua phân tích “*tốc độ chu chuyển của tiền*” tức là, số lần bình quân trong một năm mà một đơn vị tiền tệ được chi ra để mua tổng số hàng hoá và dịch vụ được sản xuất trong nền kinh tế.

Tốc độ chu chuyển của tiền (V) thể hiện mối quan hệ giữa M với PY (trong đó P là mức giá cả và Y là tổng sản phẩm).

$$V = \frac{PY}{M} \quad (4.1)$$

Thu nhập có liên hệ đến số lượng tiền (M) và tốc độ (V) qua phương trình trao đổi:

$$MV = PY \quad (4.2)$$

Phương trình trao đổi quy định rằng: lượng tiền nhân với số lần bình quân mà lượng tiền này được chi tiêu trong một năm nhất định phải bằng tổng thu nhập danh nghĩa hoặc bằng tổng chi tiêu danh nghĩa để mua hàng hóa, dịch vụ sản xuất trong năm đó.

Quan điểm của Fisher cho rằng tốc độ (V) là khá bất biến trong ngắn hạn (do V phụ thuộc các yếu tố thuộc về thể chế), nên chuyển phương trình trao đổi thành Học thuyết số lượng tiền tệ. Học thuyết này phát biểu rằng: *Những thay đổi về mức thu nhập danh nghĩa hoàn toàn do những biến động trong số lượng tiền quyết định: khi lượng tiền (M) tăng gấp đôi, thì MV tăng gấp đôi và giá trị của thu nhập danh nghĩa PY cũng phải như vậy.*

Vì tin rằng Y trong phương trình trao đổi cũng không thay đổi trong thời hạn ngắn nên theo các nhà kinh tế cổ điển (bao gồm cả Irving Fisher), học thuyết số lượng tiền tệ còn hàm ý là nếu M tăng gấp đôi, vì V và Y không đổi, thì P cũng phải tăng gấp đôi. Đối với họ: *các biến động trong mức giá cả hoàn toàn do những thay đổi trong khối lượng tiền tệ gây nên.*

Trên thực tế, lý thuyết số lượng tiền tệ cho biết mọi người nắm giữ bao nhiêu tiền với một số lượng thu nhập cho trước, nên nó là một lý thuyết về cầu tiền. Có thể thấy điều này qua kết quả chia 2 vế của phương trình trao đổi cho V :

$$M = \frac{1}{V} PY \quad (4.3)$$

Khi TTTT cân bằng, số lượng tiền mà dân chúng nắm giữ (M) bằng số lượng tiền được yêu cầu (M^d). Thay M bằng M^d , xác định $k = \frac{1}{V}$ là một hằng số (do V là một hằng số), có thể viết lại phương trình trên như sau:

$$M^d = kPY \quad (4.4)$$



THƯ VIỆN
HUBT

Phương trình (6.4) cho biết rằng vì k không thay đổi, nên quy mô giao dịch do mức thu nhập danh nghĩa cố định PY tạo ra quyết định lượng tiền mà mọi người có nhu cầu nắm giữ. Như vậy, học thuyết số lượng tiền tệ của Fisher cho thấy cầu tiền thuần túy là một hàm số của thu nhập và lãi suất không có ảnh hưởng đến cầu tiền. Fisher đi đến quyết định này bởi vì ông tin rằng mọi người nắm giữ tiền chỉ để thực hiện giao dịch và không được tự do quyết định số lượng tiền tệ muốn nắm giữ.

4.2.2.2. Học thuyết cầu tiền của trường phái Cambridge

Trong khi Irving Fisher đang phát triển học thuyết số lượng của mình về cầu tiền, thì một nhóm nhà kinh tế cổ điển tại Cambridre (Anh) bao gồm cả Alfred Marshall và A.C. Pigou, cũng đang nghiên cứu cùng vấn đề đó với cách tiếp cận khác với cách tiếp cận của Fisher rất nhiều. Những nhà kinh tế Cambridge đặt câu hỏi xem các cá nhân sẽ muốn giữ bao nhiêu tiền trong một loạt các tình huống được giả định. Trong mô hình Cambridge, các cá nhân có một sự linh hoạt trong việc quyết định nắm giữ tiền và hoàn toàn không bị ràng buộc vào các yếu tố thuộc về thể chế. Vì vậy mà cách tiếp cận của Cambridge không xóa bỏ các ảnh hưởng của lãi suất đến cầu tiền.

Những nhà kinh tế cổ điển Cambridge thừa nhận rằng người ta nắm giữ tiền, bởi vì các lý do:

Thứ nhất, tiền đóng vai trò như một phương tiện trao đổi mà người ta cần dùng để tiến hành các giao dịch. Các nhà kinh tế Cambridge đồng ý với Fisher rằng cầu tiền phải bao gồm cầu tiền cho giao dịch mua bán hàng hóa dịch vụ và phần cầu tiền này tỷ lệ với thu nhập danh nghĩa.

Thứ hai, tiền tệ đóng vai trò như một phương tiện giữ của cải. Đây là một điểm khác biệt của nhà kinh tế Cambridge so với Fisher. Theo nhóm này, do của cải của một cá nhân tăng trưởng nên anh ta cần cất giữ của cải bằng cách nắm giữ một số lượng lớn hơn các tài sản – mà một trong các tài sản đó là tiền. Bởi vì các nhà kinh tế Cambridge tin rằng tài sản là tỷ lệ với thu nhập cho nên họ cũng tin rằng bộ phận của cải cấu thành của cầu tiền tệ tỷ lệ với thu nhập danh nghĩa.

Như vậy, theo trường phái Cambridge, người ta nắm giữ tiền không chỉ cho nhu cầu giao dịch mà còn cho nhu cầu tích lũy giá trị và nhu cầu giữ tiền phải tỷ lệ thuận với thu nhập danh nghĩa. Hàm cầu tiền mà họ đề xuất có dạng:

$$M^d = kPY \quad (4.5)$$

Trong đó k là hằng số của tính tỷ lệ và k có thể biến động trong thời hạn ngắn bởi vì những quyết định dùng bao nhiêu tiền để cất giữ của cải phụ thuộc vào hoa lợi và lợi tức dự tính về các tài sản khác mà cũng hoạt động như phương tiện cất giữ của cải. Nhưng về mặt dài hạn, k nói chung dao động rất ít và có thể xem là một hằng số. Như vậy, trường phái Cambridge nhấn mạnh sự lựa chọn của cá nhân và không bác bỏ ảnh hưởng của lãi suất đến cầu tiền.

4.2.2.3. Học thuyết cầu tiền của trường phái Keynes

*** Thuyết ưa thích tính lỏng của Keynes**

Thuyết ưa thích tính lỏng được John Maynard Keynes - nhà kinh tế học người Anh - trình bày trong cuốn sách nổi tiếng của mình phát hành năm 1936 với tựa đề *"Lý thuyết chung về việc làm, lãi suất và tiền tệ"*. Ông xây dựng Lý thuyết cầu tiền của mình với tên gọi *Lý thuyết ưa thích tính lỏng*. Trong lý thuyết, ông nêu câu hỏi: "Tại sao mọi người lại nắm giữ tiền?" và trả lời câu hỏi này bằng cách nêu ra ba động cơ nắm giữ tiền: động cơ giao dịch, động cơ dự phòng và động cơ đầu cơ.

Động cơ giao dịch

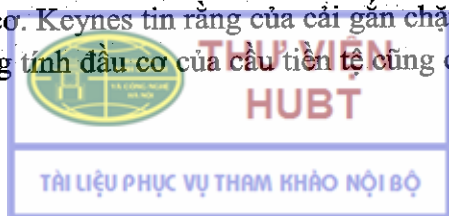
Mọi người nắm giữ tiền vì tiền là phương tiện trao đổi, giúp họ thực hiện các giao dịch hàng ngày. Ông gọi đó là động cơ giao dịch. Keynes cho rằng bộ phận cầu tiền hình thành bởi động cơ này, trước tiên được xác định bởi quy mô giao dịch. Do tin rằng quy mô giao dịch có tương quan thuận với thu nhập, nên theo ông cầu giao dịch - một bộ phận của cầu tiền - có tương quan thuận với thu nhập.

Động cơ dự phòng

Ngoài việc giữ tiền để thực hiện các giao dịch hiện tại, người ta còn nắm giữ tiền để đáp ứng nhu cầu chi tiêu bất ngờ, không thể dự kiến trước. Ông gọi đó là động cơ dự phòng. Keynes tin rằng quy mô cầu tiền dự phòng được xác định trước tiên bởi quy mô giao dịch mà người ta dự tính sẽ thực hiện trong tương lai và quy mô giao dịch đến lượt nó lại phụ thuộc vào thu nhập. Từ đó, ông kết luận cầu dự phòng có tương quan thuận với thu nhập.

Động cơ đầu cơ

Ngoài việc nắm giữ tiền cho các nhu cầu giao dịch và dự phòng, người ta còn nắm giữ tiền làm phương tiện cất giữ của cải. Ông gọi động cơ giữ tiền này là động cơ đầu cơ. Keynes tin rằng của cải gắn chặt với thu nhập nên bộ phận cầu thành mang tính đầu cơ của cầu tiền sẽ cũng có mối quan hệ thuận



với thu nhập. Tuy nhiên, khác với các nhà kinh tế học cổ điển, Keynes tìm hiểu kỹ hơn các nhân tố ảnh hưởng đến các quyết định giữ bao nhiêu tiền dưới dạng tài sản tích lũy giá trị của dân cư, trong đó đặc biệt là yếu tố lãi suất.

Để lý giải cho mối tương quan nghịch giữa lượng tiền đầu cơ và lãi suất hiện hành, trước tiên Keynes chia các tài sản dân chúng dùng cất giữ của cải thành hai loại: tiền và trái phiếu. Keynes giả định rằng lợi tức dự tính thu được từ tiền bằng 0, còn trái phiếu có thể đem lại lợi tức dự tính từ lãi suất và lãi về vốn dự kiến. Tiếp đó, ông giả định mọi người tin rằng lãi suất có chiều hướng quay về một giá trị thông thường nào đó và giải thích mối quan hệ giữa lãi suất hiện hành với cầu tiền đầu cơ. Nếu lãi suất hiện hành thấp hơn giá trị thông thường, người ta dự tính lãi suất sẽ tăng trong tương lai, giá trái phiếu dự tính giảm và vì thế họ dự tính phải chịu tổn thất về vốn. Kết quả là người ta rất có thể giữ của cải của mình bằng tiền hơn là bằng trái phiếu và cầu tiền tệ sẽ cao. Ngược lại, nếu lãi suất hiện hành cao hơn giá trị thông thường, cầu tiền tệ sẽ thấp. Từ suy luận này, Keynes kết luận: cầu đầu cơ có liên hệ âm với lãi suất.

Hàm cầu tiền của Keynes

Theo quan điểm của Keynes, số tiền công chúng muốn nắm giữ (mà ba động cơ đã chỉ ra) là số dư tiền thực tế (M^d/P) và cầu tiền là một hàm của lãi suất (i) và thu nhập thực tế (Y). Hàm số này được ông gọi là Hàm số ưa thích tiền mặt.

$$\frac{M^d}{P} = f(i, Y) \quad (4.6)$$

Dấu (-) dưới i trong hàm số ưa thích tiền mặt có nghĩa là cầu về số dư tiền mặt thực tế có liên hệ âm với i , trong khi dấu + dưới Y nghĩa là cầu về số dư tiền thực tế liên hệ dương với Y .

Phương trình (4.6) có thể viết lại như sau:

$$\frac{P}{M^d} = \frac{1}{f(i, Y)} \quad (4.7)$$

Nhân cả 2 vế của phương trình với Y và thừa nhận M^d có thể được thay thế bằng M trong điều kiện TTTT cân bằng, phương trình tốc độ chu chuyển tiền (V) theo học thuyết Keynes có dạng:

$$V = \frac{PY}{M} = \frac{Y}{f(i, Y)} \quad (4.8)$$

Phương trình (4.8) chỉ ra rằng i tăng, $f(i, Y)$ giảm xuống và do vậy tốc độ tăng lên. Nói cách khác, sự gia tăng trong lãi suất khuyến khích người ta nắm



giữ ít tiền hơn tại bất kỳ mức thu nhập nào đã cho trước. Do đó, tốc độ chu chuyển (tốc độ lưu thông) phải cao hơn. Lập luận này cũng hàm ý rằng, lãi suất biến động mạnh dẫn đến tốc độ lưu thông cũng biến động mạnh.

Phương trình (4.8) còn giúp giải thích một số biến động trong tốc độ lưu thông mang tính chu kỳ, khi chỉ ra rằng các biến động chu kỳ của lãi suất, sẽ dẫn đến những biến động chu kỳ của tốc độ.

Mô hình của Keynes về cầu tiền đầu cơ cung cấp một cách giải thích khác cho sự biến động mạnh của tốc độ. Nếu lãi suất bình thường dự kiến trong tương lai cao hơn mức lãi suất bình thường hiện tại, mọi người sẽ dự kiến giá trái phiếu giảm. Lợi tức dự kiến thu được từ trái phiếu giảm và tiền hấp dẫn hơn so trái phiếu. Kết quả cầu tiền tăng và tốc độ giảm. Như vậy, tốc độ sẽ thay đổi khi kỳ vọng về mức bình thường trong tương lai của lãi suất thay đổi và kỳ vọng không ổn định về những biến động trong tương lai của lãi suất bình thường có thể dẫn đến sự bất ổn định của tốc độ.

Tóm lại, Keynes đã mở rộng cách tiếp cận của Cambridge bằng cách nêu lên ba động cơ thúc đẩy người ta nắm giữ số dư tiền thực tế: Động cơ giao dịch, động cơ dự phòng và động cơ đầu cơ. Học thuyết của ông cho rằng cầu tiền giao dịch và cầu tiền dự phòng tỷ lệ với thu nhập. Bộ phận cầu tiền đầu cơ nhạy cảm với lãi suất cũng như những dự đoán về các chuyển động tương lai của lãi suất. Do vậy học thuyết này hàm ý rằng tốc độ rất không ổn định và không thể coi là một hằng số.

*** Những phát triển thêm vào cách tiếp cận của Keynes**

Sau thế chiến II, các nhà kinh tế bắt đầu áp dụng cách tiếp cận của Keynes vào cầu tiền tệ còn xa hơn nữa bằng cách phát triển nhiều thuyết chính xác hơn để giải thích ba động cơ của Keynes về việc giữ tiền. Bởi vì lãi suất được coi là một yếu tố tối quan trọng trong học thuyết tiền tệ, cho nên tiêu điểm then chốt của việc khảo sát này là để nhận thức tốt hơn vai trò của lãi suất trong cầu tiền tệ.

Mô hình cầu giao dịch của W. Baumol và J. Tobin

William Baumol và James Tobin độc lập phát triển mô hình tương tự nhau về cầu tiền trong những năm 1950. Trong quá trình phát triển mô hình, họ xem xét cách thức một cá nhân quyết định nắm giữ tiền nhiều hay ít trên cơ sở so sánh lợi ích và chi phí của việc giữ tiền với giả định cá nhân nhận được tiền một lần trong mỗi thời kỳ và chi tiêu số tiền đó trong cả thời kỳ theo một nhịp độ không đổi. Trong mô hình của họ, tiền không đem lại một

khoản lãi nào, được nắm giữ chỉ vì tiền có thể được dùng để thực hiện các giao dịch. Chi phí phải trả cho sự thuận tiện này là lãi suất mất đi mà họ có thể thu được nếu chuyển tiền đầu tư vào tài sản sinh lời.

Mô hình đề cập đến vai trò của các tài sản sinh lời - trái phiếu- khi nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu tiền cho giao dịch. Với sự xuất hiện của các công cụ sinh lời, các quyết định về lượng tiền bình quân được nắm giữ cho giao dịch phụ thuộc vào:

- Số lượng tiền cần chi tiêu trong kỳ: T
- Số lần chuyển đổi các trái phiếu sang tiền mặt để đảm bảo nhu cầu chi tiêu trong kỳ: N

Lượng tiền giao dịch bình quân được xác định theo công thức sau:

$$M^d = \frac{T}{2N} \quad (4.9)$$

N - số lần thực hiện bán các tài sản sinh lời - được quyết định bởi:

- Chi phí cơ hội của việc giữ tiền: i
- Chi phí giao dịch liên quan đến việc bán các tài sản sinh lời: b

Như vậy tổng chi phí để đạt được mức cầu tiền bình quân nhất định được xác định theo công thức sau:

$$bN + i \frac{T}{2N} \quad (4.10)$$

N sẽ được lựa chọn sao cho tổng chi phí này là thấp nhất. Giá trị tối thiểu của công thức (6.10) cho phép xác định N:

$$N = \sqrt{\frac{Ti}{2b}} \quad (4.11).$$

Mức cầu tiền bình quân cho giao dịch được xác định:

$$M^d = \sqrt{\frac{Tb}{2i}} \quad (4.12).$$

Các mối quan hệ trong đẳng thức (4.12) cho phép rút ra các kết luận sau:

+ Mức cầu tiền bình quân cho giao dịch đồng biến với thu nhập T mà không phải là mối quan hệ tỷ lệ thuận. Khi thu nhập tăng gấp đôi, theo công thức này, mức cầu tiền bình quân chỉ tăng 1.4 lần.

+ Nhu cầu nắm giữ tiền sẽ giảm đi khi lãi suất danh nghĩa i tăng lên làm cho chi phí cơ hội của việc giữ tiền tăng lên.

+ Nhu cầu nắm giữ tiền cho giao dịch sẽ tăng lên khi giá của việc chuyển đổi các tài sản tài chính sang tiền mặt tăng lên. Rõ ràng khi giá chuyển đổi này bằng 0 nhu cầu nắm giữ tiền cho giao dịch sẽ bằng 0.

Như vậy, mô hình W. Baumol và J. Tobin chứng minh rằng ngay cả số dư tiền tệ mà mọi người nắm giữ cho mục đích giao dịch cũng nhạy cảm với lãi suất.

Mô hình cầu tiền dự phòng

Các lý thuyết về cầu tiền dự phòng của Dornbusch và Fishcher (1990) đã được phát triển theo những đường nét tương tự như phương pháp của Baumol – Tobin. Trong mô hình cầu dự phòng, cá nhân cũng cân nhắc về những khoản lợi thu được do giữ số dư tiền mặt để dự phòng với thiệt hại bị mất lãi (chi phí cơ hội) do giữ tiền. Do vậy họ có một sự đổi chác tương tự sự đổi chác đối với số dư tiền mặt cho giao dịch. Vì lãi suất tăng lên, nên chi phí cơ hội về số dư tiền mặt dự phòng tăng và vì vậy số dư tiền mặt đó giảm xuống. Từ đó kết quả thu được tương tự kết quả thu được đối với sự phân tích của Baumol - Tobin về quan hệ với lãi suất: cầu dự phòng liên hệ âm với lãi suất (i).

Mô hình cầu tiền đầu cơ

Những phân tích của Keynes về cầu đầu cơ là không thỏa đáng khi cho rằng các cá nhân chỉ hoặc là giữ tiền hoặc là giữ trái phiếu và hầu như công chúng ít khi giữ cả hai cùng một. Do đó, Tobin đã phát triển một mô hình về cầu tiền đầu cơ nhằm tránh những điểm hạn chế này trong lý thuyết của Keynes.

Tư tưởng của Tobin khi xây dựng hàm cầu tiền về đầu cơ đó là dân chúng không chỉ quan tâm đến lợi tức dự tính của những tài sản mà mình nắm giữ mà họ còn quan tâm đến rủi ro của các lợi tức thu được từ mỗi loại tài sản này. Đặc biệt Tobin giả định đa số công chúng ghét rủi ro hay nói cách khác là họ không thích rủi ro.

Cũng giống như Keynes, Tobin chia tài sản mà dân cư nắm giữ với mục đích đầu cơ dưới hai dạng là tiền (tiền mặt, tiền gửi không kỳ hạn) và trái phiếu, trong đó tỷ suất lợi tức của tiền là bằng không, còn tỷ suất lợi tức của trái phiếu có thể âm, có thể dương phụ thuộc vào giá trái phiếu. Trên cơ sở đó, Tobin cho rằng kể cả khi tỷ suất lợi tức của trái phiếu là dương thì dân chúng có thể vẫn yêu thích tiền hơn trái phiếu do rủi ro của tiền gần như bằng không.

Các phân tích của Tobin cũng cho thấy dân chúng có thể giảm thiểu rủi ro bằng cách đa dạng hóa trong việc cất trữ tài sản, tức là, có thể giữ cả tiền và trái phiếu. Những phân tích về sự đa dạng hóa này của Tobin lý giải được

thói quen nắm giữ cả tiền và trái phiếu của dân cư nhằm cất trữ tài sản. Tuy nhiên, học thuyết của Tobin về cầu tiền đầu cơ chưa thực sự lý giải được sự tồn tại của cầu đầu cơ, hay nếu có những tài sản mà hầu như không có rủi ro như tiền nhưng lại có lợi tức cao hơn tiền thì nhu cầu nắm giữ tiền với mục đích đầu cơ của dân cư có còn hay không?

Tuy còn nhiều vấn đề chưa giải quyết được nhưng học thuyết của Tobin về cầu tiền đã giúp giải đáp được những vấn đề xung quanh quyết định lựa chọn tài sản cất trữ giá trị của công chúng.

Tóm lại, những lý thuyết phát triển thêm dựa trên nền tảng lý thuyết ưa thích tính lỏng của Keyens đã chỉ ra được mối quan hệ của lãi suất với cầu giao dịch và cầu dự phòng. Mặc dù còn chưa hoàn thiện các vấn đề liên quan đến cầu đầu cơ nhưng nó cũng chứng minh thêm sự đúng đắn Keynes khi cho rằng lãi suất có ảnh hưởng đến cầu tiền tệ và tốc độ vòng quay của tiền là biến đổi.

4.2.2.4. Thuyết số lượng tiền tệ hiện đại – Milton Friedman

Được phát triển từ nền tảng thuyết số lượng tiền tệ đơn giản, thuyết số lượng tiền tệ hiện đại mà đại diện là Milton Friedman nhấn mạnh đến vai trò trung gian trao đổi của tiền tệ khi nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng cho cả mục đích giao dịch và mục đích đầu tư. Điểm mấu chốt của quan điểm này là coi tiền tệ như một loại hàng hoá tiêu dùng lâu bền mang lại mức sinh lời ngầm khi cung cấp một phương tiện thuận tiện cho trao đổi với chi phí giao dịch thấp. Công chúng nắm giữ tiền cho đến khi mức sinh lời ngầm của tiền tệ ngang bằng với mức sinh lời công khai của các công cụ sinh lời khác. Có ba nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu tiền tệ với tư cách này

- *Tài sản (wealth) của các cá nhân và qui mô kinh doanh của các doanh nghiệp* quyết định quy mô nhu cầu tiền tệ với tư cách là công cụ đầu tư thông qua việc quyết định qui mô của danh mục đầu tư cũng như sự phân bổ giữa tiền tệ với các tài sản sinh lời khác. Lượng tiền giao dịch cũng được quyết định bởi nhân tố này. Bên cạnh đó tính lỏng của các thành phần tài sản của công chúng cũng quyết định quy mô tiền tệ được nắm giữ; khả năng chuyển đổi từ các hình thức tài sản khác như trái phiếu, cổ phiếu hoặc tài sản vật chất khác càng dễ dàng thì sự hấp dẫn của việc nắm giữ tiền càng giảm.

- *Chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền*: khác với quan điểm của trường phái Keynes, Milton Friedman chia các tài sản không phải là tiền tệ thành các loại khác nhau: cổ phiếu, trái phiếu và các hàng hoá khác. Vì thế chi phí

cơ hội của việc nắm giữ tiền không chỉ bao gồm lãi suất mà cả mức lạm phát kỳ vọng. Khi mức giá cả hàng hoá được dự tính tăng lên liên tục trong thời gian tới và vượt quá mức lãi suất của tiền tệ, chi phí cơ hội của việc giữ tiền tăng lên tạo nên sự dịch chuyển từ nhu cầu giữ tiền sang hàng hoá. Kết quả là nhu cầu tiền thực tế giảm xuống.

- *Thói quen và sở thích của công chúng*: nguyên nhân này ảnh hưởng đến mức cầu tiền đôi khi rất khó giải thích và nhiều khi nó làm sai lệch các phân tích về sự biến đổi mức cầu tiền tệ trên cơ sở các nhân tố ảnh hưởng trên. Chẳng hạn thói quen thích giữ tiền mặt, hoặc ưa thích mạo hiểm sẽ làm cho mức cầu tiền bình quân tăng lên hoặc giảm xuống.

Hàm cầu tiền tệ

Cũng như Keynes, Friedman thừa nhận công chúng muốn nắm giữ lượng tiền thực tế và hàm cầu tiền ông đưa ra là hàm cầu tiền thực tế. Từ sự phân tích các nhân tố ảnh hưởng tới cầu tiền, Milton Friedman xây dựng hàm cầu tiền cụ thể như sau:

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p^+, r_b^-, r_m^-, r_e^-, \pi^e - r_m) \quad (4.13)$$

Trong đó:

M^d/P : Mức cầu tiền thực tế

Y_p : thu nhập thường xuyên hay thu nhập trung bình dự tính dài hạn

r_m : Lãi suất dự tính của tiền tệ

r_b : Lãi suất dự tính của trái phiếu

r_e : Mức sinh lời dự tính của cổ phiếu (cổ phiếu thường)

π^e : Tỷ lệ lạm phát kỳ vọng.

Các dấu ở trên phương trình chỉ ra rằng cầu tiền tệ có mối tương quan thuận (+) hoặc nghịch (-) đến các số hạng ngay dưới dấu đó.

Theo Friedman cầu tiền tệ không nhạy cảm với lãi suất bởi khi lãi suất thay đổi thì bất kì sự thay đổi nào của lợi tức dự tính về các tài sản khác sẽ được bù lại bởi sự thay đổi của lợi tức dự tính về tiền. Như vậy, thu nhập thường xuyên là yếu tố quyết định đầu tiên của cầu tiền tệ. Thu nhập thường xuyên tăng sẽ làm cầu tiền tăng và ngược lại. Trong quan điểm về thu nhập thường xuyên, Milton Friedman chỉ ra rằng đây là thu nhập trung bình dự tính dài hạn, và vì thế những biến động của đại lượng

này là rất nhỏ. Điều này hàm ý cầu tiền sẽ không biến động nhiều với các chuyển động của chu kỳ kinh doanh và vì vậy, vòng quay tiền tệ là có thể dự đoán được.

4.2.3. Chứng cứ thực nghiệm về cầu tiền

Cầu tiền đóng vai trò quan trọng trong phân tích các chính sách kinh tế vĩ mô, đặc biệt trong việc hoạch định và thực thi CSTT của NHTW. Cầu tiền ổn định sẽ giúp cho các nhà hoạch định CSTT có thể dự báo và do vậy đưa ra kế hoạch cung ứng tiền phù hợp. Trong vài thập kỷ qua, có rất nhiều các nghiên cứu cả về lý luận và thực nghiệm về cầu tiền, nhằm xây dựng hàm cầu tiền chuẩn cho mỗi quốc gia.

Về cơ sở luận có thể thấy mỗi học thuyết về cầu tiền nhấn mạnh vào những chức năng khác nhau của tiền trong nền kinh tế. Vì vậy có sự khác biệt trong các kết luận về nhân tố ảnh hưởng đến cầu tiền.

Hàm cầu tiền phản ánh các nhân tố ảnh hưởng cũng như chiều hướng tác động của các nhân tố đó đến mức cầu tiền tệ được xây dựng dựa trên chuẩn mực của hàm cầu trong lý thuyết kinh tế vi mô:

$$D_A = f(P_A, P_S, P_C, P_Y, Z)$$

Trong đó:

D_A : Nhu cầu cho hàng hoá A

P_A : Giá của A

P_B : Giá của hàng hoá thay thế

P_C : Giá của hàng hoá bổ trợ

P_Y : Thu nhập danh nghĩa

Z: Các nhân tố khác.

Áp dụng hàm cầu tiền này vào hàng hoá tiền tệ; giá của việc nắm giữ tiền là hiệu số giữa mức sinh lời của các tài sản khác và mức sinh lời của tiền tệ; tài sản thay thế tiền tệ có thể là các tài sản có tính lỏng cao như tín phiếu Kho bạc, giá của hàng hoá thay thế này là chi phí giao dịch phải trả để chuyển đổi sang tiền. Thu nhập và tài sản ảnh hưởng đến mức cầu tiền tệ theo chiều hướng đồng biến.

Sau gần một thế kỷ kiểm nghiệm thực tế, các nhà kinh tế học hiện nay cho rằng mặc dù mức cầu tiền tệ bị ảnh hưởng bởi rất nhiều nhân tố nhưng trong đó có hai nhân tố chủ yếu:



Thứ nhất là chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền, có thể được biểu thị thông qua lãi suất trái phiếu hoặc tỷ suất lợi tức trung bình của danh mục trái phiếu,...

Thứ hai là các yếu tố về quy mô, thể hiện thước đo các giao dịch liên quan tới hoạt động của nền kinh tế, thường được biểu thị thông qua thu nhập, tài sản,...

Vì thế hàm cầu tiền thực tế có thể biểu diễn như sau:

$$(M/P)^d = L^d(Y, i).$$

Những dịch chuyển dọc đường cầu tiền thực tế là do sự thay đổi của lãi suất - chi phí cơ hội của tiền tệ. Sự tăng lên của thu nhập thực tế làm đường cầu tiền thực tế dịch sang phải phản ánh mức cầu tiền tăng lên tại mỗi mức lãi suất. Sự giảm đi của thu nhập thực tế làm đường cầu tiền dịch sang trái.

Việc xác định các nhân tố cụ thể cũng như mức độ co giãn của từng biến số đối với mức cầu tiền tệ tùy thuộc vào tình trạng cụ thể của từng nền kinh tế thông qua khảo sát các số liệu lịch sử và những điều chỉnh cần thiết.

Thực tiễn nghiên cứu định lượng về cầu tiền cho thấy kết quả ước lượng các mô hình phụ thuộc phần lớn vào việc lựa chọn biến số và việc lựa chọn cơ sở lý luận cầu tiền phù hợp. Đối với việc lựa chọn biến số thì việc lựa chọn biến số chi phí cơ hội là quan trọng nhất trong việc quyết định tính ý nghĩa của kết quả nghiên cứu. Đối với cơ sở lý thuyết thì các nghiên cứu thực nghiệm đều chỉ ra rằng việc lựa chọn hàm cầu tiền sẽ có kết quả kiểm định mang ý nghĩa thực tiễn hơn nếu như việc lựa chọn hàm cầu tiền có quan tâm đến thực trạng quốc gia nghiên cứu về sự phát triển kinh tế vĩ mô, sự phát triển khu vực tài chính, mức độ tự do hóa lãi suất, độ mở nền kinh tế, ...

Lựa chọn các biến:

Biến phụ thuộc: Vì việc tính toán và xác định khối tiền cần điều tiết không hoàn toàn giống nhau giữa các nước nên việc lựa chọn khối tiền nào trong ước lượng cầu tiền có thể khác nhau giữa các quốc gia. Ngoài ra tùy thuộc mục đích nghiên cứu người ta có thể ước lượng cầu tiền cho tổng các khối lượng tiền hoặc từng thành tố của khối lượng tiền

Biến độc lập:

✓ *Biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền:* Khi nắm giữ tiền, công chúng quan tâm đến lãi suất của bản thân khối lượng tiền và lãi suất của



các tài sản khác không phải là tiền. Việc lựa chọn biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền trước hết phụ thuộc vào việc lựa chọn biến phụ thuộc (biến ước lượng).

Nếu khối tiền hẹp (tiền giao dịch M1) được lựa chọn để ước lượng thì lãi suất của khối tiền có thể coi là bằng 0, lãi suất của các tài sản thay thế thì có thể lựa chọn: lãi suất tiền gửi tiết kiệm, lãi suất tín phiếu kho bạc, lãi suất trái phiếu chính phủ,...

Nếu khối tiền rộng (M2, M3,...) được lựa chọn để ước lượng thì chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền có thể được lựa chọn như: cổ tức, lãi suất trái phiếu công ty,...

Thực tiễn nghiên cứu cầu tiền cho thấy đối với các nước đang phát triển (có TTTC kém phát triển) và có tỷ lệ lạm phát cao thì tỷ lệ lạm phát dự tính được coi là biến phản ánh chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền phù hợp nhất. Với những nước có hiện tượng đô la hóa cao thì sự thay đổi của tỷ giá kỳ vọng cũng cần tính trong chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền.

Biến chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền có thể đưa vào mô hình dưới dạng loga hoặc giá trị. Hệ số ước lượng của biến chi phí cơ hội sẽ cho biết độ co giãn của cầu tiền đối với chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền.

✓ *Biến quy mô*: Biến quy mô thể hiện thước đo các giao dịch liên quan tới hoạt động của nền kinh tế nên nếu mô hình cầu tiền sử dụng biến phụ thuộc là khối tiền giao dịch thì biến quy mô thường được sử dụng là thu nhập còn nếu mô hình cầu tiền sử dụng biến độc lập là các khối tiền rộng thì biến quy mô được sử dụng là tài sản.

Biến thu nhập thường được lựa chọn trong các đại lượng: GNP, GDP, NNP, IO, GNE, ...

Biến tài sản là đại lượng khó đo lường vì vậy đại lượng này thường được thay thế bởi thu nhập thường xuyên.

Nghiên cứu về cầu tiền của các quốc gia

Tên nước và nhà nghiên cứu	Thời gian nghiên cứu	Tổng lượng tiền	Biến độc lập			Kết quả đạt được
			Biến quy mô	Lãi suất	Biến xác định khác	
MỸ						
Miller (1991)	1959:Q1-1987:Q4	ln(B), ln(M1), ln(M1A), ln(M2), ln(M3)	ln(real GNP)	ln(CPR4-6 tháng), ln(tỷ lệ cổ tức/giá)	ln(IPD)	Tồn tại mối liên hệ giữa M2 và GNP, IPD, CPR
ANH						
Drake và Chrystal (1994)	1976:Q2-1990:Q3	ln(M1d); ln(M2d); ln(M3d)	ln(real GDP)	Tỷ lệ lãi suất Benchmar; lãi suất của bản thân M2d và M3d	ln(GDPD); lạm phát tính theo GDPD; giá thuê ngầm ẩn divisia hoặc các chỉ số chi phí khi nắm giữ M1d, M2d, M3d; biến giả	Tồn tại mối liên hệ giữa các khối tiền nghiên cứu với tất cả các biến
NHẬT BẢN						
Arize và Shwiff (1993)	1973:Q1-1988:Q4	Ln (real M2)	Ln (real GNP); ln (giá tài sản thực tế)	ln(1+R)	ln(realXR); tỷ lệ lạm phát; ln(IGNPD)	Tồn tại mối liên hệ giữa M2 với các biến số real GNP, giá trị tài sản thực tế, real XR
INDONESIA						
Dekle và Pradhan (1997)	1974-1995	log(NM); log(BM); log(real NM); log(real BM)	log(real GDP)	TDR xét cho NM; MMR lấy trọng số theo tỷ lệ QM trong BM	log(CPI)	Không tìm thấy mối quan hệ giữa các khối tiền nghiên cứu và các biến độc lập



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

THÁI LAN						
Dekle và Pradhan (1997)	1978-1995	$\log(\text{NM}); \log(\text{BM}); \log(\text{real NM}); \log(\text{real BM})$	$\log(\text{real GDP})$	TDR xét cho NM; MMR lấy trọng số theo tỷ lệ QM trong BM	$\log(\text{CPI})$	Tồn tại mỗi liên hệ giữa NM danh nghĩa với các biến độc lập
MALAYXIA						
Sriram (1999)	1973: T8-1995: T12	$\ln(\text{M2/CPI})$	$\ln(\text{IIP})$	CBTD3M; tỷ lệ lãi suất chiết khấu tín phiếu 3 tháng	GP kỳ vọng; XD danh nghĩa; các biến giả theo mùa và cấu trúc	Tồn tại mỗi liên hệ giữa real M2 và các biến độc lập
Trong đó: Các khối tiền: B= Khối lượng tiền cơ sở; BM= Khối tiền rộng; CHP= Khối tiền công chúng nắm giữ; CC= Khối lượng tiền trong lưu thông; COB= Tiền ngoài hệ thống ngân hàng; DD= Các khoản tiền gửi không kỳ hạn; NM= khối tiền hẹp; QM= bán tệ; SD= các khoản tiền gửi tiết kiệm; TD= khối lượng tiền gửi không kỳ hạn. Các biến quy mô: DA= tổng chi tiêu của các tác nhân trong nước; GDE= tổng chi tiêu trong nước; GDP = tổng sản phẩm quốc nội; GNP= tổng sản phẩm quốc dân; IIP= chỉ số sản xuất công nghiệp; IO= sản lượng công nghiệp; NI- Thu nhập quốc dân; NNI=thu nhập quốc dân ròng. Lãi suất: CMR= lãi suất không kỳ hạn; CBDR= lãi suất chiết khấu của NHTW; CPR= lãi suất thương phiếu; CBR= lãi suất trái phiếu công ty; FDR= lãi suất tiền gửi cố định; LIBOR= lãi suất LIBOR; LTBR- lãi suất vay dài hạn; MMR= lãi suất trên thị trường tiền tệ; TDR= lãi suất tiền gửi có kỳ hạn; T-bill= tín phiếu chính phủ; T- bond= trái phiếu chính phủ.						

4.3. MỨC CUNG TIỀN

4.3.1. Khái niệm cung tiền

Cung tiền (MS) là khối lượng tiền cung ứng cho lưu thông bao gồm các tài sản là tiền và các tài sản khác được coi là tiền nhằm đáp ứng nhu cầu giao dịch và nhu cầu cất trữ giá trị của các chủ thể phi ngân hàng.

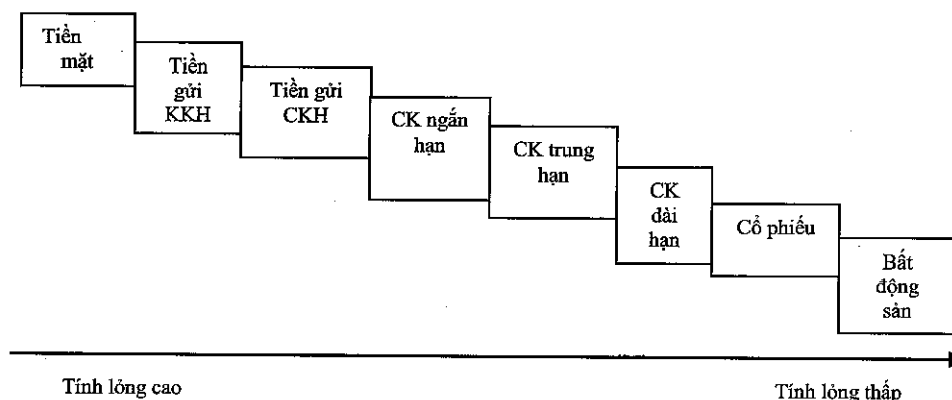
Trong phần đầu chương 4 chúng ta đã làm quen với khái niệm tiền tệ như

là vật được chấp nhận chung làm môi giới trung gian trong quá trình trao đổi. Theo đó phạm vi tiền tệ chỉ bao gồm bộ phận tiền giấy và tiền gửi không kỳ hạn tại ngân hàng - bộ phận tiền tệ thể hiện chức năng phương tiện trao đổi một cách rõ rệt nhất. Tuy nhiên quan niệm tiền tệ trong mức cung tiền tệ lại tiếp cận từ khả năng tác động của nó đối với các biến số vĩ mô. Và vì thế cách tiếp cận này hết sức linh hoạt khi dựa vào tính lỏng của các tài sản. Theo quan niệm này tiền tệ là các thành phần tài sản có tính lỏng cao hoặc dễ dàng chuyển hóa sang phương tiện trao đổi (tiền mặt). Có nghĩa là người sở hữu có thể chắc chắn về giá chuyển đổi của nó tại bất kỳ thời điểm nào. Ngoài tính lỏng các thành phần của mức cung tiền phải thỏa mãn hai điều kiện:

- i. có tác động tới thu nhập danh nghĩa, và
- ii. NHTW có thể kiểm soát được.

Khái niệm này cho phép NHTW có thể cấu thành các khối tiền thích hợp cho yêu cầu quản lý vĩ mô. Điều này cũng có nghĩa là khái niệm về tiền tệ theo mức cung tiền tệ thay đổi thường xuyên từ giai đoạn này sang giai đoạn khác và khác nhau giữa các nước.

Hình 4.1: Tính lỏng giảm dần trong các thành phần mức cung tiền tệ



4.3.2. Đo lường tiền tệ

Khối lượng tiền trong nền kinh tế được đo lường bằng một số mức cung tiền tệ khác nhau và được kết cấu theo *nguyên tắc tính lỏng giảm dần*.

Khối tiền M1 bao gồm tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng và tiền gửi không kỳ hạn tại hệ thống ngân hàng. Đây là bộ phận tiền tệ có tính lỏng cao nhất và được sử dụng chủ yếu cho nhu cầu giao dịch. Kết cấu của khối tiền M1 hầu như thống nhất giữa các nước.

Sự khác biệt bắt đầu được thể hiện trong kết cấu của khối tiền M2 trở đi và khối tiền càng rộng thì tính lỏng của nó càng giảm. Việc kết cấu từng khối tiền cụ thể của từng nước tùy thuộc vào độ nhạy cảm của khối tiền đó đối với các biến số kinh tế vĩ mô và khả năng quản lý của NHTW.

NHNN Việt Nam quản lý mức cung tiền theo khối tiền M1 và M2. Cũng như của hầu hết các nước khác trên thế giới, khối tiền M1 bao gồm tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng và tiền gửi không kỳ hạn tại hệ thống ngân hàng. Khối tiền M2 bao gồm toàn bộ khối tiền M1 cộng thêm bộ phận tiền gửi có kỳ hạn, tiền gửi tiết kiệm, các trái phiếu và kỳ phiếu do ngân hàng phát hành. Nếu nhìn kết cấu khối tiền M2 sẽ thấy tính lỏng của nó có sự chênh lệch lớn so với M1 khi thị trường thứ cấp cho phép trao đổi các chứng từ có giá không phát triển. Vì thế việc chuyển sang tiền mặt của các công cụ này thường là rất hạn chế hoặc kèm với chi phí giao dịch cao.

Bảng 4.1. Đo lường mức cung tiền tệ của một số nước

Nước	M ₀	M ₁	M ₂	M ₃	Các khối tiền khác
Mỹ		Tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng + séc du lịch + Tiền gửi không kỳ hạn + OCDs	M ₁ + tiền gửi có kỳ hạn và Hợp đồng mua lại với mệnh giá thấp + Tiền gửi tiết kiệm + Cổ phiếu quỹ thị trường tiền tệ	M ₂ + tiền gửi tiết kiệm và Hợp đồng mua lại với mệnh giá cao + tiền gửi đôla châu Âu	M ₃ + chứng khoán Kho bạc ngắn hạn + thương phiếu trái phiếu tiết kiệm + chấp nhận ngân hàng
ECB		Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống + tiền gửi qua đêm	M ₁ + tiền gửi tiết kiệm đến 2 năm + tiền gửi có kỳ hạn đến 3 tháng	M ₂ + hợp đồng mua lại + cổ phiếu quỹ thị trường TT + chứng khoán nợ còn thời hạn dưới 2 năm	



Nhật Bản		Tiền mặt + tiền gửi không kỳ hạn $M_1' = M_1 + CD_s$	M_1 + tiền gửi khác $M_2' = M_2 + CD_s$	M_2 + tài sản ngoại tệ + kỳ phiếu của các tổ chức và công ty tài Chi nhánh ngân hàng + chứng khoán quỹ đầu tư tập thể	M_3 + CD_s
Anh	Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng + tiền dự trữ của các ngân hàng	M_0 + tiền gửi không kỳ hạn	M_1 + tiền gửi có kỳ hạn ngắn		M_2 + tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi khác tại ngân hàng
Jamaica	Tiền mặt + DT của các NHTM tại NHTW	Tiền mặt + TGCKH của các chủ thẻ phi NH	M_1 + TGCKH và TGTK của các chủ thẻ phi NH	M_2 + TK vốn của NHTM + trái phiếu công ty + dự phòng rủi ro TD của NHTM	
Newzealand		Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng + tiền gửi không kỳ hạn.	M_1 + TKTG của chủ thẻ phi NH (không bao gồm các TCTCPNH và CP)	M_2 + TKCHK tại NH + TKTK của CP	$M_{3R} = M_3$ – TKTG nội tệ của người không cư trú
Việt Nam		Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng + tiền gửi không kỳ hạn.	M_1 + tiền gửi tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn + kỳ phiếu trái phiếu do ngân hàng phát hành		

Nguồn: www.federalreserve.gov; www.ecb.int; www.boj.or.jp/en;
www.rbnz.govt.nz; www.boj.org/jm; www.bankofengland.co.uk.



4.3.3. Quá trình cung ứng tiền

Mặc dù lượng tiền cung ứng không chỉ bao gồm lượng tiền được NHTW in ra, mà còn bao gồm cả các khoản tiền gửi tại NHTM và các công cụ tài chính có tính lỏng khác, nhưng việc tạo nên khối tiền này trong nền kinh tế luôn bắt nguồn từ lượng tiền do NHTW phát hành. Cùng với khả năng tạo tiền của hệ thống NHTM, quy mô của khối lượng tiền cung ứng của nền kinh tế trong một giai đoạn nào đó sẽ được quyết định.

4.3.3.1. Ngân hàng Trung ương phát hành tiền trung ương

NHTW là tổ chức độc quyền phát hành tiền trong phạm vi một quốc gia. Lượng tiền cơ sở được phát hành thông qua các kênh phát hành tương ứng sau khi khối lượng tiền MB cần bổ sung đã được xác định (trong chức năng ngân hàng phát hành của NHTW):

- Mua ngoại tệ hoặc vàng trên thị trường ngoại hối
- Cho Chính phủ hoặc các đại diện của Chính phủ vay
- Cho NHTM vay
- Mua chứng khoán trong nghiệp vụ thị trường mở.

Nếu căn cứ vào hình thức tồn tại, khối lượng tiền cơ sở (MB) bao gồm khoản mục tiền mặt (1) và tiền gửi của hệ thống ngân hàng (2) nằm bên tài sản Nợ trong cân đối tài sản của một NHTW. Nếu căn cứ vào nguồn hình thành MB có thể chia thành cơ sở tiền đi vay DL và cơ sở không vay MB_n. Cơ sở tiền đi vay DL được hình thành qua cơ chế tái chiết khấu của NHTW trong khi MB_n được hình thành qua hoạt động can thiệp của NHTW trên thị trường mở.

Bảng 4.2. Bảng Cân đối tài sản đầy đủ của Ngân hàng Trung ương

TÀI SẢN CÓ	TÀI SẢN NỢ
1. Tài sản ngoại tệ - Vàng - Ngoại tệ - Đầu tư nước ngoài - Các khoản khác	1. Tiền mặt: - Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng - Tiền mặt trong quỹ các NHTM 2. Tiền gửi của các NHTM



2. Cho vay Chính phủ - Tín phiếu Kho bạc - Các chứng khoán Chính phủ khác - Các khoản cho vay và tạm ứng khác. 3. Cho vay các NHTM - Các khoản cho vay và tạm ứng - Giấy tờ có giá - Các khoản khác 4. Các tài sản có khác	3. Tài sản Nợ ngoại tệ - Tiền gửi ngoại tệ của NHTW nước ngoài - Vay ngân hàng và các tổ chức nước ngoài - Các tài sản Nợ ngoại tệ khác 4. Tiền gửi Chính phủ 5. Tài sản Nợ khác

*** Nhân tố ảnh hưởng đến cơ sở tiền MB**

Mọi thay đổi khoản mục dự trữ của NHTW đều được phản ánh bằng những thay đổi của các khoản mục tương ứng bên tài sản Có. Điều này dễ nhận thấy hơn nếu biến đổi bảng cân đối tài sản ban đầu thành bản cân đối tài sản rút gọn như sau:

Bảng 4.3. Cân đối tài sản rút gọn của Ngân hàng Trung ương

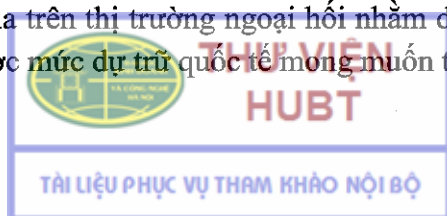
TÀI SẢN CÓ	TÀI SẢN NỢ
1. Tài sản Có ngoại tệ ròng (NFA) 2. Tín dụng trong nước ròng (NDC). Gồm: - Tín dụng cho Chính phủ ròng (NCG) - Tín dụng cho các ngân hàng (CDMB) 3. Tài sản Có khác ròng (OiN)	MB 1. Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng (C) 2. Dự trữ của hệ thống ngân hàng (R) gồm: - Tiền mặt trong quỹ các NHTM - Tiền gửi của các NHTM tại NHTW

$$MB = C + R = NFA + NCG + CDMB + OiN. \quad (4.15)$$

Căn cứ vào đẳng thức 4.15 nhân tố ảnh hưởng đến khối tiền MB bao gồm:

*** Hoạt động can thiệp của Ngân hàng Trung ương trên thị trường ngoại hối**

NHTW tham gia trên thị trường ngoại hối nhằm duy trì mức tỷ giá mục tiêu hoặc để đạt được mức dự trữ quốc tế mong muốn thông qua hành vi mua



bán ngoại tệ và do đó ảnh hưởng trực tiếp đến khối tiền MB cũng như vốn khả dụng của toàn bộ nền kinh tế. Chẳng hạn, khi NHTW mua ngoại tệ từ những người tham gia trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng và thanh toán cho họ bằng séc. Tương ứng với sự tăng lên của khoản mục tài sản ngoại tệ bên tài sản Có là sự tăng lên của cơ sở tiền bên tài sản Nợ.

*** Quan hệ về vốn với hệ thống các ngân hàng thương mại**

NHTW có quan hệ về vốn với các NHTM thông qua hành vi mua bán chứng từ có giá trong nghiệp vụ thị trường mở hoặc qua nghiệp vụ tái chiết khấu. Mỗi hành vi mua chứng từ có giá hoặc cho vay qua cửa sổ chiết khấu sẽ làm tăng thêm khối lượng tiền trung ương. Tương ứng với sự thay đổi này là sự thay đổi của khoản mục CDMB.

*** Tài trợ cho Ngân sách Chính phủ**

NHTW cho Chính phủ vay để bù đắp thiếu hụt tạm thời hoặc bội chi ngân sách. Khi Chính phủ thực sự sử dụng số tiền này để chi trả đối với các chủ thể kinh tế phi ngân hàng thì lượng tiền MB sẽ tăng lên. Tương ứng với sự tăng lên này là sự giảm đi của bộ phận tiền gửi ngân sách làm cho khoản mục NCG tăng lên.

*** Các khoản mục khác ròng**

Đây là khoản mục bao gồm nhiều bộ phận, trong đó yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất đến lượng tiền dự trữ là tiền mặt trong quá trình thu nhận xuất phát từ yêu cầu thanh toán không dùng tiền mặt qua NHTW.

Khi xem xét các nhân tố ảnh hưởng trên đến lượng tiền cơ sở, có thể dễ dàng thấy rằng khả năng kiểm soát khối tiền MB của NHTW phụ thuộc vào cơ chế tỷ giá, tình trạng NSNN và mức độ độc lập của NHTW đối với Chính phủ.

4.3.3.2. Hệ thống ngân hàng thương mại và quá trình tạo tiền

Các ngân hàng thương mại có khả năng mở rộng tiền gửi không kỳ hạn từ một khoản tiền gửi ban đầu, hoặc từ khoản tiền nhận được từ NHTW thông qua việc cấp tín dụng cho các khách hàng là các tổ chức phi ngân hàng. Bất kỳ ngân hàng nào được phép huy động tiền gửi không kỳ hạn và cung cấp các dịch vụ thanh toán cho khách hàng đều có khả năng tạo tiền gửi. Mức độ mở rộng tiền gửi phụ thuộc vào hệ số mở rộng tiền gửi (m). Hệ số này được quyết định bởi các yếu tố: tỷ lệ dự trữ bắt buộc (r_d), tỷ lệ sử dụng tiền mặt của khách hàng/tiền gửi không kỳ hạn (c), tỷ lệ dự trữ dự thừa/TGKKH (r_e).



Để hiểu về nguyên lý, ví dụ sau đây sẽ nghiên cứu quá trình tạo tiền với giả thiết công chúng không sử dụng tiền mặt: $c=0$, hệ thống ngân hàng cho vay hết dự trữ dư thừa: $re = 0$, và tỷ lệ dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi (rd) = 10%.

Với các điều kiện trên:

Giả sử ngân hàng A có thêm 10 tỷ từ việc bán giấy tờ có giá cho NHTW. Như vậy, dự trữ của ngân hàng A tăng thêm 10 tỷ trong khi đó giá trị chứng khoán giảm đi 10 tỷ. Sự biến động này được thể hiện trên bảng cân đối kế toán của ngân hàng như sau

Tài sản	NH A	Nguồn vốn
- Dự trữ: +10 tỷ		
- Chứng khoán: -10 tỷ		

Bởi vì khoản dự trữ tăng thêm này là từ việc bán chứng khoán cho NHTW nên khoản dự trữ tăng thêm này của ngân hàng không phải dự trữ bắt buộc nên nó làm cho dự trữ dư thừa của ngân hàng A tăng thêm 10 tỷ. Do đó, ngân hàng A có thể cho khách hàng X của mình vay số tiền tối đa là 10 tỷ và giải ngân thông qua tài khoản thanh toán của khách hàng tại ngân hàng.

Tài sản	NH A	Nguồn vốn
- Dự trữ: -10 tỷ		
- Cho vay: + 10 tỷ (khách hàng X)		

Khách hàng X sau đó dùng số tiền này để trả khoản nợ cho khách Y có tài khoản tại ngân hàng B. Khi giao dịch thành công, tài khoản tiền gửi của khách hàng Y tại ngân hàng B tăng thêm 10 tỷ. Do khoản tiền gửi của khách hàng Y là khoản phải dự trữ bắt buộc và giả sử dự trữ bắt buộc cho toàn hệ thống là 10%, do đó ngân hàng B để lại trong quỹ 1 tỷ. Số còn lại, ngân hàng B lại cho khách hàng K của mình vay. Bảng cân đối kế toán của ngân hàng B sẽ thay đổi như sau:

Tài sản	NHB	Nguồn vốn
- Dự trữ: 1 tỷ		- Tiền gửi: 10 tỷ
- Cho vay: 9 tỷ (khách hàng K)		(Của khách hàng Y)

Giả sử, khách hàng K lại sử dụng số tiền vừa được ngân hàng B cho vay để thanh toán tiền hàng cho khách hàng Z có tài khoản tại ngân hàng C. Khi

giao dịch diễn ra thành công, tài khoản tiền gửi của khách hàng Z tăng thêm 9 tỷ. Với số tiền gửi mới tăng thêm ngân hàng C phải dự trữ 0.9 tỷ và có thể sử dụng 8.1 tỷ còn lại để cho khách hàng của mình vay. Và tương tự ngân hàng C cho khách hàng L của mình vay số tiền đó. Bảng cân đối của ngân hàng C thay đổi:

Tài sản	NHC	Nguồn vốn
- Dự trữ bắt buộc: 0,9 tỷ	-Tiền gửi: 9 tỷ	
- Cho vay: 8,1 tỷ	(khách hàng K)	
(khách hàng L)		

Tương tự, khi khách hàng L dùng số tiền vừa vay từ ngân hàng C để thanh toán tiền cho đối tác M có tài khoản tại ngân hàng D và ngân hàng D lại cho khách hàng H vay hết dự trữ dư thừa. Bảng cân đối kế toán của ngân hàng D lúc này thay đổi

Tài sản	NHD	Nguồn vốn
- Dự trữ: 0.81 tỷ	-Tiền gửi: 8,1 tỷ	
- Cho vay: 7. 29 tỷ	(của khách hàng M)	
(Khách hàng H)		

Tương tự như vậy, các ngân hàng khác khi nhận tiền gửi của khách hàng cũng dự trữ một phần làm dự trữ bắt buộc, phần dự trữ dư thừa cho vay hết. Quá trình trên sẽ tiếp diễn đến khi nào tổng số tiền gửi cũng như khả năng cho vay của các NHTM bằng không và tổng dự trữ bắt buộc của hệ thống đúng bằng số tiền mà ngân hàng A có được từ việc bán chứng khoán cho NHTW.

Vậy, tổng kết lại quá trình trên có bảng:

Ngân hàng	Số gia tăng tiền gửi	Số gia tăng tín dụng	Dự trữ bắt buộc
A	0	10 tỷ	0
B	10 tỷ	9 tỷ	1 tỷ
C	9 tỷ	8.1 tỷ	0.9 tỷ
D	8.1 tỷ	7.29 tỷ	0.81 tỷ
....			



Tổng số gia tăng tiền gửi là: $S_n = 10 + 9 + 8.1 + \dots$

Tổng số gia tăng tín dụng là: $C_n = 10 + 9 + 8.1 + \dots$

Tổng số dự trữ bắt buộc là: $R_d = 1 + 0.9 + 0.81 + \dots$

Đây là tổng của cấp số nhân lùi vô hạn với công bội là 0,9 nên tổng của nó được tính theo công thức sau:

$$S_n = \frac{U_1}{1 - q};$$

với $|q| < 1$

Với tỷ lệ dự trữ bắt buộc (rd) áp dụng cho toàn hệ thống = 10%

Thì có thể thấy rằng công bội q trong trường hợp này: $0.9 = 1 - 0.1 = 1 - rd$

Thay số vào ta có: $S_n = \frac{10}{1 - 0.9} = 100 \text{ tỷ}$

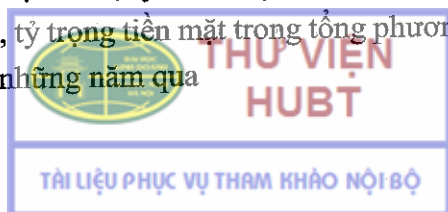
Tương tự, tổng số gia tăng tín dụng: $C_n = \frac{10}{1 - 0.9} = 100 \text{ tỷ}$

và dự trữ bắt buộc của cả hệ thống: $R_d = \frac{1}{1 - 0.9} = 10 \text{ tỷ}$

Mở rộng tiền gửi là khả năng vốn có của hệ thống NHTM gắn liền với hoạt động tín dụng và thanh toán. Hay nói cách khác khi ngân hàng cung ứng tín dụng có nghĩa là nó tạo ra tiền và làm tăng lượng tiền cung ứng, khi thu nợ, lượng tiền cung ứng giảm xuống. Như vậy hoạt động tín dụng đóng vai trò như kênh điều tiết lượng tiền trong lưu thông làm cho nó phù hợp với chu kỳ luân chuyển hàng hoá. Việc đảm bảo chất lượng của hoạt động tín dụng quyết định hiệu quả của kênh điều tiết này.

Từ một khoản tiền gửi ban đầu (khoản tiền này do NHTW mới đưa thêm vào lưu thông), thông qua cho vay bằng chuyển khoản trong hệ thống NHTM, số tiền gửi đã tăng lên gấp bội so với lượng tiền gửi ban đầu.

Với quá trình này hệ thống NHTM đã làm tăng phương tiện thanh toán trong nền kinh tế, đáp ứng nhu cầu thanh toán, chi trả xã hội. Rõ ràng khái niệm về “tiền”, “tiền giao dịch” không chỉ là giấy bạc ngân hàng do NHTW của mỗi nước phát hành ra, mà bộ phận quan trọng là lượng tiền ghi sổ do các NHTM tạo ra. Ở Việt Nam, tỷ lệ tiền gửi trong tổng phương tiện thanh toán M_2 ngày càng tăng, tỷ trọng tiền mặt trong tổng phương tiện thanh toán có xu hướng giảm trong những năm qua



* Hệ số nhân tiền m_1

Từ một lượng MB tăng lên, thông qua hệ thống ngân hàng một lượng tiền gửi mới tạo ra và cùng với nó là một lượng tiền mặt chảy ra khỏi hệ thống ngân hàng do nhu cầu sử dụng tiền mặt của công chúng. Hay nói cách khác sự thay đổi của MB dẫn đến thay đổi của cả tiền gửi mới tạo ra và cả lượng tiền mặt nằm ngoài hệ thống ngân hàng.

Sự thay đổi của tiền gửi:

$$MB = C + R = C + RR + ER = D (c + r_d + r_e).$$

$$D = MB \frac{1}{c + r_d + r_e} \Rightarrow \Delta D = \Delta MB \frac{1}{c + r_d + r_e} \quad (4.14)$$

Sự thay đổi của tiền mặt:

Khi công chúng có nhu cầu rút tiền ở ngân hàng để chi dùng thì cùng với sự mở rộng tiền gửi lượng tiền mặt trong tay công chúng cũng tăng lên:

$$C = c.D \Rightarrow \Delta C = \Delta MB \frac{c}{c + r_d + r_e} \quad (4.15)$$

Sự thay đổi của khối lượng tiền cung ứng:

$$\Delta MS = \Delta C + \Delta D = \Delta MB \frac{1+c}{c + r_d + r_e} \quad (4.16)$$

Ví dụ:

Giả sử NHTW tăng khối lượng tiền cơ sở lên 350 tỷ VND; tỷ lệ dự trữ bắt buộc quy định cho tiền gửi không kỳ hạn là 5%, tỷ lệ dự trữ dư thừa là 2% và tỷ lệ sử dụng tiền mặt của công chúng so với số dư tiền gửi không kỳ hạn là 25%.

Lượng tiền cung ứng mới tăng thêm của nền kinh tế là: (đơn vị tỷ VND)

$$\Delta D = \frac{1}{0.25 + 0.02 + 0.05} \times 350 = 1093,8$$

$$\Delta C = \frac{0.25}{0.25 + 0.02 + 0.05} \times 350 = 273,2$$

$$\Delta MS = \Delta C + \Delta D = 1093 + 273 = 1367$$

Những thay đổi trên bảng cân đối của hệ thống NHTM và NHTW có thể biểu diễn như sau:

TSC	NHTW	TSN	TS	HỆ THỐNG NHTM	NV
NFA NDC	MB: + C: 273,2 tỷ VND + RR: 54,7 tỷ VND + ER: 21,88 tỷ VND		RR: 54,7 tỷ VND ER: 21,88 tỷ VND Cho vay: 1017,22 tỷ VND		Tiền gửi KKH: 1093,8 tỷ VND
Tổng: 350 tỷ VND	Tổng: 350 tỷ VND		Tổng: 1093,8 tỷ VND		Tổng: 1093,8 tỷ VND

* Hệ số nhân tiền m_2

Lượng tiền cung ứng M_2 bao gồm M_1 cộng với các tài sản tài chính khác. Việc lựa chọn loại tài sản tài chính nào để cấu thành nên khối tiền M_2 tùy thuộc vào mức độ phát triển của thị trường thứ cấp và khả năng chi phối của NHTW đối với loại tài sản này. Tuy nhiên, ở hầu hết các nước, khối tiền M_2 bao gồm M_1 cộng thêm các khoản tiền gửi có kỳ hạn, tiền gửi tiết kiệm và có thể bao gồm các trái phiếu kỳ phiếu được phát hành bởi các NHTM.

$$M_2 = D + C + T + B.$$

Trong đó:

D: tiền gửi không kỳ hạn

C: tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng

T: tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm

B: kỳ phiếu và trái phiếu ngân hàng.

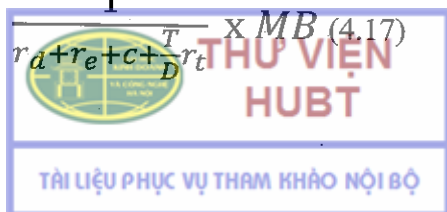
Nếu tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm có tỷ lệ dự trữ bắt buộc là r_t thì hệ số mở rộng tiền cung ứng M_2 là:

$$M_2 = D + \frac{C}{D}D + \frac{T}{D}D + \frac{B}{D}D = D\left(1 + \frac{C}{D} + \frac{T}{D} + \frac{B}{D}\right)$$

đặt $C/D = c$, $T/D = t$ và $B/D = b$, ta có:

$$M_2 = D(1 + c + t + b) (*)$$

vi: $D = \frac{1}{r_d + r_e + c + \frac{T}{D}r_t} \times MB \quad (4.17)$



Các khoản trái phiếu, kỳ phiếu ngân hàng không phải duy trì dự trữ bắt buộc nên không ảnh hưởng đến hệ số mở rộng tiền gửi không kỳ hạn.

Thay (*) vào đẳng thức (4.16) ta có:

$$M2 = \frac{1+c+t+b}{r_d+r_e+c+tr_t} \times MB \quad (4.18)$$

$$\text{hệ số } m_2 = \frac{1+c+t+b}{r_d+r_e+c+tr_t}$$

Hệ số m_2 sẽ thay đổi tùy thuộc vào các thành phần cấu thành nên khối tiền $M2$ và quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc của từng quốc gia. Chẳng hạn, nếu các khoản tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm không phải duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc thì bộ phận này sẽ không ảnh hưởng đến khả năng mở rộng tiền gửi của hệ thống ngân hàng và hệ số m_2 sẽ là:

$$m_2 = \frac{1+c+t+b}{r_d+r_e+c}$$

$$M_2 = \frac{1+c+t+b}{r_d+r_e+c} \times MB$$

Hệ số mở rộng m_2 sẽ lớn hơn m_1 bởi tiền gửi tiết kiệm, tiền gửi có kỳ hạn và các trái phiếu, kỳ phiếu ngân hàng không phải duy trì tỷ lệ dự bắt buộc hoặc nếu có thì tỷ lệ dự trữ bắt buộc thấp hơn so với tiền gửi không kỳ hạn. Đồng thời, tỷ lệ sử dụng tiền mặt tính trên tổng số dư tiền gửi cũng giảm đi. Vì thế, sự di chuyển tài sản Nợ ngân hàng từ các khoản tiền gửi không kỳ hạn sang tiền gửi có kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm hoặc trái phiếu kỳ phiếu ngân hàng sẽ làm tăng hệ số tạo tiền m_2 .

Giả sử:

- Tỷ lệ dự bắt buộc cho tiền gửi không kỳ hạn là 5%
- Tỷ lệ dự trữ dư thừa là 2% tỷ lệ sử dụng tiền mặt là 25%.
- Tiền gửi có kỳ hạn không phải duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

Giả sử khách hàng rút 50% tiền gửi không kỳ hạn chuyển sang một tài khoản tiền gửi có kỳ hạn, m_2 sẽ thay đổi:

$$m_2 = \frac{1 + 0,25 + 1}{0,25 + 0,02 + 0,05} = 7,03$$

Nếu $r_t = 3\%$ thì hệ số m_2 giảm xuống:

$$m_2 = \frac{1 + 0,25 + 1}{0,25 + 0,05 + 0,02 + 0,03} = 6,43$$

*** Nhân tố ảnh hưởng đến hệ số nhân tiền**

Căn cứ vào công thức xác định số nhân tiền tệ m_1 và m_2 , các nhân tố ảnh hưởng bao gồm:

Tỷ lệ dự trữ bắt buộc

Khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc tăng lên hoặc giảm xuống ngân hàng thuộc đối tượng duy trì dự trữ bắt buộc phải thu hồi các khoản vay hoặc bán chứng khoán (hoặc có khả năng mở rộng cho vay) để khôi phục lại tình trạng cân đối của bảng tổng kết tài sản theo yêu cầu dự trữ mới. Hành động này diễn ra trong cả hệ thống và làm cho lượng tiền gửi và do đó mà lượng tiền cung ứng giảm sút (hoặc tăng lên).

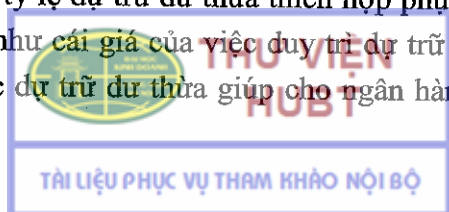
Tỷ lệ sử dụng tiền mặt của công chúng

Khi tỷ lệ này tăng có nghĩa là người gửi tiền có nhu cầu rút tiền mặt trên tài khoản tiền gửi không kỳ hạn nhiều hơn. Điều này làm giảm khả năng mở rộng tiền gửi của hệ thống ngân hàng. Ngược lại khi tỷ lệ sử dụng tiền mặt giảm xuống, hệ số mở rộng tiền sẽ tăng lên. Với một lượng tiền cơ sở tăng lên như cũ khối lượng tiền cung ứng sẽ tăng lên. Mối quan hệ này luôn đúng trong điều kiện tổng của tỷ lệ dự trữ bắt buộc và tỷ lệ dự trữ dư thừa nhỏ hơn một ($(r_d + r_e) < 1$).

Tỷ lệ dự trữ dư thừa của hệ thống ngân hàng thương mại

Khi ngân hàng quyết định tăng tỷ lệ dự trữ dư thừa cho các nhu cầu cần thiết cho hoạt động của nó có nghĩa là số dự trữ để tạo tiền gửi giảm đi. Để đáp ứng thay đổi này, ngân hàng thực hiện việc thu hồi các khoản vay hoặc bán bớt chứng khoán đang nắm giữ. Với ảnh hưởng trong toàn hệ thống, hành động này sẽ làm giảm tiền gửi và do đó mà lượng tiền cung ứng của toàn bộ nền kinh tế.

Việc duy trì một tỷ lệ dự trữ dư thừa thích hợp phụ thuộc vào phân tích những mặt lợi cũng như cái giá của việc duy trì dự trữ dư thừa đối với bản thân ngân hàng. Mức dự trữ dư thừa giúp cho ngân hàng có thể chi trả kịp



thời các nhu cầu tiền mặt của khách hàng cũng như đáp ứng các nghĩa vụ tài chính khác. Để làm được điều đó ngân hàng đương nhiên phải hy sinh một chi phí cơ hội đo lường bằng mức lãi suất tiền vay. Vì thế tỷ lệ dự trữ dư thừa tăng lên khi nhu cầu chi trả tiền mặt và thanh toán đối với các khách hàng tăng lên và giảm đi khi lãi suất tiền vay tăng lên và ngược lại.

Tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn (t) và chứng từ nợ ngân hàng (b): Hai yếu tố này có tương quan thuận với m_2

Trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, khi t hoặc b tăng lên đều dẫn đến sự tăng lên của m_2 . Các chứng từ nợ ngân hàng không phải dự trữ bắt buộc, trong khi dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có kỳ hạn thường thấp hơn nhiều so với tiền gửi không kỳ hạn. Khi b hoặc t tăng lên tức là nguồn vốn có kỳ hạn của ngân hàng tăng lên trong khi số tiền phải dự trữ bắt buộc là rất ít hoặc hầu như không do đó khả năng mở rộng tiền gửi của hệ thống ngân hàng cũng tăng lên làm cho hệ số nhân tiền m_2 cũng tăng lên và ngược lại.

Như vậy NHTW ảnh hưởng đến khối lượng tiền cung ứng thông qua việc kiểm soát các yếu tố: dự trữ bắt buộc, lãi suất tái chiết khấu và cơ sở tiền không vay MB_n - là cơ sở tiền được hình thành qua các hoạt động điều tiết chủ động của NHTW trong nghiệp vụ thị trường mở. Và đây chính là công cụ điều tiết lượng tiền cơ sở của NHTW.

Ngoài NHTW, khối lượng tiền cung ứng còn chịu tác động mạnh của hệ thống NHTM thông qua tỷ lệ dự trữ dư thừa. Đến lượt mình, tỷ lệ dự trữ dư thừa lại chịu ảnh hưởng của nhu cầu sử dụng tiền mặt của công chúng và mức lãi suất thị trường hiện hành. Yếu tố lãi suất thị trường còn ảnh hưởng đến nhu cầu vay của công chúng đồng thời ảnh hưởng đến cơ sở tiền đi vay DL.

Tóm lại, những tác nhân ảnh hưởng đến quá trình cung ứng tiền và do đó ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng bao gồm NHTW, hệ thống NHTM và khách hàng của NHTM với tư cách là người gửi tiền và người vay tiền. Việc phân tích này chỉ ra rằng NHTW chỉ có thể ảnh hưởng gián tiếp đến lượng tiền cung ứng và hiệu quả của những tác động gián tiếp này tùy thuộc vào cơ chế chuyển tải tác động đó trong nền kinh tế. Đến lượt mình cơ chế này lại phụ thuộc vào mức độ phát triển của TTTC, hiệu quả hoạt động của hệ thống NHTM và khả năng quản lý của bản thân NHTW.

4.4. QUAN HỆ CUNG CẦU TIỀN TỆ

4.4.1. Đường cầu tiền

Mức cầu tiền thực tế bị ảnh hưởng bởi hai yếu tố: thu nhập thực tế Y và lãi suất i theo hàm số:

$$(M/P)^d = L(Y, i)$$

Hàm cầu tiền danh nghĩa là:

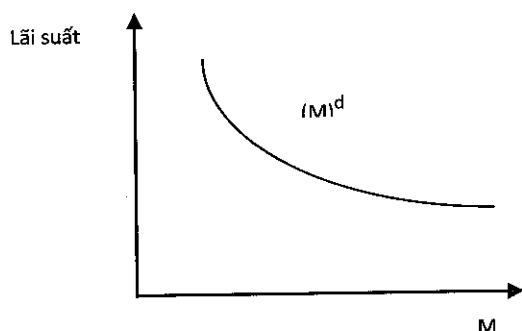
$$M^d = L(Y, P, i)$$

Giả sử độ co giãn của các biến số ảnh hưởng đến mức cầu tiền danh nghĩa không đổi, hàm cầu tiền có thể viết dưới dạng đơn giản như sau:

$$M^d = a + bY + ci.$$

Nếu thể hiện sự biến đổi mức cầu tiền theo biến số lãi suất thì $(a+bY)$ đóng vai trò như hằng số b trong hàm số $y = ax + b$ và c đo lường mức độ nhạy cảm của mức cầu tiền tệ đối với sự thay đổi lãi suất. Vì mức cầu tiền nghịch biến với chi phí cơ hội được đo lường bằng lãi suất i nên c luôn mang dấu âm. Vì vậy đường cầu tiền có dạng nghiêng xuống phía dưới trong đồ thị với trục tung phản ánh mức lãi suất và trục hoành phản ánh mức cầu tiền danh nghĩa M .

Hình 4.1: Đường cầu tiền tệ



Đường cầu tiền dịch chuyển khỏi vị trí ban đầu bởi ảnh hưởng của thu nhập thực tế và ảnh hưởng về giá. Khi mức thu nhập thực tế tăng lên do nền kinh tế mở rộng hoặc tăng trưởng, tài sản của công chúng tăng lên làm cho nhu cầu giữ tiền như công cụ dự trữ giá trị tăng lên, mặt khác khi thu nhập tăng công chúng có nhu cầu giao dịch nhiều hơn và cần nhiều tiền hơn để thoả mãn nhu cầu này. Vì vậy đường cầu tiền dịch sang phải khi thu nhập danh nghĩa tăng lên và dịch sang trái khi thu nhập danh nghĩa giảm xuống.



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Khi mức giá cả tăng lên, nhu cầu tiền danh nghĩa tăng lên để duy trì sức mua không đổi của lượng tiền đang được nắm giữ; đường cầu tiền danh nghĩa trong trường hợp này sẽ dịch sang bên phải. Khi mức giá cả giảm xuống đường cầu tiền sẽ dịch sang bên trái.

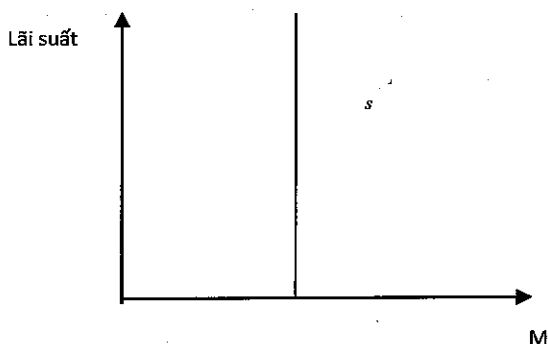
4.4.2. Đường cung tiền

Hàm số phản ánh các nhân tố ảnh hưởng đến mức cung tiền thể hiện thông qua công thức xác định lượng tiền cung ứng:

$$(M)^s = m \times MB = \frac{1+c}{c + rd + re} MB$$

Trong đó r_e là nhân tố chịu ảnh hưởng của lãi suất theo chiều hướng nghịch biến. Nếu hệ số m biến động theo lãi suất thì lượng tiền cung ứng sẽ tăng lên khi lãi suất tăng. Nếu r_e không bị chi phối mạnh bởi yếu tố lãi suất thì hàm cung tiền độc lập với sự biến động của lãi suất bởi các nhân tố còn lại không bị ảnh hưởng bởi lãi suất. Trong trường hợp này đường cung tiền là đường thẳng đứng song song với trục lãi suất và cắt trục hoành tại giá trị: $mxMB$.

Hình 4.2: Đường cung tiền tệ

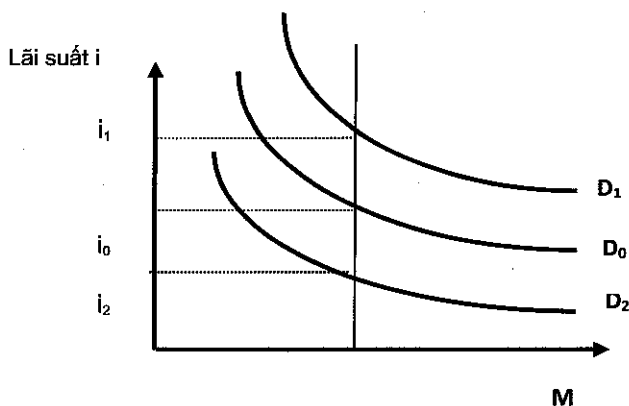


Đường cung tiền dịch chuyển khỏi vị trí ban đầu của nó là do các quyết định CSTT của NHTW. Một CSTT mở rộng sẽ đẩy đường cung tiền tệ sang bên phải và CSTT thắt chặt sẽ đẩy đường cung tiền tệ sang bên trái.

4.4.3. Điểm cân bằng trên thị trường tiền tệ

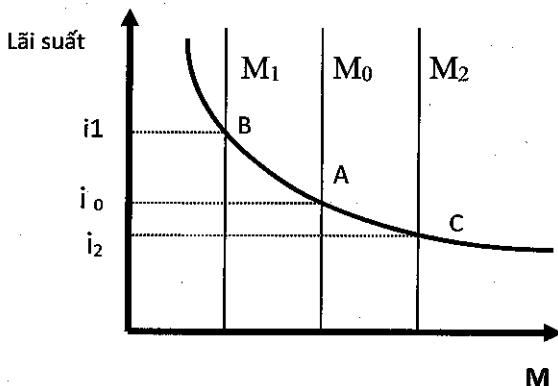
Giao điểm của đường cung và cầu tiền quyết định điểm cân bằng lãi suất trên thị trường tiền tệ tại i_0 . Trong trường hợp đường cung tiền tệ thẳng đứng, lượng tiền tại điểm cân bằng được quyết định bởi vị trí của đường cung tiền.

Hình 4.3: Lãi suất trên thị trường tiền tệ



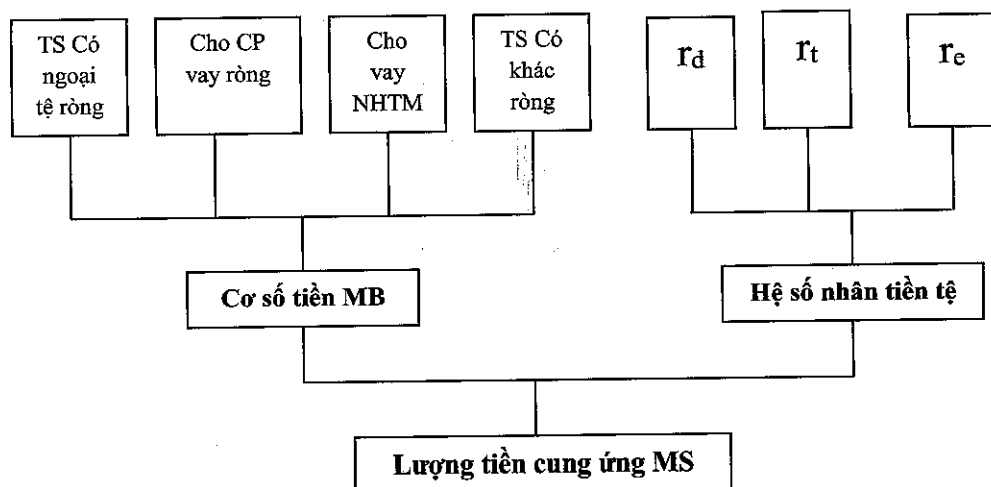
Việc nghiên cứu quan hệ cung cầu tiền trong việc quyết định điểm cân bằng lãi suất trên TTTT giúp để hiểu khả năng chi phối của NHTW đối với mức lãi suất mặc dù điểm cân bằng lãi suất được quyết định bởi sự thay đổi của cả cung và cầu tiền.

Hình 4.4: Sự chi phối của Ngân hàng Trung ương đối với mức lãi suất thị trường



Khi lượng tiền cung ứng thay đổi, lãi suất và lượng tiền tại điểm cân bằng thay đổi. Sự tăng lên của mức cung tiền từ M_0 đến M_2 làm dịch chuyển điểm cân bằng lãi suất từ i_0 đến i_2 với mức lãi suất cân bằng thấp hơn và mức tiền danh nghĩa cao hơn. Sự giảm sút của mức cung tiền thực tế từ M_0 đến M_1 sẽ làm dịch chuyển điểm cân bằng của TTTT từ A đến B, cùng với nó là mức lãi suất cân bằng cao hơn tại i_1 và lượng tiền danh nghĩa thấp hơn.

Hình 4.5. Các nhân tố ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng MS



Với mức cầu tiền cho trước lãi suất sẽ bị thay đổi khi mức cung tiền thay đổi bởi các quyết định của NHTW; khi mức cung tiền tăng lên, lãi suất sẽ giảm xuống và ngược lại. Điều này đúng khi việc phân tích chỉ quan tâm đến hiệu ứng ưa thích tính lỏng và tất cả các nhân tố khác ảnh hưởng đến lãi suất được giả thiết là không đổi. Tuy nhiên khi mức cung tiền thay đổi, lãi suất đồng thời bị ảnh hưởng bởi các hiệu ứng thu nhập, hiệu ứng giá và hiệu ứng lạm phát kỳ vọng.

*** Hiệu ứng thu nhập:**

Khi lượng tiền cung ứng mở rộng, toàn bộ nền kinh tế bị ảnh hưởng. Trong điều kiện tích cực, sự mở rộng này sẽ làm tăng mức thu nhập thực tế và do đó tăng lãi suất theo mô hình cung cầu tiền.

*** Hiệu ứng giá:**

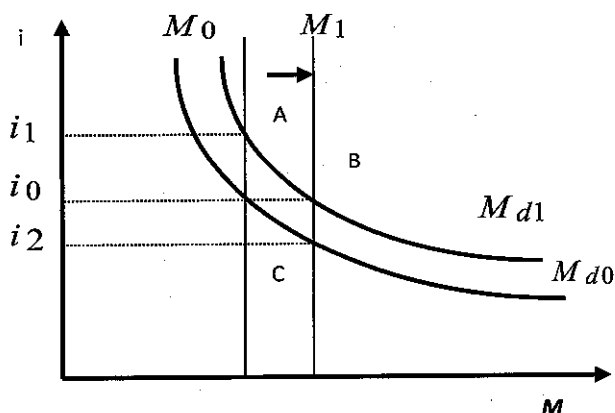
Lượng tiền cung ứng tăng sẽ làm cho mức giá chung tăng lên. Theo phân tích trên, mức lãi suất sẽ bị đẩy lên.

*** Hiệu ứng lạm phát kỳ vọng:**

Lượng tiền cung ứng tăng làm cho mức giá chung tăng lên dẫn đến tâm lý trông đợi rằng mức giá sẽ tăng lên cao hơn trong tương lai. Mô hình cung cầu quỹ cho vay chỉ ra rằng, sự kỳ vọng về lạm phát làm cho mức lãi suất danh nghĩa tăng lên. Khác với hiệu ứng giá, tâm lý trông đợi lạm phát chỉ có khi lượng tiền cung ứng tăng liên tục.

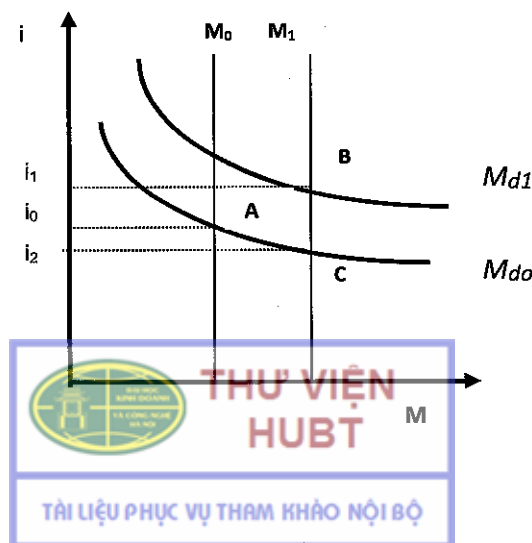
Tùy thuộc vào mức độ tác động cũng như tốc độ tác động của các hiệu ứng trên mà lãi suất có thể tăng lên hoặc giảm xuống khi mức cung tiền tệ được mở rộng. Thông thường hiệu ứng ưa thích tính lỏng tác động ngay lập tức đến điểm cân bằng lãi suất và làm cho lãi suất giảm xuống ngay sau khi mức cung tiền tệ tăng lên. Các ảnh hưởng về giá, thu nhập và tâm lý trông đợi lạm phát diễn ra sau đó sẽ đẩy mức lãi suất lên thấp hơn, bằng hoặc cao hơn mức lãi suất ban đầu thông qua những tác động đến mức cầu tiền tệ.

Hình 4.6:



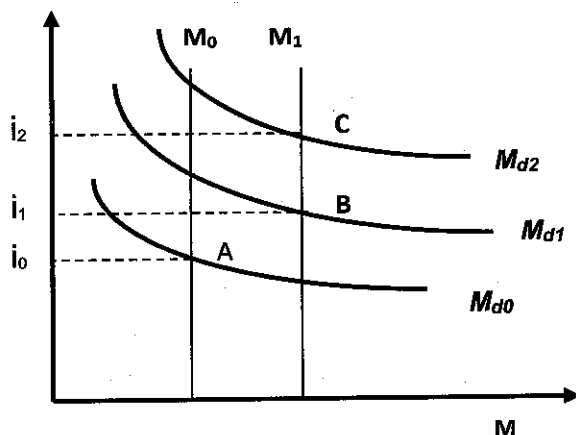
Trường hợp 1: Mức cung tiền tăng từ M_0 đến M_1 , mức điểm cân bằng lãi suất ngay lập tức giảm từ A đến C và lãi suất giảm từ i_1 đến i_2 . Các ảnh hưởng giá cả, thu nhập và lạm phát kỳ vọng sau đó làm cho nhu cầu tiền tệ tăng lên và điểm cân bằng cuối cùng là B với mức lãi suất i_0 nhỏ hơn i_1 và lớn hơn i_2 .

Hình 4.7:



Trường hợp 2: Lượng tiền cung ứng tăng từ M_0 đến M_1 , điểm cân bằng lãi suất ngay lập tức giảm từ A đến C và mức lãi suất giảm từ i_0 đến i_2 . Các ảnh hưởng về giá, thu nhập và lạm phát kỳ vọng sau đó sẽ đẩy mức lãi suất lên tới i_1 lớn hơn i_0 - mức lãi suất ban đầu và điểm cân bằng cuối cùng là B.

Hình 4.8



Trường hợp 3: Ảnh hưởng của lạm phát kỳ vọng diễn ra cùng với sự tăng lên của lượng tiền cung ứng và mạnh hơn hiệu ứng ưa thích tính lỏng nên điểm cân bằng lãi suất được đẩy từ A lên tới B. Các ảnh hưởng về thu nhập và giá cả sau đó sẽ tiếp tục làm cho lãi suất tăng lên tới i_2 tại điểm cân bằng cuối cùng C.

Như vậy, khả năng chi phối mức lãi suất thị trường của NHTW thông qua các quyết định về lượng tiền cung ứng sẽ thật sự chính xác khi phân tích một cách toàn diện các hiệu ứng có thể của việc biến đổi lượng tiền cung ứng cũng như mức độ tác động của các hiệu ứng đó.

TÓM TẮT

1. Sự ra đời của tiền tệ trải qua hai giai đoạn trao đổi hàng hoá: quá trình trao đổi trực tiếp và quá trình trao đổi gián tiếp. Như là bước phát triển tất yếu, quá trình trao đổi gián tiếp với việc sử dụng vật môi giới trung gian trong trao đổi đã khắc phục được hạn chế của quá trình trao đổi trực tiếp. Và tiền tệ là bất kỳ vật gì được chấp nhận chung làm môi giới trung gian trong trao đổi.

2. Động lực thúc đẩy sự phát triển các hình thái tiền tệ chính là nhu cầu hoàn thiện quá trình trao đổi hàng hoá. Đó là lý do làm cho các hình thức tiền tệ luôn thay đổi từ tiền hàng hoá đến tiền dấu hiệu và cuối cùng là tiền pháp định ngày nay. Dù tồn tại dưới hình thức nào, tiền tệ cũng phải mang những đặc tính: Được chấp nhận, dễ chia nhỏ, bền vững....

3. Tiền tệ có 3 chức năng: phương tiện trao đổi, tính toán giá trị và chức năng tích lũy giá trị.

4. Sự xuất hiện tiền tệ làm cho nền kinh tế tiền tệ có lợi thế hơn hẳn nền kinh tế trao đổi trực tiếp khi nó làm giảm chi phí giao dịch và góp phần tăng mức sống cũng như phúc lợi xã hội. Bên cạnh đó tiền tệ cũng đem lại những lợi ích cho bản thân nền kinh tế tiền tệ khi nó được sử dụng như công cụ quản lý kinh tế vĩ mô và vi mô.

5. Mức cầu tiền tệ là nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng với động cơ giao dịch, dự phòng và đầu tư. Nhu cầu tiền tệ bị ảnh hưởng bởi các nhân tố: thu nhập, lãi suất, mức giá, tốc độ lưu thông tiền tệ và thói quen của công chúng.

6. Mức cung tiền tệ đưa ra một khái niệm rộng về tiền tệ bao gồm tiền mặt, tiền gửi ngân hàng và các công cụ tài chính khác. Việc lựa chọn một mức cung tiền với các thành phần tiền tệ cụ thể tùy thuộc vào yêu cầu quản lý và khả năng kiểm soát của NHTW.

7. Nhân tố ảnh hưởng đến mức cung tiền tệ được phản ánh trong công thức:

$$MS = \frac{1+c}{c+rd+re} MB$$
, bao gồm: tỷ lệ dự trữ bắt buộc, tỷ lệ dự trữ dư thừa, tỷ lệ sử dụng tiền mặt của công chúng và sự thay đổi của lượng tiền cơ sở. Trong đó, NHTW có khả năng chi phối tỷ lệ dự trữ bắt buộc, khối tiền MB thông qua lãi suất tái chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở. Vì vậy ba công cụ CSTT được NHTW sử dụng phổ biến là: dự trữ bắt buộc, chính sách tái

chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở.

8. Mức lãi suất thị trường tiền tệ được quyết định tại điểm cân bằng của thị trường tiền tệ. Mọi sự thay đổi vị trí của đường cung và cầu tiền tệ bởi những nhân tố ảnh hưởng của chúng sẽ làm thay đổi mức lãi suất cân bằng. Mức độ và chiều hướng thay đổi lãi suất do ảnh hưởng của sự thay đổi lượng tiền cung ứng là kết quả tác động của ba hiệu ứng: hiệu ứng ưa thích tính lỏng, hiệu ứng giá và lạm phát kỳ vọng. Tùy mức độ ảnh hưởng của ba hiệu ứng trên mà lãi suất có thể giảm, tăng hoặc không đổi khi lượng tiền cung ứng thay đổi.



CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Hãy chỉ ra những lợi thế và bất lợi của các hàng hoá tiền tệ sau:

- Rượu
- Ngô
- Ngọc trai
- Platium
- Uranium

2. Những câu nào sau đây sử dụng định nghĩa tiền tệ theo quan niệm của các nhà kinh tế học:

- + Anh kiểm bao nhiêu tiền trong tháng trước?
- + Khi đi đến siêu thị tôi luôn kiểm tra xem đã mang đủ tiền trong ví chưa?
- + Sự khát khao tiền tệ là nguồn gốc của mọi tệ nạn xã hội?

3. Giải thích mối quan hệ giữa các chức năng của tiền tệ?

4. Phân biệt nền kinh tế hiện vật và nền kinh tế tiền tệ. Tại sao kinh tế tiền tệ lại có ưu thế hơn hẳn kinh tế hiện vật?

5. Tại sao phải nghiên cứu tiền tệ?

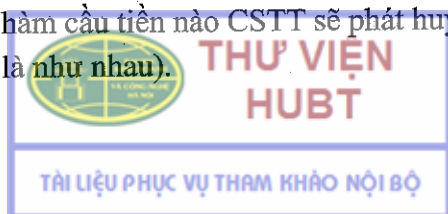
6. Phân biệt sự khác biệt giữa các lý thuyết khi giải thích quan hệ nghịch biến giữa lãi suất và mức cầu tiền tệ.

7. Xác định mức cầu tiền bình quân cho giao dịch trong vòng một tháng theo thuyết dự trữ khi biết:

a/ Tổng thu nhập trong tháng là 2.100.000 đồng và giả sử hộ gia đình này sử dụng hết trong tháng gồm 30 ngày, mỗi ngày mức chi tiêu là như nhau;

b/ Lãi suất tiền gửi ngân hàng là 1%/tháng, chi phí mỗi lần giao dịch ngân hàng là 50.000 đồng.

8. So sánh điểm khác biệt trong hàm cầu tiền của Keynes và Milton Friedman. Đối với hàm cầu tiền nào CSTT sẽ phát huy hiệu quả cao hơn (giả sử các yếu tố khác là như nhau).



9. Tại sao theo nghiên cứu của Milton Friedman về cầu tiền lại gợi ý rằng vòng quay của tiền tệ là có thể dự đoán được trong khi nghiên cứu của Keynes lại gợi ý điều ngược lại?

10. Xác định khối tiền cung ứng tăng thêm khi biết: tỷ lệ dự trữ bắt buộc cho tiền gửi không kỳ hạn là 5%, ngân hàng quyết định giữ 3% của mỗi đồng tiền gửi không kỳ hạn để đề phòng nhu cầu rút tiền mặt của khách hàng và thực hiện các nghĩa vụ tài chính khác. NHTW cũng quyết định tăng thêm dự trữ cho các NHTM là 250.000.000 đồng. Thể hiện kết quả trên cân đối tiền tệ của NHTW.

11. Xác định khối lượng tiền cơ sở và khối lượng tiền cung ứng căn cứ vào các số liệu dưới đây:

Cân đối tiền tệ NHTW

(Đơn vị: Tỷ đồng)

Tài sản Có	Tiền	Tài sản Nợ	Tiền
Tài sản ngoại tệ	20.000	Tiền giấy	23.800
Tín phiếu Kho bạc	6.200	Tiền gửi các ngân hàng	7.800
Cho vay các ngân hàng	7.600	Tiền gửi ngân sách	1.000
Tài sản Có khác	7.100	Vay nước ngoài	6.000
		Vốn tự có	2.300
Tổng số	40.900	Tổng số	40.900

Cân đối tiền tệ NHTM

(Đơn vị: tỷ đồng)

Tài sản	Tiền	Nguồn vốn	Tiền
Quỹ tiền mặt	1.000	Tiền gửi không kỳ hạn	15.000
Tiền gửi tại NHTW	7.800	Tiền gửi có kỳ hạn	16.200
Tài sản ngoại tệ	10.000	Vay nước ngoài	7.000
Cho vay + chứng khoán	41.800	Vay NHTW	7.600
		Tài sản Nợ khác	4.800
		Vốn tự có	10.000
Tổng số	60.600	Tổng số	60.600



12. Căn cứ số liệu trên, xác định nguồn đối ứng khối lượng tiền cung ứng M₂

13. Lãi suất thị trường sẽ biến động thế nào nếu NHTW mở rộng khối lượng tiền cung ứng?

14. Đánh giá khả năng kiểm soát khối lượng tiền cơ sở của NHTW.

15. Khi ước lượng hàm cầu tiền M₁ của Việt Nam giai đoạn 1990 - 2002 nên sử dụng các biến độc lập nào? Tại sao?

16. Khi ước lượng hàm cầu tiền M₂ của Việt Nam giai đoạn 2002 - 2008 nên sử dụng các biến độc lập nào? Tại sao?

17. Giả sử khi sử dụng các số liệu theo tháng từ 2000-2006 để ước lượng mức cầu tiền M₂, sau khi hồi quy cho kết quả:

$$\ln M_2 = 10,545 + 1,609LIP - 0,084 TPKB + 0,089 GER$$

Trong đó:

LIP: tốc độ thay đổi của chỉ số sản xuất công nghiệp theo tháng

TPKB: Tỷ lệ thay đổi lãi suất tín phiếu kho bạc trúng thầu bình quân năm

GER: Tỷ lệ mất giá của đồng nội tệ

Hãy phân tích kết quả ước lượng

18. Với những số liệu thực tế, sử dụng mô hình tuyến tính hãy ước lượng mức cầu tiền M₂ của Việt Nam giai đoạn 2000 đến nay. Phân tích kết quả ước lượng được.

Chương 5

LẠM PHÁT

5.1. KHÁI NIỆM VÀ CÁC LOẠI LẠM PHÁT

5.1.1. Khái niệm lạm phát

Các định nghĩa lạm phát được đưa ra thường tiếp cận từ hai khía cạnh chủ yếu; loại thứ nhất là các định nghĩa xuất phát từ việc xem xét các nguyên nhân của lạm phát, chẳng hạn “Lạm phát là quá nhiều tiền đi săn quá ít hàng” hoặc “Lạm phát là khi tiền lương danh nghĩa tăng nhanh hơn năng suất lao động”. Cách định nghĩa này thực chất là chỉ đưa ra các cách giải thích khác nhau về nguyên nhân lạm phát, chứ chưa phải là một định nghĩa về lạm phát theo đúng nghĩa của nó. Cách tiếp cận thứ hai tập trung vào những ảnh hưởng của lạm phát và được sử dụng phổ biến hiện nay: Lạm phát là mức giá cả chung (mức giá bình quân) tăng lên. Đây là hiện tượng xảy ra ở tất cả các nước với mức biến động giá khác nhau. Sự tăng lên của mức giá làm giảm giá trị tiền tệ được đo lường bằng sức mua đối nội của nó. Mức biến động giá khác nhau giữa các nước và kéo dài sẽ truyền ảnh hưởng tới tỷ giá ngoại tệ và làm thay đổi sức mua đối ngoại của đồng tiền. Đối nghịch với lạm phát là giảm phát – xảy ra khi mức giá cả chung có xu hướng giảm xuống. Cả hai hiện tượng này đều có thể gây những ảnh hưởng tiêu cực đến đời sống kinh tế xã hội.

Sự tăng giá mới chỉ phản ánh hình thức biểu hiện của lạm phát. Bản chất của lạm phát được thể hiện ở tính chất của sự tăng giá: Đó là sự tăng giá với tốc độ cao và kéo dài hay chỉ là tạm thời. Sự tăng giá liên tục từ thời gian này đến thời gian khác xuất phát từ nguyên nhân đặc thù và tạo ra những tác động đặc thù của lạm phát. Các nhà kinh tế học theo trường phái trọng tiền hiện đại, đứng đầu là Milton Friedman quan niệm lạm phát là sự tăng giá với tốc độ cao và kéo dài khi đưa ra một tuyên bố nổi tiếng: “*Lạm phát luôn luôn và mọi nơi là vấn đề thuộc về tiền tệ*”. Quan điểm này được ủng hộ bằng bởi những người theo trường phái Kennneys bằng việc chỉ ra rằng một sự tăng giá tạm thời có thể xuất phát từ nhiều nguyên nhân khác nhau, nhưng chỉ có sự tăng lên của tiền tệ mới dẫn đến sự tăng giá kéo dài với tốc độ cao.

Mối quan hệ giữa tốc độ tăng tiền và lạm phát có thể giải thích bằng đẳng



thức thuyết số lượng tiền tệ: $MV = PY$ hoặc $m + v = \pi + y$. Trong đó m , v , π và y là tỷ lệ phần trăm thay đổi của M , V , P và Y tương ứng. Chuyển tỷ lệ lạm phát sang về trái ta có: $\pi = m - y + v$. Đẳng thức này chỉ rõ nguồn gốc của lạm phát. Khi cho rằng tiền tệ là lý do duy nhất giải thích mọi sự biến động của giá cả, cả Fisher và các nhà kinh tế học theo trường phái trọng tiền đều giả định rằng tốc độ lưu thông tiền tệ và sản lượng không thay đổi hoặc thay đổi không đáng kể trong ngắn hạn. Trong thực tế cả sản lượng và tốc độ lưu thông tiền tệ đều bị ảnh hưởng bởi sự biến động của khối lượng tiền trong ngắn hạn, do đó sự tăng lên hoặc giảm đi của khối lượng tiền trong lưu thông khó có thể được phản ánh đầy đủ trong sự biến động của mức giá. Hay nói cách khác, mối liên hệ giữa tốc độ tăng tiền và lạm phát không chặt chẽ về mặt ngắn hạn. Nhưng về mặt dài hạn, sản lượng cố định ở mức tiềm năng và tốc độ lưu thông tiền tệ ít biến động, tỷ lệ lạm phát thực sự phản ánh tốc độ tăng tiền trong lưu thông.

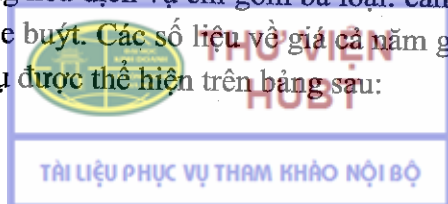
5.1.2. Đo lường lạm phát

Vì sự thay đổi giá cả các hàng hoá và dịch vụ không đều nhau, có một số mặt hàng giá tăng nhanh, một số khác tăng chậm thậm chí có mặt hàng giảm giá, nên để đo lường sự thay đổi mức giá, việc tính mức giá bình quân thông qua các chỉ số giá được sử dụng.

5.1.2.1. Chỉ số giá tiêu dùng xã hội - CPI

Chỉ số giá tiêu dùng xã hội (CPI) được sử dụng một cách phổ biến trong việc đánh giá mức lạm phát. CPI đo lường mức giá bình quân của một nhóm hàng hóa và dịch vụ cần cho tiêu dùng của các hộ gia đình (được lựa chọn) của một giai đoạn như tỷ lệ phần trăm của mức giá giai đoạn trước được gọi là năm gốc. Người ta thường chọn một rổ hàng tiêu dùng có chia các nhóm quần áo, nhà cửa, chất đốt, vận tải, y tế... và xác định mức độ quan trọng của từng nhóm hàng trong tổng chi tiêu để làm cơ sở tính chỉ số giá bình quân. Vào đầu kỳ tính CPI (tháng, quý, năm), các số liệu về giá cả các hàng hoá, dịch vụ cần thiết được thu thập. Chỉ số CPI sau đó sẽ được tính bằng cách so sánh giá trị hiện tại và giá trị gốc của rổ hàng hoá, dịch vụ được lựa chọn.

Giả sử một rổ hàng hoá dịch vụ chỉ gồm ba loại: cam, dịch vụ cắt tóc và dịch vụ giao thông - xe buýt. Các số liệu về giá cả năm gốc, giá cả năm hiện tại và số lượng tiêu thụ được thể hiện trên bảng sau:



(Đơn vị: 1000 đồng)

Rổ hàng hoá và dịch vụ được lựa chọn	Năm gốc		Năm hiện tại		
	Số lượng	Giá	Chi phí	Giá	Chi phí
Cam	5 kg	8	40	12	60
Cắt tóc	6 lần	11	66	12,5	75
Xe buýt	200 vé	7	140	7,5	150
Cộng:			246		285

Chỉ số giá năm gốc là: $246/246 = 1$ hoặc 100%.

Chỉ số giá năm hiện tại là: $285/246 = 1,158$ hoặc 115,8%.

Trên cơ sở xác định được chỉ số giá tiêu dùng bình quân, tỷ lệ lạm phát phản ánh sự thay đổi mức giá bình quân của giai đoạn này so với giai đoạn trước được tính theo công thức sau:

$$\text{Tỷ lệ lạm phát} = \frac{\text{Mức giá năm hiện tại} - \text{Mức giá năm trước}}{\text{Mức giá năm trước}} \times 100$$

Cách đo lường này cho phép so sánh sự biến động mức giá tiêu dùng theo thời gian nhưng không phản ánh được sự thay đổi cơ cấu tiêu dùng của các hộ gia đình. Vì thế trong nhiều trường hợp người ta sử dụng cơ cấu tiêu dùng của năm hiện tại để xác định CPI. Mặt khác, chỉ số CPI không phản ánh được sự thay đổi về chất lượng hàng hoá và dịch vụ - một nhân tố ảnh hưởng đến mức giá cả.

5.1.2.2. Chỉ số lạm phát cơ bản

Lạm phát cơ bản thể hiện xu hướng tăng giá hàng hóa dịch vụ tiêu dùng trong dài hạn và là một thước đo lạm phát. Nó minh họa cho một sự tăng giá sau khi đã loại bỏ những dao động mang tính chất mùa vụ, cũng như những dao động bắt nguồn từ những cú “sốc cung” tạm thời. So sánh với chỉ số CPI, chỉ số lạm phát cơ bản đặc trưng bởi sự hoạt động trơn tru hơn, biểu hiện xu hướng dài hạn của lạm phát và chịu tác động trực tiếp bởi CSTT. Tuy nhiên, đây không phải là chỉ số thay thế cho CPI. Lạm phát cơ bản đóng vai trò như một chỉ tiêu bổ sung hữu ích đối với lạm phát CPI, cung cấp thông tin về xu hướng dài hạn của giá tiêu dùng và được sử dụng như một chỉ số lạm phát tương lai. Do đó, nó trở thành công cụ phân tích hữu ích khi nghiên cứu hiện

tượng lạm phát. Mức lạm phát cơ bản cũng hỗ trợ việc xác định phạm vi tác động thực sự của CSTT lên giá tiêu dùng.

Như vậy, tỷ lệ lạm phát cơ bản được hiểu là tỷ lệ lạm phát đã được điều chỉnh loại bỏ những biến động ngắn hạn về giá cả làm méo mó việc tính toán mức lạm phát. Nó giúp các nhà hoạch định chính sách xác định liệu những diễn biến giá tiêu dùng hiện tại có phải là những rối loạn tạm thời hay không? Đây là một thông tin rất quan trọng để hoạch định CSTT.

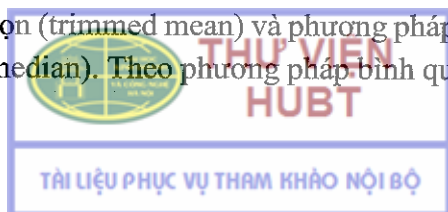
Hiện nay trên thế giới có nhiều phương pháp đo lường lạm phát cơ bản phụ thuộc vào quan điểm cũng như điều kiện cụ thể của từng quốc gia. Có thể phân chúng thành 3 nhóm cơ bản là: Phương pháp cơ học (phương pháp loại trừ), phương pháp thống kê và phương pháp hồi quy.

- Phương pháp cơ học (hay phương pháp loại trừ)

Đây là phương pháp phổ biến được nhiều quốc gia lựa chọn. Theo phương pháp này, việc tính toán lạm phát cơ bản được thực hiện bằng cách loại một số mặt hàng khỏi chỉ số CPI. Việc loại bỏ được thực hiện bằng cách đặt quyền số của những mặt hàng đó bằng 0, các quyền số còn lại được cấu trúc lại sao cho có tổng bằng 1. Nguyên tắc chung của phương pháp này là loại bỏ những hàng hóa đặc trưng bởi những cú sốc mạnh (có tính mùa vụ hay liên quan tới cung) hay những lý do khác không điển hình (như giá cả không được hình thành bởi thị trường). Phương pháp này có ưu điểm là dễ hiểu, dễ tính, lại phù hợp với thông lệ quốc tế, song do phải loại bỏ hoàn toàn và thường xuyên các nhóm mặt hàng nhiên liệu và lương thực nên xu hướng lạm phát theo phép đo này thường có đặc điểm là không phản ánh đầy đủ một số mặt hàng, nhưng lại loại một số mặt hàng khác một cách thái quá. Trong nỗ lực nhằm khắc phục nhược điểm này, nhiều NHTW các nước đang tăng cường sử dụng mô hình hoá tỷ lệ lạm phát cơ bản ở nước mình với sự hỗ trợ của các phương pháp thống kê và hồi quy bằng mô hình kinh tế lượng.

- Nhóm phương pháp thống kê

Nhóm phương pháp thống kê loại bỏ tác động của những thay đổi thái quá của giá cả (từ cả 2 chiều: Tăng và giảm) đến tỷ lệ lạm phát chung. Nhóm mặt hàng bị loại trừ thay đổi hàng tháng, phụ thuộc vào sự biến động mạnh về giá cả của hàng hoá đó. Các phương pháp thống kê phổ biến nhất là phương pháp bình quân thu gọn (trimmed mean) và phương pháp bình quân gia quyền cộng dồn (weghted median). Theo phương pháp bình quân thu gọn đó, người



ta sẽ xếp hạng những thay đổi giá của các nhóm mặt hàng riêng biệt từ cao nhất đến thấp nhất (hoặc từ chiều dương sang chiều âm) trong mỗi tháng rồi tính tỷ lệ lạm phát bình quân sau khi loại ra một tỷ lệ phần trăm nhất định những thay đổi giá quá mức (theo chiều tăng hoặc giảm). Trong khi đó, phương pháp bình quân gia quyền cộng dồn thì xếp hạng quyền số của các mặt hàng từ cao nhất đến thấp nhất và tính tỷ lệ lạm phát bình quân gia quyền tương ứng với quyền số CPI cộng dồn là 50%.

- Phương pháp hồi quy

Nhiều quốc gia cũng đã sử dụng kinh tế lượng nhằm xác định lạm phát cơ bản bằng cách xác định mối quan hệ thống kê giữa lạm phát và các biến số liên quan khác. Sau đó dùng mô hình hồi qui để đánh giá lạm phát cơ bản thông qua việc đưa vào các dữ liệu thực tế của các biến số khác trong mô hình.

5.1.2.3. Chỉ số giảm phát tổng sản phẩm quốc nội - GDP

Chỉ số này đo lường mức giá bình quân của tất cả các hàng hoá và dịch vụ tạo nên tổng sản phẩm quốc nội. Nó được xác định theo công thức sau:

$$\text{Chỉ số giảm phát GDP} = \frac{\text{GDP danh nghĩa}}{\text{GDP thực tế}} \times 100$$

Trong đó, GDP danh nghĩa đo lường sản lượng theo giá trị tiền tệ năm hiện tại, GDP thực tế đo lường sản lượng năm hiện tại theo giá năm được chọn làm gốc.

Thí dụ: Giả sử một nền kinh tế chỉ sản xuất 3 mặt hàng: cam, máy tính và bút mực, chỉ số giảm phát GDP được tính như bảng sau:

(Đơn vị: 10.000đ)

Hàng hoá	Giai đoạn hiện tại			Giai đoạn gốc	
	Số lượng	Giá	Chi phí	Giá	Chi phí
Cam	4250 túi	1,05/ túi	4.452	1/ túi	4.240
Máy tính	5 cái	2100/ cái	10.500	2000/ cái	10.000
Bút mực	1060 cái	1/ cái	1060	1/ cái	1060
GDP danh nghĩa			16.012		
GDP thực tế:			15.300		
Chỉ số giảm phát GDP: $(16.012/ 15.300) \times 100 = 104,7$					

Tỷ lệ lạm phát sau đó được tính trên cơ sở các chỉ số giảm phát GDP được xác định tương tự như khi tính CPI.

Hộp 5.1: Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tại Việt Nam

*** Quyền số chỉ số giá tiêu dùng áp dụng từ 1995 - 2008**

Từ năm 2001 đến tháng 4/2006 để tính CPI, một rổ hàng hoá được lựa chọn bao gồm 400 mặt hàng được phân thành 138 mặt hàng thuộc nhóm cấp IV, 86 nhóm cấp III, 35 nhóm cấp II và 10 nhóm cấp I. Quyền số gốc để tính mức giá bình quân là cơ cấu chi tiêu hộ gia đình theo kết quả điều tra đời sống kinh tế hộ gia đình năm 2000. Từ 1/5/2006 số mặt hàng hóa, dịch vụ được lựa chọn tăng lên 494.

Bảng 5.1. Quyền số giá tiêu dùng của Việt Nam theo năm điều tra từ 1995-2006

Đơn vị tính: Tỷ lệ phần trăm (%)

Nhóm hàng hoá dịch vụ cấp 1	1995	2000	2006
Chỉ số chung	100,00	100,00	100,00
1. Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	60,86	47,90	42,85
2. Đồ uống và thuốc lá	4,09	4,50	4,56
3. May mặc mũ nón dây dép	6,63	7,63	7,21
4. Nhà ở và vật liệu xây dựng	2,9	8,23	9,99
5. Thiết bị và đồ dùng gia đình	4,6	9,20	8,62
6. Dược phẩm và y tế	3,53	2,41	5,42
7. Phương tiện đi lại, bưu điện	7,23	10,07	9,04
8. Giáo dục	2,5	2,89	5,41
9. Văn hoá, thể thao, giải trí	3,79	3,81	3,59
10. Đồ dùng và dịch vụ giải trí khác	3,86	3,36	3,31

Nguồn: Tổng cục Thống kê

*** Quyền số chỉ số giá tiêu dùng áp dụng từ 2009-2020**

+ *Danh mục mặt hàng đại diện và quyền số*

Giai đoạn 2009-2014, số mặt hàng đại diện trong “rổ” tăng lên 572 mặt hàng (tăng 78 mặt hàng so với giai đoạn trước), và chia thành 11 nhóm (nhóm cấp I) thay vì 10 nhóm như các giai đoạn trước đây, cụ thể nhóm 7 (Phương tiện đi lại và bưu điện) được tách thành nhóm VII (Giao thông) và

nhóm VIII (Bưu chính viễn thông) (Bảng 5.2). Ngoài ra, 3 nhóm cấp II (*Lương thực; Thực phẩm và Ăn uống ngoài gia đình*) được hình thành trên cơ sở chia tách nhóm I (Hàng ăn và dịch vụ ăn uống).

Giai đoạn 2015-2020, số mặt hàng được thu thập trong "rổ" hàng hóa tính CPI tiếp tục tăng lên 82 mặt hàng so với thời kỳ 2009-2014, nâng tổng số mặt hàng trong "rổ" là 654 mặt hàng. Để có được số liệu về quyền số chỉ số giá tiêu dùng Tổng cục Thống kê đã thực hiện thu thập thông tin từ dân mẫu là 62.655 hộ dân cư tại 63 tỉnh, thành phố trực thuộc Trung ương trong 4 kỳ điều tra (các tháng: 3, 6, 9, 12 năm 2014) nhằm loại trừ yếu tố mùa vụ. Giai đoạn này vẫn chia thành 11 nhóm hàng hóa dịch vụ chính (nhóm cấp I), và 5 nhóm hàng cấp II (*Lương thực; Thực phẩm; Ăn uống ngoài gia đình, Dịch vụ y tế; Dịch vụ giáo dục*), thêm 2 nhóm hàng cấp II so với giai đoạn trước do chia chi tiết nhóm VI (Thuốc và dịch vụ y tế) và nhóm IX (Giáo dục).

Bảng 5.2. Quyền số giá tiêu dùng của Việt Nam thời kỳ 2009-2015

Đơn vị tính: Tỷ lệ phần trăm (%)

Mã	Các nhóm hàng và dịch vụ	2009	2015
C	Tổng chi cho tiêu dùng cuối cùng	100,00	100,00
01	I. Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39,93	36,12
011	1. Lương thực	8,18	4,46
012	2. Thực phẩm	24,35	22,6
013	3. Ăn uống ngoài gia đình	7,04	9,06
02	II. Đồ uống và thuốc lá	4,03	3,59
03	III. May mặc, mũ nón, giày dép	7,28	6,37
04	IV. Nhà ở, điện, nước, chất đốt và VLXD	10,01	15,73
05	V. Thiết bị và đồ dùng gia đình	8,65	7,31
06	VI. Thuốc và dịch vụ y tế	5,61	5,04
063	Dịch vụ y tế		3,87
07	VII. Giao thông	8,87	9,37
08	VIII. Bưu chính viễn thông	2,73	2,89
09	IX. Giáo dục	5,72	5,99
092	Dịch vụ giáo dục		5,16
10	X. Văn hoá, giải trí và du lịch	3,83	4,29
11	XI. Hàng hoá và dịch vụ khác	3,34	3,30

Nguồn: Tổng cục Thống kê



+ Công thức tính chỉ số giá tiêu dùng CPI

Ở Việt Nam, việc tính chỉ số tiêu dùng thời kỳ 2015-2020 được áp dụng công thức Laspeyres bình quân nhân

$$I^{t \rightarrow 0} = \prod_{i=1}^n \left(\frac{P_t^i}{P_0^i} \right)^{w_i} = \frac{\prod_{i=1}^n (P_t^i)^{w_i}}{\prod_{i=1}^n (P_0^i)^{w_i}}$$

Trong đó:

$I^{t \rightarrow 0}$ là chỉ số giá tiêu dùng kỳ báo cáo t so với kỳ gốc cố định 0;

P_t là giá tiêu dùng kỳ báo cáo t;

P_0 là giá tiêu dùng kỳ gốc 0;

n là số lượng mặt hàng

$w^i = \frac{P_i^0 \cdot q_i^0}{\sum_{i=1}^n P_i^0 q_i^0}$ là quyền số cố định kỳ gốc 0

+ Công bố thông tin về chỉ số giá tiêu dùng

Ở Việt Nam, chỉ số giá tiêu dùng CPI được tính cho toàn quốc và cho từng địa phương, và được thông báo định kỳ hàng tháng.

Chỉ số giá vàng và chỉ số giá đô la Mỹ không bao gồm trong chỉ số giá tiêu dùng và được công bố hàng tháng cùng với chỉ số giá tiêu dùng

Chỉ số CPI tính theo 5 gốc so sánh: Năm gốc 2014, cùng kỳ năm trước, tháng 12 năm trước, kỳ trước; và chỉ số bình quân cùng kỳ năm trước, tháng 12 năm trước, kỳ trước; và chỉ số giá bình quân cùng kỳ;



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Bảng 5.3. Chỉ số giá tiêu dùng, chỉ số giá vàng và chỉ số giá đôla Mỹ
cả nước của tháng 6 năm 2017 tính theo các gốc so sánh**

Đơn vị tính: %

	Mã số	Chỉ số giá tháng 6/2017 so với				6 tháng đầu năm 2017 so với cùng kỳ năm 2016
		Kỳ gốc năm 2014	Tháng 6 năm 2016	Tháng 12 năm 2016	Tháng 5 năm 2017	
Chỉ số giá tiêu dùng	C	105,12	102,54	100,20	99,83	104,15
I. Hàng hóa và dịch vụ ăn uống	01	101,12	96,90	96,38	99,41	99,49
1. Lương thực	011	102,44	100,09	100,46	99,49	101,39
2. Thực phẩm	012	98,63	94,54	93,83	99,15	98,26
3. Ăn uống ngoài gia đình	013	106,92	101,40	100,96	100,02	101,65
II. Đồ uống và thuốc lá	02	105,29	101,50	100,99	100,10	101,62
III. May mặc, mũ nón, giày dép	03	103,80	101,05	100,20	100,05	101,12
IV. Nhà ở và vật liệu xây dựng (*)	04	104,51	103,3	102,12	100,53	104,11
V. Thiết bị và đồ dùng gia đình	05	104,78	101,02	100,58	100,08	100,99
VI. Thuốc và dịch vụ y tế	06	187,53	146,14	117,66	100,01	147,93
Trong đó: Dịch vụ y tế	063	224,17	163,54	123,44	100,00	166,09

VII. Giao thông	0	85,96	104,22	101,68	99,29	108,77
VIII. Bưu chính viễn thông	08	98,09	99,36	99,72	99,99	99,33
IX. Giáo dục	09	119,21	109,80	101,34	100,09	109,99
<i>Trong đó: Dịch vụ giáo dục</i>	092	122,21	111,33	101,55	100,09	111,56
X. Văn hóa, giải trí và du lịch	10	103,46	100,83	100,77	100,19	100,95
XI. Hàng hóa và dịch vụ khác	11	107,64	101,71	100,96	100,05	101,99
CHỈ SỐ GIÁ VÀNG	1V	105,20	104,39	103,16	100,25	106,75
CHỈ SỐ GIÁ ĐÔ LA MỸ	2U	105,96	101,50	99,89	99,93	101,39

(*) Nhóm này bao gồm: tiền thuê nhà ở, điện, nước, chất đốt và vật liệu xây dựng

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Bảng 5.4. Chỉ số giá tiêu dùng, chỉ số giá vàng và chỉ số giá đôla Mỹ cả nước của tháng 12 năm 2017 tính theo các gốc so sánh

Đơn vị tính: %

	Mã số	Chỉ số giá tháng 12/2017 so với			Năm 2017 so với năm 2016
		Kỳ gốc năm 2014	Tháng 12 năm 2016	Tháng 11 năm 2017	
Chỉ số giá tiêu dùng	C	107,64	102,60	100,21	103,53
I. Hàng hóa và dịch vụ ăn uống	01	103,03	98,20	99,77	98,92

1. Lương thực	011	105,15	103,12	100,56	101,61
2. Thực phẩm	012	100,99	96,08	99,50	97,40
3. Ăn uống ngoài gia đình	013	107,22	101,24	100,08	101,45
II. Đồ uống và thuốc lá	02	105,68	101,37	100,17	101,52
III. May mặc, mũ nón, giày dép	03	104,78	101,14	100,43	101,07
IV. Nhà ở và vật liệu xây dựng (*)	04	107,12	104,67	100,22	104,29
V. Thiết bị và đồ dùng gia đình	05	105,30	101,08	100,12	101,02
VI. Thuốc và dịch vụ y tế	06	203,69	127,79	102,55	142,29
Trong đó: Dịch vụ y tế	063	249,34	137,30	103,30	157,91
VII. Giao thông	07	89,65	106,04	100,84	106,80
VIII. Bưu chính viễn thông	08	97,91	99,54	99,97	99,40
IX. Giáo dục	09	126,21	107,29	100,00	109,10
Trong đó: Dịch vụ giáo dục	092	130,21	108,19	100,00	110,42
X. Văn hóa, giải trí và du lịch	10	103,45	100,76	100,03	100,86
XI. Hàng hóa và dịch vụ khác	11	109,10	102,33	100,16	102,14
CHỈ SỐ GIÁ VÀNG	1V	106,81	104,74	99,88	103,71
CHỈ SỐ GIÁ ĐÔ LA MỸ	2U	106,03	99,95	100,02	101,40

(*) Nhóm này bao gồm: tiền thuê nhà ở, điện, nước, chất đốt và vật liệu xây dựng

Nguồn: Tổng cục Thống kê

5.1.3. Các loại lạm phát

Việc nghiên cứu các loại lạm phát giúp chúng ta hình dung rõ những đặc điểm của từng loại lạm phát cũng như ảnh hưởng tiềm năng của chúng từ đó mà có các giải pháp kiềm chế lạm phát thích hợp.

Căn cứ vào tốc độ lạm phát, người ta chia ra 3 loại lạm phát khác nhau:

5.1.3.1. Lạm phát vừa phải

Lạm phát vừa phải xảy ra khi tốc độ tăng giá chậm, ở mức 1 con số. Hiện ở phần lớn các nước phát triển lạm phát được duy trì ở mức vừa phải, tỷ lệ cụ thể bao nhiêu tùy thuộc vào tình trạng phát triển của nền kinh tế và mục tiêu CSTT trong từng thời kỳ. Trong điều kiện lạm phát vừa phải, giá cả tăng chậm thường xấp xỉ bằng mức tăng tiền lương hoặc cao hơn chút ít, do vậy giá trị tiền tệ tương đối ổn định tạo thuận lợi cho môi trường kinh tế xã hội. Tác hại của loại lạm phát này đến nền kinh tế là không đáng kể.

5.1.3.2. Lạm phát phi mã

Là loại lạm phát xảy ra khi giá cả bắt đầu tăng ở mức hai, ba con số như 20%, 100% hoặc 200%/ năm. Loại lạm phát này kéo dài trong suốt thập kỷ 80 và gần hết thập kỷ 90 ở những nước Mỹ La tinh với mức biến động giá hàng năm từ 20% đến 300%. Việt Nam cũng đã từng trải qua loại lạm phát này trong những năm 80, thời kỳ cao điểm lên tới 700%/ năm. Sự kiểm nghiệm thực tế cho thấy rằng nguyên nhân cuối cùng của loại lạm phát cao và kéo dài này là do sự tăng lên của khối tiền trong lưu thông. Khi giá cả hàng hoá biến động mạnh, giá trị tiền tệ giảm qua các thời kỳ, tiền giấy bắt đầu bị từ chối trong thanh toán. Dân chúng không dám giữ tiền dưới mọi hình thức và bắt đầu hoạt động đầu cơ tích trữ hàng hoá. Trong thời kỳ lạm phát phi mã, sản xuất không phát triển, hệ thống tài chính tín dụng bị tàn lụi.

5.1.3.3 Siêu lạm phát

Siêu lạm phát xảy ra khi tốc độ tăng giá vượt xa mức lạm phát phi mã có thể lên tới hàng nghìn tỷ lần như các cuộc siêu lạm phát điển hình trong lịch sử: Lạm phát ở Đức trong những năm 1921-1923, lạm phát ở Nga sau cách mạng tháng Mười, lạm phát ở Mỹ vào thời kỳ nội chiến hoặc các cuộc siêu lạm phát ở Trung quốc, Hunggari sau chiến tranh thế giới thứ II, lạm phát ở Nga sau biến cố chính trị 1990-1991

Có thể rút ra các đặc trưng cơ bản của các cuộc siêu lạm phát như sau:



+ Siêu lạm phát có sức phá huỷ mạnh toàn bộ hoạt động của nền kinh tế và thường đi kèm với suy thoái kinh tế nghiêm trọng.

+ Lạm phát thường xảy ra do các biến cố lớn dẫn đến đảo lộn trật tự xã hội như chiến tranh, khủng hoảng chính trị.

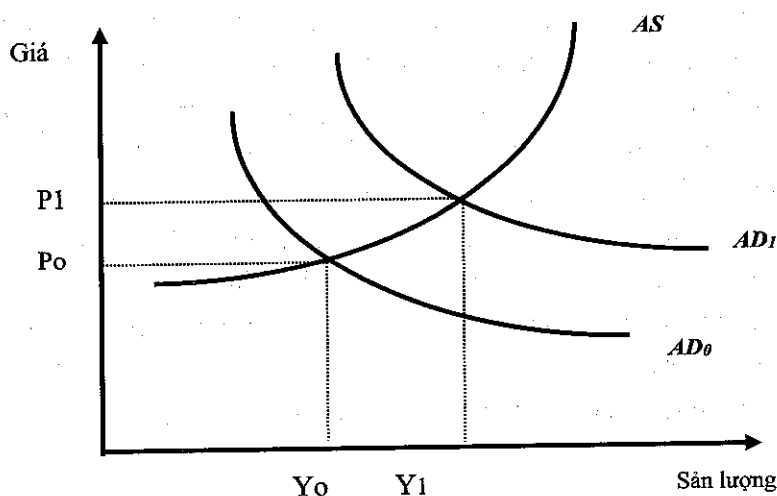
+ Nguyên nhân duy nhất của mức tăng giá khủng khiếp là do phát hành tiền giấy không hạn chế nhằm bù đắp thiếu hụt NSNN.

5.2. NGUYÊN NHÂN LẠM PHÁT

5.2.1. Lạm phát cầu kéo

Đây là nguyên nhân do tổng cầu (AD) - tổng chi tiêu của xã hội tăng lên - vượt quá mức cung ứng hàng hoá của xã hội dẫn đến áp lực làm tăng giá cả. Nói cách khác, bất kỳ lý do nào làm cho tổng cầu tăng lên đều dẫn đến sự tăng giá trong ngắn hạn. Có thể giải thích điều này thông qua mô hình đơn giản AS-AD. Khi tổng cầu AD_0 tăng lên đến AD_1 , mức giá cả chung tăng từ P_0 đến P_1 .

Hình 5.1: Tác động của sự gia tăng tổng cầu



Tổng cầu phản ánh nhu cầu có khả năng thanh toán về hàng hoá, dịch vụ của xã hội. Nó bao gồm nhu cầu hàng hoá, dịch vụ của các hộ gia đình, nhu cầu hàng hoá đầu tư của các doanh nghiệp, nhu cầu hàng hoá dịch vụ của Chính phủ và nhu cầu hàng hoá xuất khẩu ròng của thị trường nước ngoài. Khi nhu cầu có khả năng thanh toán của các chủ thể này tăng lên, tiền chi tiêu nhiều hơn, giá cả tăng lên. Các lý do cụ thể là:

Chi tiêu của Chính phủ tăng lên:

Khi chi tiêu của Chính phủ tăng lên, tổng cầu có thể tăng lên trực tiếp thông qua các khoản đầu tư vào các lĩnh vực thuộc phạm vi Chính phủ quản lý hoặc có thể gián tiếp thông qua các khoản chi phúc lợi xã hội, trợ cấp thất nghiệp tăng lên và kết quả là giá cả hàng hoá tăng lên. Trong trường hợp nhu cầu chi tiêu vượt quá khả năng thu ngân sách và được bù đắp bằng vốn phát hành hoặc vay NHTM rất dễ dẫn đến trường hợp lạm phát cao và kéo dài.

Chi tiêu dùng của các hộ gia đình tăng lên có thể do mức thu nhập thực tế tăng lên, do lãi suất giảm xuống, do điều kiện vay tiêu dùng thuận lợi... đều có tác dụng đẩy tổng cầu lên và gây áp lực đối với lạm phát.

Nhu cầu đầu tư của các doanh nghiệp tăng lên xuất phát từ dự đoán về triển vọng phát triển kinh tế, về khả năng mở rộng thị trường, do lãi suất đầu tư giảm, do điều kiện vay vốn đầu tư dễ dàng hơn... về mặt ngắn hạn nó làm cho mức giá cả tăng lên.

Các yếu tố liên quan đến nhu cầu của nước ngoài như tỷ giá, giá cả hàng hoá nước ngoài so với hàng hoá cùng loại được sản xuất trong nước và thu nhập bình quân của thị trường nước ngoài có những ảnh hưởng quan trọng đến nhu cầu hàng hoá xuất khẩu và do đó đến tổng cầu cũng như mức giá cả nội địa.

Như vậy, sự tăng lên của nhu cầu trong nước và nước ngoài sẽ làm tăng nhu cầu có khả năng thanh toán của xã hội dẫn đến áp lực làm tăng giá cả.

Việc thực hiện CSTT mở rộng quá mức bằng việc tăng mạnh cung tiền, giảm lãi suất có tác tăng các thành phần của tổng cầu cũng sẽ dẫn đến lạm phát.

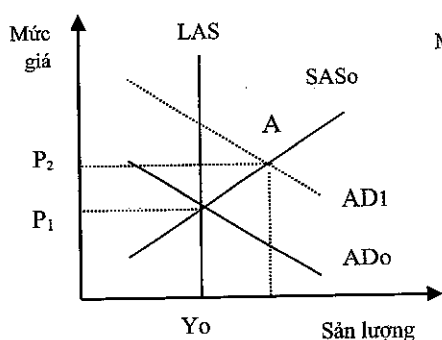
Chính sách tài khoá nói lỏng để tăng tổng cầu song việc sử dụng vốn kém hiệu quả, lãng phí cũng làm cho tổng mức cầu vượt quá tổng cung và dẫn đến lạm phát.

Trong điều kiện nền kinh tế chưa đạt mức sản lượng tiềm năng, thì việc chủ động làm tăng tổng cầu trở thành một chính sách lạm phát có hiệu quả để đẩy mạnh khả năng sản xuất của xã hội và kết quả là cùng với sự dịch chuyển giá cả từ P_0 đến P_1 kéo theo sự tăng lên của sản lượng với tốc độ cao hơn. Còn trong trường hợp nền kinh tế đã đạt mức sản lượng tiềm năng, sự tăng lên của

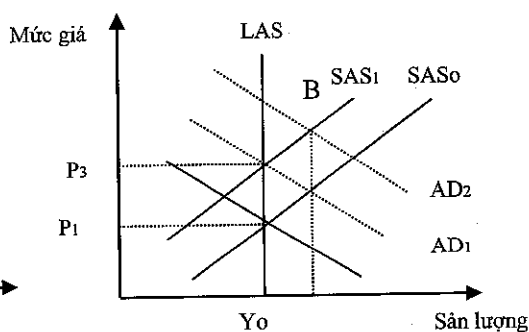
tổng cầu bởi các nguyên nhân trên chỉ làm cho giá cả tăng lên trong khi sản lượng chỉ tăng chút ít trong ngắn hạn thậm chí không tăng. Đây là trường hợp được các nhà kinh tế học đặc biệt chú ý vì tác hại của nó có thể gây ra cho nền kinh tế. Có thể giải thích thông qua các hình sau:

Giả sử vào năm trước, nền kinh tế đã đạt mức sản lượng tiềm năng, và do đó mức công ăn việc làm đầy đủ như trong hình (5.2a) dưới đây. Trong năm nay tổng cầu tăng từ AD_0 tới AD_1 do CSTT mở rộng hoặc do mức chi tiêu ngân sách tăng lên, điểm cân bằng mới của nền kinh tế được chuyển tới điểm A. Tại đó mức giá tăng lên đến P_2 và sản lượng thực tế vượt quá mức sản lượng tiềm năng. Tuy nhiên điểm cân bằng mới này tồn tại không lâu. Sự điều chỉnh của tiền lương làm cho đường tổng cung SAS_0 bắt đầu dịch sang bên trái - trong điều kiện không có gì ảnh hưởng đến tổng cầu - sự dịch chuyển của đường tổng cung sẽ dừng lại ở SAS_1 khi mức sản lượng quay trở về mức sản lượng tiềm năng và giá cả tăng lên tới P_3 hình (5.2b).

Hình 5.2. Lạm phát cầu kéo



a. Ảnh hưởng ban đầu

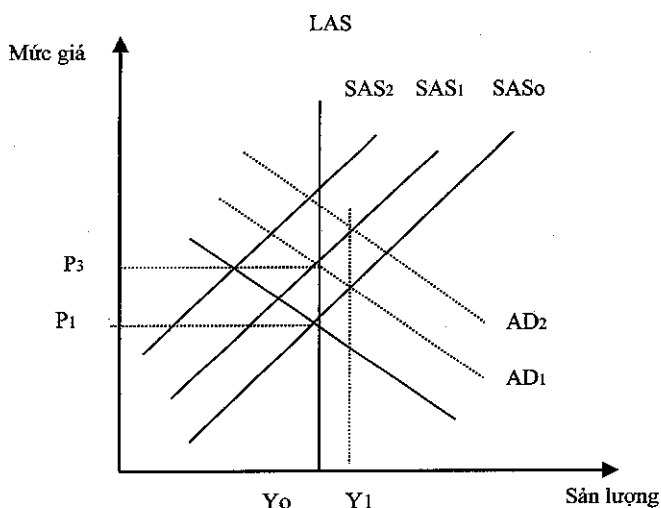


b. Sự điều chỉnh tiền lương

Nhưng nếu tổng cầu tiếp tục tăng, điểm cân bằng mới của nền kinh tế lại được chuyển đến B khi tổng cầu dịch từ AD_1 tới AD_2 . Mức giá cả và sản lượng thực tế tăng lên, vượt quá mức sản lượng tiềm năng. Quá trình điều chỉnh tiền lương được lặp lại đẩy SAS_1 tới SAS_2 .

Mức giá tiếp tục bị đẩy lên cao khi tổng cầu tiếp tục tăng, sản lượng thực tế dao động giữa Y_0 và Y_1 , cố định ở Y_0 về mặt dài hạn.

Hình 5.3. Vòng tròn lạm phát tiền lương và giá cả



c. Vòng tròn lạm phát tiền lương và giá cả

Sự tác động qua lại của việc tăng tiền lương và tăng tổng cầu làm cho mức giá cả bị đẩy lên trong khi mức sản lượng thực tế được duy trì ở mức sản lượng tiềm năng chính là bản chất của lạm phát cầu kéo.

5.2.2. Lạm phát chi phí đẩy

Đặc điểm quan trọng của loại lạm phát chi phí đẩy là áp lực làm tăng giá cả xuất phát từ sự tăng lên của chi phí sản xuất vượt quá mức tăng của năng suất lao động và làm giảm mức cung ứng hàng hoá của xã hội. Chi phí sản xuất có thể tăng lên do:

- Mức tăng tiền lương vượt quá mức tăng của năng suất lao động. Tiền lương tăng lên có thể do thị trường lao động trở nên khan hiếm, do yêu cầu đòi tăng lương của công đoàn hoặc do mức lạm phát dự tính tăng lên.

- Sự tăng lên của mức lợi nhuận ròng của người sản xuất đẩy giá cả hàng hoá lên

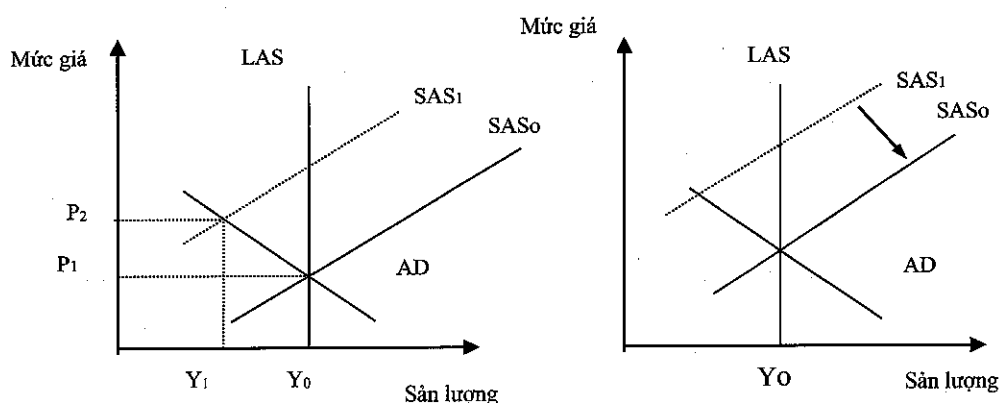
- Do giá nội địa của hàng nhập khẩu tăng lên, có thể do áp lực lạm phát của nước xuất khẩu, hoặc do giá trị nội tệ giảm so với ngoại tệ hoặc do ảnh hưởng của khủng hoảng... Nếu các loại hàng hoá và dịch vụ nhập khẩu này được sử dụng cho nhu cầu tiêu dùng thì nó sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới giá cả nội địa, nếu

nó được sử dụng như đầu vào của quá trình sản xuất thì sẽ làm tăng giá thành sản xuất và do đó tăng giá.

- Do sự tăng lên của thuế và các khoản nghĩa vụ với NSNN ảnh hưởng đến mức sinh lời của hoạt động đầu tư, giá cả tăng lên là tất yếu nhằm duy trì mức sinh lời thực tế.

Các yếu tố trên hoặc là tác động trực tiếp vào mức lương thực tế của người làm công hoặc tác động vào các chi phí ngoài lương và làm tăng chi phí sản xuất, đẩy mức giá bình quân lên P_2 trong khi giảm mức sản xuất của xã hội xuống Y' (hình 5.4 a). Tuy nhiên các lý do này chỉ dẫn đến lạm phát về mặt ngắn hạn do cơ chế tự điều chỉnh của thị trường. Nếu tổng cầu không thay đổi, mức sản xuất sẽ quay về mức sản lượng tiềm năng và giá cả quay về vị trí ban đầu của nó (hình 5.4.b).

Hình 5.4: Lạm phát chi phí đẩy với cơ chế tự điều chỉnh



a. Lạm phát chi phí đẩy

b. Cơ chế tự điều chỉnh

Nhưng nếu tổng cầu tăng lên do Chính phủ mong muốn khôi phục lại tỷ lệ thất nghiệp và sản lượng tiềm năng, đường tổng cầu sẽ dịch đến AD_1 với mức giá tăng lên P_3 . Tại mức giá cao hơn, các nguyên nhân làm tăng chi phí lại xuất hiện, quá trình điều chỉnh của tổng cung và sự đáp lại của tổng cầu được lặp lại, làm cho giá cả tiếp tục tăng trong khi mức sản xuất dao động dưới mức sản lượng tiềm năng (hình 5.5 a, b)

định, giảm bớt những áp lực của Chính phủ trong quá trình điều hành CSTT. Ở đó, NHTW nên được giao quyền tự xây dựng, quyết định mục tiêu, chỉ tiêu, các công cụ và thực thi CSTT một cách chuyên sâu, kiên định theo đuổi mục tiêu hàng đầu là ổn định giá cả. Có như vậy, hiệu quả công tác điều chỉnh sách mới được nâng cao, giúp tăng cường uy tín của NHTW và tăng lòng tin của nhân dân vào các nhà hoạch định chính sách vĩ mô. Tính độc lập này cần được quy định cụ thể, rõ ràng trong Luật, tránh tình trạng NHTW chỉ độc lập về mặt hình thức, không có thực quyền dẫn tới giảm hiệu quả trong công tác điều hành chính sách.

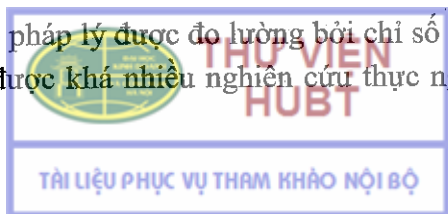
6.2.2.2. Đo lường tính độc lập

Đo lường tính độc lập của NHTW đã được đề cập trong rất nhiều nghiên cứu như Bade and Parkin (1982); Grilli, Masciandaro, and Tabellini (1991); Alesina and Summers (1993); Cukierman, Webb, and Neyapti (1992). Trong đó đáng chú ý là nghiên cứu của Cukierman, Webb, and Neyapti (1992) sử dụng chỉ số CWN (viết tắt 3 chữ cái đầu của tên 3 tác giả này) để đánh giá mức độ độc lập của NHTW.

Thông thường trong nghiên cứu, người ta xây dựng chỉ số CBI (Central Bank Independence) để định lượng mức độ độc lập của NHTW dựa trên các quy định, quy chế trong Luật NHTW như: Các quy định bổ nhiệm, miễn nhiệm ban điều hành NHTW; Quy định về thiết lập các mục tiêu và lựa chọn các công cụ CSTT; Quy định về điều kiện cấp vốn cho Chính phủ nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách. Những quy định này phản ánh sự độc lập mang tính pháp lý của NHTW (gọi là chỉ số độc lập pháp lý của NHTW - *de jure index*). Tuy nhiên, việc áp dụng luật trong thực tế có thể khác so với những quy định trong luật, nghĩa là NHTW chỉ có sự độc lập về mặt pháp lý mà không có sự độc lập thực sự trong hoạt động thực tế (không có thực quyền). Do đó, để đo lường đầy đủ mức độ độc lập của NHTW, Cukierman (1992) đã xây dựng chỉ số độc lập thực tế (*de facto index*) dựa trên các yếu tố như: Tỷ lệ thay thế Thống đốc NHTW (Turnover rate of central bank governors), và Các câu trả lời trong một bảng câu hỏi được cung cấp cho các nhân viên NHTW có trình độ chuyên môn tốt trả lời. Hai chỉ số này sẽ được đề cập dưới đây:

*** Chỉ số độc lập pháp lý (*De jure independence*)**

Chỉ số độc lập pháp lý được đo lường bởi chỉ số CWN index, đây là chỉ số bao quát nhất được khá nhiều nghiên cứu thực nghiệm sử dụng. Chỉ số



CWN có 4 thành phần: Thủ tục bổ nhiệm người đứng đầu NHTW; Biện pháp giải quyết mâu thuẫn giữa NHTW và Chính phủ; Sử dụng mục tiêu chính sách rõ ràng, minh bạch, và Các quy định giới hạn cho vay Chính phủ. Trong đó, thành phần thứ nhất và thành phần thứ ba liên quan nhiều đến các hoạt động nội bộ của NHTW (các thủ tục và chính sách của NHTW), trong khi đó, thành phần thứ hai và thứ tư lại liên quan đến mối quan hệ giữa NHTW với Chính phủ (vấn đề xung đột và quan hệ tài chính giữa hai bên).

Khác với các chỉ số mức độ độc lập NHTW khác, chỉ số CWN tập trung vào 4 nhóm mức độ độc lập, mỗi nhóm được mã hóa riêng: Độc lập trong cơ cấu tổ chức (organic independence) [Mã: CEO]; Xây dựng CSTT (monetary policy formulation) [Mã: PF]; Thiết kế các mục tiêu cuối cùng của CSTT (monetary policy final objectives) [Mã: OBJ]; Giới hạn cấp tín dụng cho Chính phủ (limitations of lending to government) [Mã: LL]. Lợi thế chủ yếu của chỉ số này là có thể tính toán dựa trên một mẫu lớn các quốc gia, bao gồm các nước phát triển, các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển. Hơn nữa, *“chỉ số này tương đối dễ dàng để sao chép lại, bởi vì trong các nghiên cứu của mình, các tác giả cung cấp một bản hướng dẫn cụ thể để mã hóa các thành phần nhỏ, thành phần phụ”* (Crowe and Meade, 2008, p. 765).

Khi so sánh với các chỉ số đo lường mức độ độc lập của NHTW trong các nghiên cứu trước đây, chỉ cho phép lựa chọn Có/ Không (Yes/ No) cho mỗi tiêu chí (có 2 lựa chọn hay 2 mức độ phản hồi), thì chỉ số CWN mở rộng hơn rất nhiều về mức độ lựa chọn, mức độ phản hồi đa dạng hơn. Chỉ số CWN là tổng tỷ trọng của 16 tiêu chí, hoặc gọi là 16 biến số được chia thành 4 nhóm mức độ độc lập đã đề cập ở trên: Độc lập trong cơ cấu tổ chức [Mã: CEO] (gồm 4 biến); Xây dựng CSTT [Mã: PF] (3 biến); Thiết kế các mục tiêu cuối cùng của CSTT [Mã: OBJ] (1 biến); Giới hạn cấp tín dụng cho Chính phủ [Mã: LL] (8 biến), mỗi biến (hay mỗi tiêu chí) có thang điểm số từ 0 đến 1. Điểm là 0 nếu mức độ độc lập NHTW thấp nhất, điểm là 1 nếu mức độ độc lập NHTW cao nhất.

Ví dụ: Biến số nhiệm kỳ của Thống đốc NHTW, có 5 mức điểm: Điểm 1 (nếu nhiệm kỳ của Thống đốc hơn 8 năm); Điểm 0,75 (nhiệm kỳ từ 6-8 năm); Điểm 0,5 (nhiệm kỳ 5 năm); Điểm 0,25 (nhiệm kỳ 4 năm); và Điểm 0 (nếu nhiệm kỳ dưới 4 năm).

Biến số: Chủ thể nào xây dựng CSTT, có 4 mức điểm: Điểm 1 (NHTW

toàn quyền xây dựng CSTT); Điểm 0,67 (NHTW và Chính phủ cùng xây dựng CSTT); Điểm 0,33 (NHTW giữ vai trò tư vấn trong việc xây dựng CSTT); Điểm 0 (Chính phủ toàn quyền xây dựng CSTT)

Đồng thời, Cukierman và các cộng sự (1992) đã xây dựng một hệ thống tỷ trọng khác nhau cho 4 nhóm mức độ độc lập. Cụ thể, Mã CEO (chiếm 20% chỉ số); Mã PF (15%), Mã OBJ (15%) và Mã LL (50%). Hệ thống tỷ trọng và mã hóa này cho phép phân tích và đo lường mức độ độc lập của NHTW tốt hơn, tuy nhiên khi tính toán dễ mang tính tùy tiện và chủ quan. Cuối cùng, chỉ số CWN (chỉ số tổng thể) về mức độ độc lập của NHTW được tính bằng tổng tỷ trọng của tất cả các biến số.

** Chỉ số độc lập thực tế (De facto independence)*

Theo nghiên cứu của Radzyner and Riesinger (1997), chỉ số độc lập thực tế được hình thành trên cơ sở các yếu tố: Tỷ lệ thay thế nhân viên trong NHTW (Turnover rate of central bankers); Nhân phẩm và uy tín (Personality and charisma) của các nhân viên; Xây dựng chính sách tài khóa và CSTT (The design of fiscal and monetary policies)

Để đánh giá sự khác biệt giữa chỉ số độc lập thực tế và chỉ số độc lập pháp lý, nghiên cứu của Cukierman và các cộng sự (1992) và nghiên cứu Cukierman and Webb (1995) sử dụng 3 chỉ số không có tính pháp lý (nonlegal), đó là: Chỉ số TOR (Nhiệm kỳ của người lãnh đạo NHTW - Term of office of central bankers); Chỉ số tổn thất chính trị (Political vulnerability index) và một chỉ số dựa trên các câu trả lời trong một bảng câu hỏi được cung cấp cho các chuyên gia trả lời. Trong đó, chỉ số TOR được nhiều nghiên cứu nhìn nhận là một chỉ số đáng tin cậy để đánh giá mức độ độc lập thực tế của NHTW ở các nước đang phát triển. Hơn nữa, dữ liệu để tính toán TOR dễ dàng thu thập được từ các Websites của NHTW.

Chỉ số TOR là chỉ số phản ánh nhiệm kỳ bình quân của người đứng đầu NHTW. Nó được tính toán bằng cách lấy số lượng Thống đốc trong một khoảng thời kỳ nhất định chia cho số năm của thời kỳ này. Chẳng hạn, nếu TOR = 0,5 nghĩa là chu kỳ thay đổi Thống đốc là 2 năm (cứ 2 năm thay thế một Thống đốc mới hay 0,5 thay đổi mỗi năm). Do đó, chỉ số này có tính đến các sai lệch liên quan đến các quy định trong luật về nhiệm kỳ của Thống đốc NHTW. Để minh chứng cho việc lựa chọn chỉ số này đại diện cho mức độ độc lập thực tế là đúng đắn, Cukierman và các cộng sự (1992) đã lấy ví dụ trường hợp Argentina:

Như thường lệ, Thống đốc của NHTW Argentina sẽ phải từ chức bất cứ khi nào có một Chính phủ mới thành lập, hay thậm chí khi bổ nhiệm một Bộ trưởng Bộ tài chính mới, mặc dù luật quy định nhiệm kỳ của Thống đốc là 4 năm, nghĩa là vị trí Thống đốc sẽ được Chính phủ mới bổ nhiệm mới, mặc dù chưa hết nhiệm kỳ. Do đó, trong suốt thời kỳ 1950 - 1989, nhiệm kỳ thực tế của Thống đốc NHTW Argentina luôn dưới 1 năm ($TOR = 0,93$).

Thông qua ví dụ này, chúng ta nhận thấy rằng: Tỷ lệ thay thế Thống đốc NHTW càng cao (chỉ số TOR càng cao hoặc nhiệm kỳ càng ngắn) thì mức độ độc lập của NHTW càng thấp. Điều này là bởi vì các nhà điều hành CSTT chịu ảnh hưởng của các chu kỳ bầu cử hay chu kỳ thay đổi chính trị, họ phải chịu nhiều áp lực từ Chính phủ để thực hiện CSTT phù hợp với ý chí của Chính phủ. Nhiệm kỳ của các Thống đốc kéo dài bao lâu phụ thuộc vào chu kỳ bầu cử của cơ quan chính trị, hay nói cách khác mức độ độc lập của NHTW bị chi phối bởi quyền lực chính trị. Thông thường ở tại nhiều quốc gia, chu kỳ bầu cử bình quân là 4 năm. Cukierman và các cộng sự (1992) cho rằng chỉ số TOR cao hơn 0,25 (nghĩa là nhiệm kỳ của Thống đốc NHTW ngắn hơn 4 năm) thì mức độ độc lập NHTW thấp.

Trong khi đó, Mas (1994) lại không đồng ý với quan điểm trên, ông khẳng định chỉ số TOR thấp (nhiệm kỳ của Thống đốc kéo dài) nhưng mức độ độc lập NHTW cũng có thể không cao, bởi vì có trường hợp một Thống đốc có thể nắm quyền điều hành trong một thời gian dài, qua nhiều đời Chính phủ, mặc dù tính độc lập của NHTW thấp. Và đây chính là hạn chế của việc sử dụng chỉ số TOR.

6.2.2.3. Mối quan hệ giữa tính độc lập của NHTW với một số biến vĩ mô: Lạm phát, tăng trưởng và thâm hụt ngân sách

a. Quan hệ với lạm phát

Về mặt lý thuyết, bất kỳ một NHTW có mức độ độc lập thấp, hay bị kiểm soát hoàn toàn bởi Chính phủ đều có xu hướng tăng cung tiền dưới áp lực của Chính phủ và vì vậy nền kinh tế sẽ dễ đối mặt với nguy cơ lạm phát cao hơn mô hình NHTW độc lập.

Ngày nay, rất nhiều nhà kinh tế học và các nhà ngân hàng đều có quan điểm cho rằng thực tiễn tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, tồn tại mối quan hệ chặt chẽ giữa tỷ lệ lạm phát bình quân với mức độ độc lập của NHTW. Cụ

thể, với các nước có mức độ độc lập của NHTW càng cao trải qua tỷ lệ lạm phát bình quân càng thấp, ngược lại, các nước mà NHTW chịu nhiều chi phối trực tiếp từ chính trị sẽ đối mặt với tỷ lệ lạm phát cao. Điều này là bởi vì nếu một NHTW điều hành CSTT mà không chịu bất cứ một áp lực chính trị nào, thì sẽ có thể tập trung theo đuổi các mục tiêu của mình như ổn định giá cả, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động chính sách của NHTW. Một số bằng chứng thực nghiệm dưới đây thể hiện mối quan hệ giữa độc lập của NHTW và lạm phát:

Nghiên cứu của Prakash Loungani và Nathan Sheets (1995) đánh giá quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW với lạm phát và tăng trưởng trong 26 nền kinh tế chuyển đổi trong giai đoạn 1991-1994. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng mức độ độc lập của NHTW tăng lên sẽ giúp cải thiện tình trạng lạm phát cao, và một tỷ lệ lạm phát thấp sẽ có tác động hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Từ đó, các tác giả gợi ý rằng cần nhanh chóng hình thành một NHTW độc lập, rời xa khỏi những áp lực chính trị để có thể theo đuổi các mục tiêu một cách hiệu quả, đặc biệt là mục tiêu lạm phát.

B. Seetanah, R. V. Sannasseer và S. Dilmohamed (2014) phân tích tính độc lập của NHTW Mauritius giai đoạn 1975-2010 sử dụng chuỗi số liệu thời gian động. Nghiên cứu sử dụng mô hình phân phối trễ tự hồi quy (ARDL: Autoregressive Distributed Lag) đã cho kết luận rằng tồn tại một mối quan hệ chặt chẽ và ngược chiều giữa chỉ số độc lập của NHTW với lạm phát trong dài hạn. Tuy nhiên, không tìm thấy mối quan hệ chặt chẽ này trong ngắn hạn.

Ngoài ra một số nghiên cứu khác của Charles và Timothy (2006), Alesina và Summers (1993), Cukierman, Webb và Neyapti (1992), Debelle và Fischer (1994), Eijffinger & De Haan (1996) cũng cho các kết quả tương tự, thể hiện mối tương quan ngược giữa mức độ độc lập của NHTW với lạm phát bình quân và sự biến thiên của lạm phát. Theo đó, mức độ độc lập của NHTW càng cao thì chỉ số lạm phát bình quân càng thấp và chỉ số biến thiên lạm phát càng ít và ngược lại.

Mặt khác, cũng có một số nghiên cứu khác không tìm thấy mối quan hệ giữa tính độc lập của NHTW và tỷ lệ lạm phát ở các nước đang phát triển, như nghiên cứu của Abel Mawuko Agoba, Joshua Abor, Kofi A. Osei, Jarjis Sa-Aadu (2017) kiểm định tác động của hệ thống tài chính và chất lượng điều hành của các cơ quan chính trị đến hiệu quả điều hành của NHTW trong việc kiềm chế lạm phát ở khu vực Nam Phi. Bằng việc áp dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất 2 giai đoạn (Two Stage Least Squares) với chuỗi số liệu bảng thu thập

từ 48 quốc gia Nam Phi từ 1970-2012, các tác giả đã tìm thấy rằng: Không giống như các nước phát triển, một sự độc lập của NHTW không đủ để đảm bảo kết quả điều hành đạt được tỷ lệ lạm phát thấp ở các nước Nam Phi và cũng như ở các nước đang phát triển khác trên thế giới. Tuy nhiên, đối với mọi quốc gia trên thế giới, sự độc lập cao của NHTW sẽ có hiệu quả trong việc duy trì tỷ lệ lạm phát thấp trong trường hợp có sự phát triển mạnh khu vực ngân hàng và chất lượng điều hành các cơ quan chính trị tốt. Một số nghiên cứu khác như Cargill, 1995; Campillo and Miron, 1997; Logue and Sweeney, 1981 cũng cho các kết quả tương tự đối với các nước đang phát triển.

b. Quan hệ với tăng trưởng kinh tế

Về mặt lý thuyết, mức độ độc lập của NHTW không tác động đến tăng trưởng kinh tế một cách trực tiếp, mà tác động gián tiếp thông qua lạm phát. Một NHTW có mức độ độc lập cao, sẽ giúp duy trì tỷ lệ lạm phát thấp, và lạm phát thấp sẽ có tác dụng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Và như vậy, bên cạnh các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng khác, mức độ độc lập cao của NHTW được dự kiến sẽ hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Khẳng định này có trong một số nghiên cứu Merter Akinci và các cộng sự (2015), James Obben (2006). Tuy nhiên, Alesina và Summers (1993) và một số khác lại cho rằng mức độ độc lập của NHTW không đủ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế:

** Tồn tại mối quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW và tăng trưởng*

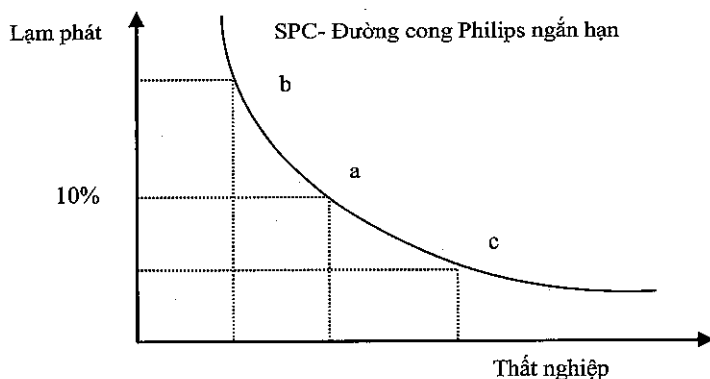
Merter Akinci, Gönül Yüce Akinci, và Ömer Yılmaz (2015) thực hiện đánh giá mối quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW, tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia thành viên trong liên minh EU giai đoạn từ 1995-2011. Nhóm tác giả sử dụng mô hình kiểm định chặn phân phối trễ tự hồi quy dữ liệu bảng (panel ARDL bounds testing model) được đề xuất bởi Pesaran và các cộng sự (2001). Kết quả nghiên cứu khẳng định tồn tại một mối quan hệ tích cực và có ý nghĩa thống kê giữa sự độc lập của NHTW, tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế cả trong ngắn hạn và dài hạn. Cụ thể, sự độc lập của NHTW và tự do hóa tài chính tại thời điểm hiện tại là các nhân tố quan trọng quyết định mức độ tăng trưởng kinh tế theo hướng tích cực trong tương lai. Mức độ độc lập của NHTW cao sẽ là tạo ra các kết quả tích cực cho nền kinh tế và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Điều này được minh chứng trong thực tế ở các nước thành viên của EU, nơi mà có kết quả kinh tế tích cực là do sự đóng góp không nhỏ của mức độ độc lập cao NHTW và tự do hóa TTTC mạnh mẽ.

vào thực trạng của nền kinh tế, mức độ lạm phát và sự nhạy cảm của các biến số kinh tế vĩ mô đối với sự thay đổi của 1% lạm phát. Về mặt ngắn hạn, theo quy luật Okun được rút ra từ sự khảo sát nền kinh tế Mỹ vào thập kỷ 70, cứ 1% giảm lạm phát sẽ kéo theo 2% tăng lên của tỷ lệ thất nghiệp so với tỷ lệ tự nhiên và 4% giảm đi của GDP thực tế so với GDP tiềm năng. “Tỷ lệ hy sinh” này khác nhau tùy vào thực trạng kinh tế của từng nước.

* Đường cong Phillips ngắn hạn

Đường cong Phillips mang tên nhà kinh tế học người New Zealand, A.W. Phillips, phản ánh mối quan hệ nghịch biến giữa lạm phát và thất nghiệp với một mức lạm phát dự tính và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên cho trước. Với mức lạm phát dự tính là 10% và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là 6%, đường cong Phillips ngắn hạn đi qua điểm a. Sự tăng lên của tổng cầu về mặt ngắn hạn làm giảm tỷ lệ thất nghiệp đồng thời tăng tỷ lệ lạm phát, điểm cân bằng mới của nền kinh tế được thể hiện tại điểm b trên đường cong Phillips. Sự cắt giảm tổng chi tiêu sẽ đưa đến những chuyển động ngược lại của lạm phát và thất nghiệp; điểm cân bằng dịch xuống điểm c. Đường cong Phillips ngắn hạn chỉ ra giá phải trả cho 1% giảm tỷ lệ lạm phát: sự giảm sút công ăn việc làm.

Hình 5.6. Đường cong Phillips ngắn hạn (SPC)

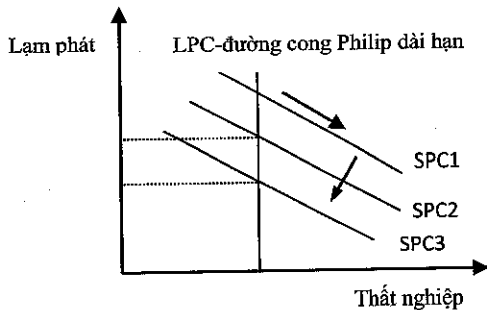


5.4.2. Các giải pháp giảm tỷ lệ lạm phát

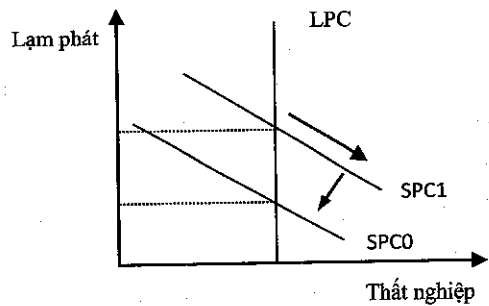
Về mặt dài hạn, việc kiềm chế lạm phát, giữ cho tiền tệ ổn định sẽ tạo điều kiện tăng sản lượng thực tế và giảm thất nghiệp. Vì thế, duy trì sự ổn định tiền tệ là mục tiêu dài hạn của bất kỳ nền kinh tế nào, nhưng trong từng thời kỳ việc lựa chọn các giải pháp kiềm chế lạm phát cũng như liều lượng tác động của nó phải phù hợp với yêu cầu tăng trưởng và các áp lực xã hội

mà nền kinh tế phải gánh chịu. Chính phủ các nước có thể chọn chiến lược giảm lạm phát từ từ, ít gây biến động cho nền kinh tế (hình 5.7a) hoặc chiến lược giảm tỷ lệ lạm phát nhanh chóng tạo nên sự giảm mạnh về sản lượng trong quá trình điều chỉnh. (hình 5.7b)

Hình 5.7. Ảnh hưởng của việc lựa chọn chiến lược chống lạm phát đến trên đường cong Philips



Hình a



Hình b

Việc đưa ra các giải pháp chống lạm phát thường xuất phát từ sự phân tích đúng đắn nguyên nhân gây nên lạm phát, bao gồm nguyên nhân sâu xa và nguyên nhân trực tiếp. Nguyên nhân trực tiếp của bất kỳ cuộc lạm phát nào cũng xuất phát từ các lý do đẩy tổng cầu tăng quá mức hoặc tổng cung giảm do chi phí tăng lên. Tuy nhiên nguồn gốc tạo ra các lý do làm dịch chuyển đường tổng cầu và đường tổng cung lại rất khác nhau ở các cuộc lạm phát khác nhau; có thể là do cơ chế quản lý kinh tế không phù hợp, nền kinh tế thiếu tính cạnh tranh và do đó không hiệu quả, cơ cấu kinh tế mất cân đối, các năng lực sản xuất không được khai thác, trình độ lao động và công nghệ lạc hậu... Để giải quyết nguyên nhân sâu xa này cần phải có thời gian và đi kèm với các cuộc cải cách lớn. Thông thường để tác động vào các nguyên nhân trực tiếp của lạm phát và kiểm chế lạm phát ở tỷ lệ mong muốn, Chính phủ các nước sử dụng một hệ thống các giải pháp nhằm làm giảm sự gia tăng của tổng cầu hoặc khắc phục các nguyên nhân làm gia tăng chi phí.

5.4.2.1. Nhóm giải pháp tác động vào tổng cầu

Các giải pháp này nhằm hạn chế sự gia tăng quá mức của tổng cầu. Trước hết là thực hiện một CSTT khan hiếm. Nguyên nhân cơ bản của lạm phát cầu kéo là sự gia tăng của tiền cung ứng, sự hạn chế cung ứng tiền sẽ có hiệu quả ngay đến sự giảm sút của nhu cầu có khả năng thanh toán của xã hội. Một

CSTT khan hiếm được bắt đầu bằng việc kiểm soát và hạn chế cung ứng tiền trung ương, từ đó mà hạn chế khả năng mở rộng tín dụng của hệ thống NHTM. Lãi suất ngân hàng và lãi suất thị trường tăng lên sau đó sẽ làm hạn chế nhu cầu tiêu dùng và đầu tư, giảm áp lực đối với hàng hoá và dịch vụ cung ứng. Cùng với việc thực thi CSTT thắt chặt là sự kiểm soát gắt gao chất lượng tín dụng cung ứng nhằm hạn chế khối lượng tín dụng, đồng thời đảm bảo hiệu quả của kênh cung ứng tiền cũng như chất lượng tiền tệ.

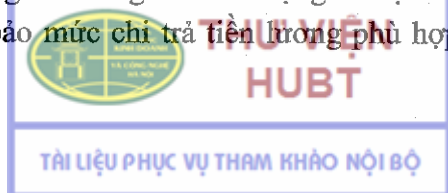
Kiểm soát chi tiêu của Ngân sách Nhà nước từ Trung ương đến địa phương nhằm đảm bảo tiết kiệm và hiệu quả trong chi tiêu ngân sách; rà soát lại cơ cấu chi tiêu, cắt giảm các khoản đầu tư không có tính khả thi và các khoản chi phúc lợi vượt quá khả năng của nền kinh tế, cải tiến lại bộ máy quản lý Nhà nước vốn công kênh, không hiệu quả gây lãng phí ngân sách. Khai thác các nguồn thu, đặc biệt là thu thuế nhằm giảm mức bội chi, cổ phần hoá các doanh nghiệp Nhà nước... Và cuối cùng là hạn chế phát hành tiền để bù đắp thiếu hụt ngân sách.

Thực hiện chính sách khuyến khích tiết kiệm giảm tiêu dùng. Lãi suất danh nghĩa được đưa lên cao hơn tỷ lệ lạm phát để hấp dẫn người gửi tiền. Biện pháp này thường được sử dụng trong trường hợp lạm phát cao và có tác động tức thời. Tuy nhiên trong thời gian áp dụng chính sách lãi suất cao, cần có sự điều chỉnh linh hoạt cho phù hợp với mức độ biến động của lạm phát và hạn chế hậu quả tiềm năng cho các tổ chức nhận tiền gửi.

Trong điều kiện nền kinh tế mở, sự can thiệp vào tỷ giá nhằm điều chỉnh tỷ giá dần dần theo mức độ lạm phát cũng được sử dụng như một giải pháp nhằm giảm cầu do tác động vào nhu cầu xuất khẩu. Mặt khác, sự điều chỉnh tỷ giá từ từ cũng sẽ làm cho giá nội địa của hàng nhập trở nên rẻ hơn, giảm bớt áp lực tăng mặt bằng giá trong nước. Đối với những nước phụ thuộc vào hàng nhập khẩu điều này đặc biệt có ý nghĩa. Tuy nhiên hành động can thiệp này có thể làm cạn kiệt nguồn dự trữ quốc tế. Chính vì thế việc sử dụng giải pháp này cũng cần cân nhắc đến khả năng dự trữ ngoại hối cũng như khả năng phục hồi nguồn dự trữ của quốc gia.

5.4.2.2. Nhóm giải pháp tác động vào cung

Giải pháp quan trọng nhất là tác động vào mối quan hệ giữa mức tăng tiền lương và mức tăng của năng suất lao động xã hội. Thực chất là thiết lập một cơ chế để đảm bảo mức chi trả tiền lương phù hợp với hiệu quả kinh



doanh của từng doanh nghiệp cũng như toàn bộ nền kinh tế. Sự thành công của cơ chế này sẽ hạn chế những đòi hỏi tăng tiền lương (chi phí chủ yếu trong giá thành sản phẩm) bất hợp lý dẫn đến vòng luẩn quẩn tăng lương - tiền - giá - tăng lương Việc thiết lập cơ chế tiền lương trong khuôn khổ hiệu quả kinh doanh được thực hiện bằng các phương pháp khác nhau; có thể Nhà nước tham gia ấn định các mức thu nhập một cách đơn phương (Mỹ), có thể trên cơ sở thoả thuận giữa Nhà nước, giới chủ và tổ chức công đoàn để xây dựng một hệ thống các mức thu nhập (Thụy Điển, Úc), hoặc thoả thuận tiền lương được thực hiện ngay tại cơ sở kinh doanh giữa giới chủ và đại diện công đoàn. Chính sách kiểm soát giá cả phải được tiến hành đồng thời với cơ chế tiền lương nhằm hạn chế sự biến động của tiền lương thực tế, tránh rơi vào vòng xoáy lạm phát lương - giá - tiền.

Các giải pháp tác động vào chi phí ngoài lương nhằm tạo ra sự sử dụng các nguồn lực một cách tiết kiệm và có hiệu quả. Xây dựng định mức tiêu hao nguyên liệu và kỷ luật lao động nhằm tôn trọng định mức đó. Hợp lý hoá nguồn khai thác, vận chuyển và sử dụng nguyên liệu, hạn chế tối đa các chi phí trung gian làm tăng giá nguyên liệu. Trong trường hợp sử dụng nguyên liệu nhập ngoại, cần quan tâm đến những ảnh hưởng bên ngoài đến giá nhập khẩu và có xu hướng tìm nguyên liệu thay thế nếu giá tăng quá cao, sự giúp sức của chính sách tỷ giá cũng như thuế nhập khẩu đóng một vai trò quan trọng trong việc giảm giá nội địa nguyên liệu nhập. Ngoài ra các chi phí quản lý gián tiếp cũng như các chi phí liên quan đến việc bố trí dây chuyền công nghệ bất hợp lý cũng phải được xem xét và giảm thiểu tối đa.

5.4.2.3. Nhóm giải pháp nhằm mở rộng khả năng cung ứng hàng hoá

Giải pháp tình thế và tác động tức thời đến cân đối tiền hàng là nhập khẩu hàng hoá, nhất là các hàng hoá đang khan hiếm góp phần làm giảm áp lực đối với giá cả. Tuy nhiên giải pháp này chứa đựng những nguy cơ tiềm năng: Làm cạn kiệt nguồn dự trữ quốc tế, tạo thói quen dùng hàng ngoại và đặc biệt, làm suy giảm sức sản xuất trong nước.

Tăng khả năng sản xuất hàng hoá trong nước được coi là giải pháp chiến lược cơ bản nhất tạo cơ sở ổn định tiền tệ một cách vững chắc. Thực chất đây là giải pháp nhằm tăng mức sản lượng tiềm năng của xã hội. Đây là chiến lược dài hạn, tập trung vào việc khai thác triệt để năng lực sản xuất của xã hội, nâng cao trình độ của lực lượng lao động, đổi mới thiết bị, hiện đại hóa



dây truyền sản xuất và quan trọng nhất là đổi mới cơ chế quản lý kinh tế, khuyến khích cạnh tranh và hiệu quả.

Hộp 5.2: Lạm phát tại Việt Nam

Việt Nam đã từng trải qua thời kỳ lạm phát cao kéo dài với những ảnh hưởng nặng nề trong suốt thập kỷ 80, được coi như là hậu quả tất yếu của cơ chế quản lý kinh tế thiếu hiệu quả và tình trạng bao cấp tràn lan của thời kỳ chiến tranh. Nhưng sau đó lạm phát đã được kiềm chế ở mức một con số trong những năm 90; những năm gần đây tỷ lệ lạm phát đang được duy trì ở mức thấp, thậm chí xuất hiện tình trạng giảm phát. Căn cứ vào mức độ, tính chất và nguyên nhân chủ yếu của lạm phát, có thể chia diễn biến lạm phát ở Việt Nam thành 3 giai đoạn chủ yếu:

*** Giai đoạn 1976-1980**

Đây là giai đoạn lạm phát “ngâm”, nghĩa là tuy chỉ số giá cả ở thị trường có tổ chức tăng không nhiều bởi chính sách kiềm chế giá cả, nhưng chỉ số này ở thị trường tự do lại tăng khá cao. Mặc dù vậy, mức giá cả chung tăng với tốc độ chậm bởi vào thời gian này ở khu vực thị trường có tổ chức chiếm tỷ trọng quyết định trong cung cấp hàng hoá tiêu dùng cho xã hội và phù hợp với thói quen tiêu dùng hạn chế của công chúng trong thời gian chiến tranh. Hơn nữa, Việt Nam vẫn được hưởng chế độ viện trợ không hoàn lại dưới hình thức hàng hoá từ các nước trong khối XHCN. Điều này làm giảm sự căng thẳng trong quan hệ cung cầu hàng hoá. Tuy vậy tình trạng phát hành bù đắp thiếu hụt ngân sách liên tục với số lượng ngày càng lớn nhằm bù lỗ, bù giá và thực hiện các dự án phát triển sau chiến tranh đã làm cho mức giá chung thời kỳ 76-80 tăng lên tới 2,62 lần trong khi giá trị tổng sản lượng thực tế tăng 5,8%, thu nhập quốc dân sản xuất tăng 1,5%.

*** Giai đoạn 1980 - 1988**

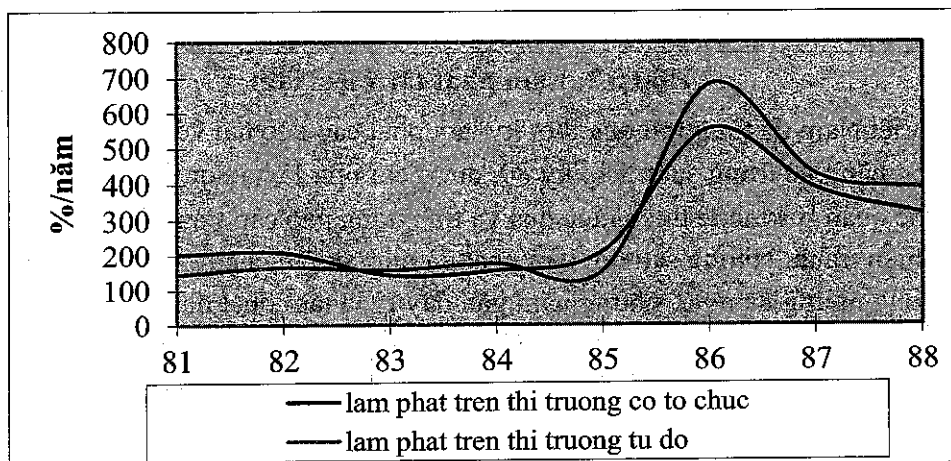
Là thời kỳ lạm phát phi mã với chỉ số giá cả thường xuyên ở mức 3 con số. Giá cả ở thị trường có tổ chức và thị trường tự do đều tăng mạnh. Trong đó giá thị trường tự do tăng nhanh hơn kéo theo sự điều chỉnh giá của thị trường có tổ chức. Những ảnh hưởng của lạm phát bao trùm trên tất cả các lĩnh vực: Sản xuất, tiêu dùng, tài chính tín dụng, đời sống nhân dân và sự ổn định của chế độ chính trị.



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Hình 5.8: Lạm phát Việt Nam giai đoạn 1980-1988



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Nguyên nhân chính của lạm phát thời kỳ này là do nhu cầu có khả năng thanh toán tăng lên vượt xa so với khả năng cung ứng hàng hoá của xã hội. Nguồn vốn chủ yếu cho các hoạt động kinh tế xã hội là nguồn vốn ngân sách mà thực chất là vốn phát hành được dùng cho các mục đích bù lỗ, bù giá, cấp phát tín dụng, bù giá hàng nhập khẩu... phần lớn cho khu vực kinh tế quốc doanh. Trên thực tế đây là khu vực kém hiệu quả, các khoản nợ ngân sách chỉ chiếm một phần ba đến một phần hai so với số vốn nhận được từ ngân sách. NHNN Việt Nam hầu như bất lực trong việc kiểm soát khối lượng tiền cung ứng khi phải thoả mãn nhu cầu của ngân sách và cung ứng vốn thông qua một hệ thống ngân hàng bao cấp. Hơn nữa nhu cầu tiêu dùng vốn bị hạn chế trong thời chiến giờ đây bắt đầu tăng lên gây áp lực đối với khối lượng hàng hoá vốn đã không dồi dào lại bị tích trữ lại bởi tâm lý lo sợ lạm phát của người tiêu dùng.

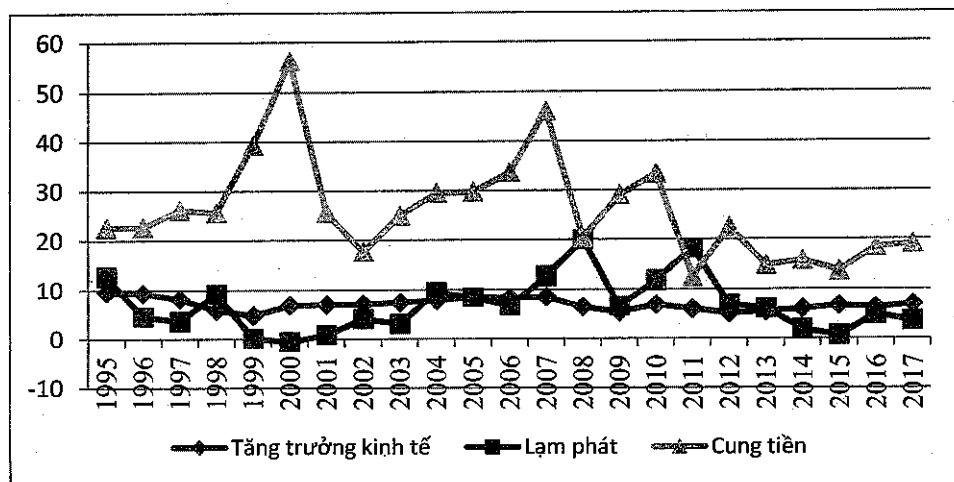
Một nguyên nhân khác của lạm phát còn xuất phát từ sự thiếu hiệu quả trong kinh doanh do sử dụng lao động và phân bổ các nguồn lực xã hội không hợp lý, không tôn trọng yêu cầu hạch toán kinh tế dẫn đến làm tăng giá thành sản phẩm và suy giảm mức sản lượng thực tế. Ngoài ra, lạm phát thời kỳ này tăng liên tục còn do cộng hưởng tác động của tâm lý trông đợi lạm phát của xã hội. Hành vi tự bảo hiểm của người tiêu dùng trước những biến động bất thường của lạm phát tạo nên tình trạng đẩy tiền ra lưu thông và tích trữ hàng hoá làm trầm trọng thêm sự mất cân đối tiền hàng.

Tuy nhiên, nguyên nhân sâu xa của tất cả các vấn đề trên là do cơ chế quản lý kinh tế quan liêu, mệnh lệnh dựa trên chế độ công hữu và Nhà nước nắm độc quyền trên tất cả các lĩnh vực. Cơ chế này tất yếu dẫn đến một nền kinh tế thiếu hiệu quả do không khuyến khích cạnh tranh, kìm hãm các năng lực sản xuất ngoài quốc doanh, chủ quan trong việc xây dựng cơ cấu kinh tế và sai lầm khi đưa ra các chính sách không phù hợp với sự vận động khách quan của thị trường. Mặt khác, lạm phát của Việt Nam còn xuất phát từ những ảnh hưởng nặng nề của chiến tranh kéo dài nhiều năm, chi phí quốc phòng và các khoản chi phúc lợi giải quyết hậu quả chiến tranh làm trầm trọng thêm tình trạng thâm hụt ngân sách và gia tăng lạm phát.

*** Giai đoạn từ năm 1989 đến nay**

Lạm phát được kiềm chế thành công từ năm 1989, giảm tới mức một con số trong suốt thập kỷ 90, và sau đó lạm phát tăng mạnh trở lại trong giai đoạn 2007-2011. Tuy nhiên, kể từ năm 2012 đến nay lạm phát lại được duy trì ở mức thấp và ổn định.

Hình 5.9. Sự biến động tỷ lệ lạm phát và các biến số vĩ mô 1995 - 2017



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Các giải pháp đồng bộ áp dụng trong chiến dịch chống lạm phát vào cuối thập niên 80 đã đem lại một kết quả đáng kể; mức tăng giá bình quân hàng tháng năm 1989 là 2,5% so với 15 % năm 1988. Trước hết các biện pháp hạn chế sự tăng cầu quá mức đã được áp dụng đem lại kết quả tức thời, bao gồm: Hạn chế chi tiêu ngân sách, khôi tăng nguồn thu, giảm bội



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

chi, hạn chế và tiến tới ngừng phát hành bù đắp thiếu hụt ngân sách (từ năm 1992); CSTT khan hiếm bắt đầu được sử dụng để kiểm soát lượng tiền cung ứng, cùng với sự thay đổi trong quan niệm về tiền tệ cũng như quản lý tiền tệ, hệ thống ngân hàng đã được cải cách toàn diện theo hướng hiệu quả và chất lượng nhằm tăng cường hiệu lực của CSTT; Chính sách lãi suất cao được áp dụng, lần đầu tiên sau nhiều thập kỷ người gửi tiền tiết kiệm nhận được mức lãi suất dương, nó có tác dụng to lớn trong việc giảm tiêu dùng và giảm mức độ biến động giá thậm chí xuống tới mức âm trong các tháng 5,6,7 năm 1989.

Bên cạnh các giải pháp nhằm làm giảm áp lực của tổng cầu, Chính phủ Việt Nam tập trung vào việc nâng cao hiệu quả của nền kinh tế nhằm giảm chi phí, tăng năng suất lao động, và sử dụng tiết kiệm có hiệu quả nguồn lực xã hội; từ năm 1988 nền kinh tế thực sự bước vào thời kỳ cải cách theo cơ chế thị trường, năng lực sản xuất của xã hội bắt đầu được khai thác và có điều kiện phát huy tác dụng thông qua chính sách phát triển kinh tế đa thành phần. Các chính sách giá cả, tài chính, tín dụng đã được xây dựng phần nào phù hợp với cơ chế thị trường, tạo điều kiện thúc đẩy cạnh tranh và hiệu quả. Sự thay đổi căn bản này thực sự đã mở rộng mức sản lượng tiềm năng của xã hội và tạo nên thời kỳ tăng trưởng vững chắc trong những năm sau. Việc hạn chế tình trạng đóng cửa nền kinh tế trong giai đoạn này cũng tạo điều kiện thu hút một khối lượng lớn hàng nhập khẩu tiêu ngạch góp phần làm giảm nhẹ áp lực của lạm phát.

Các giải pháp chiến lược nhằm tạo sự ổn định tiền tệ vững chắc vẫn tiếp tục được hoàn thiện trong suốt thập kỷ 90; tăng cường hiệu lực của CSTT, kết hợp với điều chỉnh hợp lý tỷ giá ngoại tệ, cải cách chính sách tài khoá, chính sách thuế, thực hiện cổ phần hoá doanh nghiệp nhà nước một cách triệt để,... là cơ sở để duy trì mức lạm phát vừa phải trong nhiều năm.

Mặc dù tỷ lệ lạm phát được kiềm chế ở mức thấp, nhưng dường như NHNN không chủ động trong việc kiểm soát lượng tiền cung ứng, do phải đáp ứng các nhu cầu chi tiêu của Chính phủ cho các đối tượng chính sách, bù đắp tổn thất do thiên tai hạn hán, kênh tín dụng còn chưa hiệu quả, do ảnh hưởng bởi khủng hoảng của TTTT khu vực hoặc do độ trễ quá lớn của CSTT. Điều này làm cho mức cung tiền tệ tăng lên hoặc giảm xuống không dự kiến trước được, kéo theo sự biến động thất thường của tỷ lệ lạm phát,



tạo nên tâm lý không ổn định cho các nhà đầu tư và người tiết kiệm thông qua những ảnh hưởng của lạm phát về phân phối và hiệu quả.

Bắt đầu từ năm 1996 nền kinh tế có dấu hiệu của giảm phát; từ cuối quý I giá cả giảm liên tục và chuyển sang “âm” từ 0,5% đến 0,7% trong 4 tháng tiếp theo 5,6,7,8 năm 1996, chỉ đến quý IV/ 1996 giá cả mới nhích lên chút ít do điều chỉnh mức tăng của tổng phương tiện thanh toán. Tình trạng tương tự xảy ra trong các năm 1997 và 1999. Như vậy, tỷ lệ lạm phát thấp ở mức một con số trong các năm 1996, 1997, 1999 không phải là kết quả của sự tăng trưởng kinh tế, tăng năng suất lao động, hạ giá thành sản phẩm mà chủ yếu do sức mua chung của xã hội giảm bởi thu nhập giảm. Lý do xuất phát từ mức sản xuất giảm thấp do không tiêu thụ được hàng, sức cạnh tranh của tổng thể nền kinh tế thấp, hàng nội bị chèn ép bởi hàng ngoại. Đặc biệt trong lĩnh vực nông nghiệp thu nhập giảm nhanh mặc dù đã có chính sách trợ giá thu mua. Thu nhập giảm còn do thất nghiệp tăng lên đặc biệt do thực hiện cổ phần hoá và sắp xếp lại các doanh nghiệp Nhà nước, lao động dôi thừa trong các khu chế xuất, trong các công ty liên doanh với nước ngoài... Vì thế các giải pháp kích cầu có lẽ không có hiệu quả, và nếu có cũng không kéo dài. Hiện tượng giảm phát này xuất phát từ chính các yếu tố của quá trình sản xuất xã hội và còn do ảnh hưởng chu kỳ suy giảm toàn cầu, nên điều quan trọng là phải tìm được các giải pháp tác động vào sức sản xuất của xã hội, tăng cường khả năng cạnh tranh thông qua chất lượng và khai thác thị trường tiêu thụ, từ đó mà tạo công ăn việc làm, tăng thu nhập.

Từ năm 2004, lạm phát lại tăng cao trở lại với mức 9,5% sau đó giảm xuống còn 8,4% năm 2005 và 6,6% năm 2006.

Từ năm 2007- 2011, Việt Nam lại bước vào một giai đoạn bất ổn mới về lạm phát. Năm 2007, lần đầu tiên sau 12 năm lạm phát lên tới hai con số ở mức 12,63%. Bước sang năm 2008, chỉ số này không những không giảm mà còn leo lên mức 19,87%, cao nhất kể từ năm 1992. Tuy nhiên, năm 2009, lạm phát bất ngờ giảm mạnh chỉ còn 6.78% thấp nhất trong 3 năm. Lạm phát ở mức một con số không kéo dài lâu khi hai năm tiếp theo 2010, 2011 lạm phát lại leo lên mức hai con số lần lượt là 11,75% và 18,13%. Như vậy, trong vòng 5 năm (2007-2011), chỉ có 2009 lạm phát ở mức một con số, bốn năm còn lại thì mức lạm phát hai con số.

Giai đoạn 2012 – 2017 là đánh dấu thời kỳ giữ lạm phát ổn định ở mức thấp, chỉ số lạm phát duy trì ở mức một con số. Đây là kết quả những nỗ lực của NHNN trong việc điều hành các công cụ CSTT một cách chủ động, linh hoạt, phối hợp chặt chẽ với chính sách tài khóa đã kiểm soát và đưa mức lạm phát ở mức cao trên 18% năm 2011, giảm xuống 6,81% năm 2012; 6,04% năm 2013; 1,84% năm 2014 và 0,63% năm 2015 (là mức tăng thấp nhất trong 14 năm kể từ năm 2001), nhưng sang năm 2016, 2017 lạm phát lại tăng lên đã chấm dứt xu hướng giảm liên tục của CPI, các mức tăng của 2 năm lần lượt là 4,74% và 3,53%. Tính bình quân cả 6 năm (2012-2017) mức lạm phát chỉ tăng 3,93% thấp hơn nhiều so với con số 13,78% là mức lạm phát bình quân giai đoạn 2007-2011.

Bảng 5.5. Lạm phát và các biến số vĩ mô giai đoạn 1995 – 2017

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Lạm phát (%)	12,7	4,5	3,6	9,2	0,1	-0,6	0,8	4
GDP (%)	9,54	9,34	8,15	5,76	4,77	6,8	6,9	7,08
M2 (%)	22,6	22,7	26,1	25,6	39,3	56,2	25,	17,6
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Lạm phát (%)	3	9,5	8,4	6,6	12,6	19,89	6,52	11,75
GDP (%)	7,34	7,79	8,44	8,23	8,46	6,31	5,32	6,78
M2 (%)	24,9	29,5	29,7	33,59	46,12	20,31	28,99	33,3
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Lạm phát (%)	11,13	6,81	6,04	1,84	0,63	4,74	3,53	
GDP (%)	5,89	5,03	5,42	5,93	6,6	6,21	6,81	
M2 (%)	12,4	22,4	14,64	15,65	13,55	18,38	19	

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

**Bảng 5.6. Ảnh hưởng của lạm phát tới lãi suất thực của nền kinh tế
2000- 2017**

Năm	Lãi suất (%)	Lạm phát (%)	Lãi suất thực (%)
2000	9,8	-0,6	10,4
2001	8,8	0,8	8,0
2002	9,9	4,0	5,9
2003	10,0	3,0	7,0
2004	10,7	9,5	1,2
2005	11,6	8,4	3,2
2006	11,7	6,6	5,1
2007	12,0	12,6	-0,6
2008	15,0	19,87	-4,87
2009	10,3	5,32	4,98
2010	13,5	11,75	1,75
2011	14,0	18,13	-4,13
2012	8,0	6,81	1,19
2013	7,5	6,04	1,46
2014	6,8	1,84	4,96
2015	6,5	0,63	5,87
2016	6,5	4,74	1,76
2017	6,5	3,53	2,97

Nguồn: IMF và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

TÓM TẮT

1. Việc phân tích nguyên nhân lạm phát thông qua mô hình AD-AS cho thấy rằng cả quan điểm của Keynes và quan điểm của M. Friedman đều nhất trí rằng lạm phát với tốc độ cao và kéo dài là hậu quả tất yếu của mức tăng trưởng tiền tệ với tốc độ cao.

2. Mặc dù lạm phát cao “Dù ở đâu cũng là vấn đề thuộc về tiền tệ” theo nghĩa là sẽ không có lạm phát nếu không có sự tăng lên của mức tiền cung ứng, nhưng vẫn có những lý do buộc các nhà làm chính sách phải mở rộng cung ứng tiền và chấp nhận một mức lạm phát. Những lý do đó là: theo đuổi chính sách thất nghiệp thấp hoặc duy trì tình trạng bội chi NSNN.

Các nguyên nhân trực tiếp của lạm phát có thể xuất phát từ phía cầu hoặc xuất phát từ phía cung. Tuy nhiên những hậu quả của một cuộc lạm phát thì phụ thuộc vào mức độ biến động của tỷ lệ lạm phát và khả năng dự đoán mức biến động đó. Những hậu quả điển hình của lạm phát thường xảy ra với loại lạm phát không thể dự tính chính xác được.

4. Việc đưa ra các giải pháp kiềm chế lạm phát phải trên cơ sở phân tích được nguyên nhân của lạm phát và giá mà nền kinh tế phải trả cho 1% giảm lạm phát, nghĩa là xác định cho được tỷ lệ hy sinh của lạm phát.

5. Việt Nam đã trải qua thời kỳ lạm phát phi mã trong thập kỷ 80 với những hậu quả của một cuộc lạm phát xuất phát từ tổng hợp các nguyên nhân cầu kéo, chi phí đẩy, nguyên nhân mất cân đối cơ cấu và yếu tố tâm lý. Một hệ thống các giải pháp được đánh giá là đồng bộ và có hiệu quả đã được sử dụng và đem lại kết quả nhất định trong thập kỷ 90. Đặc điểm nổi bật của lạm phát năm 90 là mức lạm phát thấp, nhưng thiếu ổn định kèm theo giảm phát vào những năm cuối thập kỷ 90. Lý do chủ yếu của tình trạng này do thu nhập của đại bộ phận dân cư, đặc biệt là nông dân, tăng chậm hơn mức tăng giá hàng công nghiệp làm cho sức mua giảm sút. Từ năm 2004 đến nay, lạm phát có xu hướng tăng cao do cung tiền tăng nhanh, tăng trưởng tín dụng quá nóng, đầu tư vốn nhà nước kém hiệu quả; giá các yếu tố đầu vào tăng cao, ...

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Có những năm tỷ lệ lạm phát rất cao trong khi tốc độ tăng trưởng tiền tệ lại thấp, vậy cho rằng lạm phát luôn luôn và mọi nơi là vấn đề thuộc về tiền tệ có đúng không? Nhận xét.

2. Bởi vì chỉ tiêu của Chính phủ làm tăng tổng cầu theo sự phân tích của Keynes nên chính sách tài chính có thể được coi là nguồn gốc của lạm phát. Có đúng không?

3. Một cuộc lạm phát chi phí đẩy xảy ra có thể xuất phát từ yêu cầu đòi tăng lương của các tổ chức công đoàn, vì thế lạm phát không phải là vấn đề thuộc về tiền tệ. Giải thích.

4. Tại sao một chính sách chủ động loại trừ nạn thất nghiệp lại có nguy cơ gây nên lạm phát cao hơn một chính sách bị động?

5. Tại sao sự cố gắng của NHTW để hạ thấp mức lãi suất thị trường lại có thể dẫn tới lạm phát.

6. Cơ cấu tiêu dùng của Việt Nam theo điều tra 2009 của 11 nhóm hàng hoá dịch vụ như sau

Nhóm hàng hoá dịch vụ	Tỷ trọng (%)
Chỉ số chung	100,00
- Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	39,93
- Đồ uống và thuốc lá	4,03
- May mặc và mũ nón, giày dép	7,28
- Nhà ở và vật liệu xây dựng	10,01
- Thiết bị và đồ dùng gia đình	8,65
- Dược phẩm, y tế	5,61
- Giao thông	8,87
- Bưu chính viễn thông	2,73
- Giáo dục	5,72
- Văn hoá, thể thao, giải trí	3,83
- Đồ dùng và dịch vụ khác	3,34

a. Chỉ số giá hàng ăn và dịch vụ ăn uống tháng 6/2012 tăng 1,09% so với tháng 12/2011, chỉ số giá tiêu dùng CPI tăng 2,52% so với tháng 12/2011. Hãy xác định sự biến động giá của những nhóm hàng hoá còn lại.

b. Cơ cấu tiêu dùng trên đến thời điểm hiện nay có còn phù hợp với nền kinh tế Việt Nam không? Nhận xét.

7. Nền kinh tế Việt Nam đã trải qua thời kỳ lạm phát kéo dài từ năm 2007-2011. Hãy nêu những nguyên nhân chủ yếu và các giải pháp mà Chính phủ Việt Nam đã sử dụng.



Chương 6

NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

6.1. SỰ RA ĐỜI CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

Hoạt động ngân hàng với các nghiệp vụ truyền thống nhận gửi, cho vay và cung ứng dịch vụ thanh toán cho khách hàng ra đời khi quan hệ sản xuất và trao đổi hàng hoá của xã hội đã phát triển ở mức độ cao. Quá trình hoàn thiện các nghiệp vụ ngân hàng và sự ra đời một ngân hàng hoàn chỉnh kéo dài hàng nghìn năm, bắt đầu từ hoạt động ngân hàng sơ khai vào khoảng 3500 năm trước Công nguyên cùng với sự khởi đầu của các thiết chế tổ chức xã hội. Có thể chia quá trình phát triển hệ thống ngân hàng thành các giai đoạn chủ yếu sau:

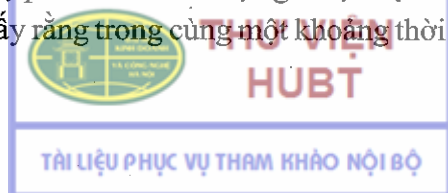
6.1.1. Thời kỳ hoạt động của các ngân hàng sơ khai

Từ năm 3500 trước CN đến 1800 trước CN là giai đoạn của các ngân hàng sơ khai. Nghiệp vụ ban đầu của nghề kinh doanh tiền tệ là nhận giữ tiền vàng và các tài sản có giá trị khác được thực hiện bởi các nhà thợ vàng, các lãnh chúa, nhà thờ. Người gửi tiền được nhận lại một tờ biên lai làm căn cứ để xác định quyền sở hữu và trả lệ phí gửi tiền.

Bảng cân đối của ngân hàng sơ khai

Tài sản Nợ	Tài sản Có
Tiền gửi khách hàng: 1 tr. đồng vàng	Dự trữ tiền mặt: 1 tr. đồng vàng
Tổng cộng: 1 tr. đồng vàng	Tổng cộng: 1 tr. đồng vàng

Dần dần những người gửi tiền nhận ra rằng thay vì sử dụng tiền kim loại vốn khó bảo quản và vận chuyển họ có thể sử dụng các loại giấy chứng nhận quyền sở hữu vàng (chứng thư) để thanh toán. Người nhận các chứng thư này không gặp khó khăn gì trong việc chuyển chứng sang tiền mặt. Việc thanh toán dễ dàng hơn nếu hai người cùng gửi tiền ở một nơi. Đây là mầm mống đầu tiên của nghiệp vụ phát hành dấu hiệu giá trị. Mặt khác những người nắm giữ tiền cũng nhận thấy rằng trong cùng một khoảng thời gian có một số người



đến đổi chứng thư lấy tiền, nhưng cũng có những người khác gửi tiền vào. Sự bổ sung qua lại giữa lưu lượng gửi vào và rút ra làm xuất hiện một lượng tiền nhàn rỗi trong kho. Điều này chứng tỏ những người thợ vàng giờ đây chỉ cần dự trữ tiền mặt với một tỷ lệ nhất định so với tổng số tiền gửi, phần còn lại có thể sử dụng để cho vay. Đến đây các ngân hàng đã bắt đầu tham gia vào quá trình cung ứng tiền.

Bảng cân đối của ngân hàng sau khi duy trì tỷ lệ dự trữ

TS Nợ	TS Có
Tiền gửi khách hàng: 1 tr. đồng vàng	Dự trữ tiền mặt: 0,2 tr. đồng vàng
Tổng cộng: 1 tr. đồng vàng	Cho vay: 0,8 tr. đồng vàng
	Tổng cộng: 1 tr. đồng vàng

6.1.2. Giai đoạn từ thế kỷ thứ V đến XVII

Đây là giai đoạn phát triển và hoàn thiện các nghiệp vụ của một NHTM. Các nghiệp vụ ghi chép sổ sách, hình thành các số hiệu tài khoản, chi tiết đến đối tượng cho vay, mục đích vay cũng như nguồn vốn cho vay - tiền thân của kế toán ngân hàng - ra đời từ thế kỷ thứ V đến thế kỷ thứ X. Cũng trong thời gian này hoạt động thanh toán bù trừ ở dạng sơ khai trong cùng một ngân hàng đã bắt đầu phát triển và sau đó là hoạt động thanh toán giữa các ngân hàng. Nghiệp vụ chuyển ngân và bảo lãnh hình thành vào khoảng cuối thế kỷ thứ X, và sau đó vào giai đoạn từ thế kỷ XI - XVII nghiệp vụ chiết khấu thương phiếu bắt đầu phát triển. Cho đến thế kỷ thứ XVII các nghiệp vụ của một ngân hàng kinh doanh đã được hoàn thiện, bao gồm:

- Nhận gửi, cho vay
- Phát hành tiền
- Chiết khấu thương phiếu
- Chuyển ngân, thanh toán bù trừ và bảo lãnh.

Động lực chủ yếu của quá trình phát triển nhanh chóng này là sự lớn mạnh không ngừng của các hoạt động thương mại trong từng quốc gia cũng như quốc tế cùng với việc tìm ra châu Mỹ và các vùng đất mới. Một ngân hàng hoàn chỉnh các nghiệp vụ này đã hình thành đầu tiên ở Hà Lan vào năm 1609. Sau đó là ngân hàng Thụy Điển (1656), hệ thống ngân hàng Anh (1694), hệ thống ngân hàng Hoa Kỳ (1791), ngân hàng Pháp (1800).

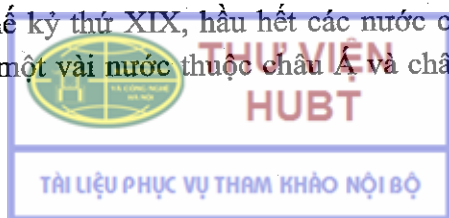


6.1.3. Giai đoạn từ thế kỷ XVIII đến XX

Các ngân hàng thực sự được công nhận như một doanh nghiệp kinh doanh trên lĩnh vực tiền tệ và phát hành tiền dưới dạng các chứng thư hay kỳ phiếu thay cho vàng. Hoạt động này thực sự bắt đầu từ thời kỳ ngân hàng sơ khai trước công nguyên. Khi đó các kỳ phiếu ngân hàng chỉ được phát hành mỗi khi có khoản tiền vàng thực sự được gửi vào ngân hàng. Khả năng chuyển đổi kỳ phiếu ra vàng rất dễ dàng làm cho nó được chấp nhận không hạn chế trong lưu thông như một hình thức tiền tệ. Tuy nhiên, đến thế kỷ XVIII, các ngân hàng bắt đầu lợi dụng ưu thế của mình để phát hành một khối lượng lớn các kỳ phiếu tách rời khỏi dự trữ vàng để cho vay, điều này đe dọa dự trữ vàng và khả năng chuyển đổi ra tiền mặt của các kỳ phiếu được phát hành. Vì tất cả các ngân hàng đều có quyền phát hành tiền nên Nhà nước không thể kiểm soát được khối lượng tiền trong lưu thông và càng không thể kiểm soát được tính chất đảm bảo của lượng tiền lưu thông đó. Mặt khác, mỗi ngân hàng có quy mô hoạt động, uy tín và khả năng ảnh hưởng khác nhau nên công chúng bắt đầu có sự lựa chọn kỳ phiếu được phát hành bởi những ngân hàng khác nhau. Kết quả là, các kỳ phiếu do các ngân hàng lớn có uy tín phát hành dần dần chiếm lĩnh thị trường và đẩy kỳ phiếu của các ngân hàng nhỏ ra khỏi lưu thông. Tình trạng này kéo dài gây sự bất ổn định trong lưu thông tiền tệ và Nhà nước buộc phải can thiệp nhằm thiết lập trật tự và sự thống nhất cho việc phát hành tiền và đảm bảo an toàn cho các giấy chứng nhận nợ của ngân hàng. Kết quả của sự can thiệp là chỉ còn có một số các ngân hàng lớn được quyền phát hành tiền kèm theo nghiệp vụ kinh doanh. Các ngân hàng khác chỉ được phép hoạt động kinh doanh tiền tệ và tín dụng, không được quyền phát hành tiền. Chúng được quyền mở tài khoản và thanh toán bù trừ thông qua ngân hàng phát hành, biến ngân hàng phát hành thành trung tâm thanh toán.

Ở Anh, vào năm 1694, quyền phát hành tập trung vào 10 ngân hàng lớn nhất, sau đó chỉ có duy nhất ngân hàng Anh được quyền phát hành tiền vào năm 1844, các ngân hàng khác được phép phát hành nhưng trong giới hạn của đạo luật ngân hàng Anh 1844. Vào năm 1875, tại Đức có 33 ngân hàng tư nhân được thực hiện nghiệp vụ phát hành và quyền lực này được tập trung vào ngân hàng Đức vào trước Chiến tranh Thế giới thứ nhất.

Cho đến cuối thế kỷ thứ XIX, hầu hết các nước châu Âu (trừ Italia và Thụy Sĩ), cùng với một vài nước thuộc châu Á và châu Phi như Nhật Bản,



Java, Angerie đã hình thành ngân hàng phát hành với quyền lực và sự ưu tiên đặc biệt từ Chính phủ. Tất cả các ngân hàng này, với những mức độ khác nhau, từng bước đã thực hiện các chức năng của một NHTW: Phát hành tiền, kiểm soát lưu thông tiền tệ, là ngân hàng của các ngân hàng trung gian và là ngân hàng của Chính phủ. Với ý nghĩa như vậy, khái niệm “NHTW” bắt đầu được nhắc đến từ cuối thế kỷ XIX.

6.1.4. Giai đoạn từ đầu thế kỷ XX đến nay

Là giai đoạn hoàn thiện hoạt động NHTW về tổ chức và chức năng, đồng thời là giai đoạn thành lập một loạt các NHTW mới.

Trước hết là sự tách rời chức năng độc quyền phát hành ra khỏi chức năng kinh doanh tiền tệ trực tiếp với công chúng, được thực hiện đầu tiên bởi Ngân hàng Anh và sau đó là các ngân hàng phát hành các nước khác, nhằm hoàn thiện chức năng quản lý của NHTW. Các NHTW giờ đây chỉ quan hệ trực tiếp với các ngân hàng trung gian, với Chính phủ và ngân hàng nước ngoài, thông qua các hoạt động kiểm soát tín dụng, quản lý dự trữ của các ngân hàng trung gian cũng như dự trữ vàng và ngoại tệ của Nhà nước và thực hiện điều hòa vốn khả dụng cho toàn hệ thống ngân hàng trong nước.

Có thể nói, cho đến trước Chiến tranh Thế giới thứ nhất, NHTW với các chức năng đầy đủ của nó đã thực sự ra đời phổ biến ở các nước Châu Âu, mà điển hình cho mô hình này là Ngân hàng Anh, sau thời kỳ phát triển hàng nghìn năm từ hoạt động ngân hàng sơ khai.

Từ năm 1920, hàng loạt các NHTW mới thành lập do ảnh hưởng của Ngân hàng Anh, Pháp và do khuyến cáo của Hội nghị Tài chính - Tiền tệ lần thứ nhất khi khẳng định rằng việc thành lập NHTW là cần thiết không những cho sự ổn định tiền tệ và tín dụng trong nước, mà còn tạo điều kiện thúc đẩy các quan hệ quốc tế về thương mại và tài chính. Khác với sự hình thành NHTW ở các nước châu Âu, các NHTW mới thành lập ngay lập tức đã mang đầy đủ bản chất của một NHTW vì sự cần thiết của nó đã được chứng minh một cách thuyết phục qua kinh nghiệm của các NHTW đang hoạt động.

Cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ thế giới 1929 - 1933 và sự phát triển học thuyết của Keynes vào cuối những năm 30 (và sau đó được phát triển bởi Milton Friedman 1960) về sự cần thiết của vai trò quản lý vĩ mô của Nhà nước đối với nền kinh tế, cũng như ảnh hưởng của khối lượng tiền cung ứng đối với các biến



số kinh tế vĩ mô đã tạo nên sự thay đổi toàn bộ trong nhận thức của các quốc gia về vai trò của NHTW. Cho đến trước Chiến tranh Thế giới thứ hai, phần lớn các ngân hàng phát hành là ngân hàng tư nhân hoặc cổ phần, vai trò điều tiết kiểm soát các hoạt động kinh tế của Nhà nước thông qua ngân hàng phát hành là hết sức hạn chế. Vì thế, sau Chiến tranh Thế giới thứ hai phần lớn các NHTW được quốc hữu hoá, trở thành ngân hàng của Nhà nước (ngân hàng Anh được quốc hữu hoá năm 1947, ngân hàng Pháp - năm 1946...). Đây là giai đoạn bắt đầu hoạt động của NHTW hiện đại với các chức năng: Độc quyền phát hành tiền; Là ngân hàng của các ngân hàng; Là ngân hàng của Chính phủ và thực hiện vai trò điều tiết vĩ mô: thực hiện CSTT và đảm bảo an toàn cho hệ thống tài chính.

Như vậy, NHTW có thể ra đời từ sự phát triển và phân hoá hệ thống NHTM kéo dài nhiều thế kỷ theo mô hình Ngân hàng Anh và các nước châu Âu, bằng cách thành lập hoàn toàn mới vào nửa đầu thế kỷ XX. Dù hình thành bằng con đường nào thì các NHTW đều có chung một bản chất: *là một định chế công cộng, có thể độc lập hoặc trực thuộc Chính phủ; thực hiện chức năng độc quyền phát hành tiền, là ngân hàng của các ngân hàng, ngân hàng của Chính phủ và chịu trách nhiệm trong việc quản lý Nhà nước về các hoạt động về tiền tệ, tín dụng cho mục tiêu phát triển và ổn định của cộng đồng.*

Hộp 6.1: Sự ra đời và phát triển của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Sự ra đời NHTW của Việt Nam dưới tên gọi NHNN Việt Nam không giống với nguồn gốc ra đời truyền thống của các NHTW trên thế giới. Quá trình phát triển từ hệ thống ngân hàng một cấp thành hệ thống ngân hàng hai cấp cùng với sự tách bạch và hoàn thiện chức năng quản lý Nhà nước và chức năng kinh doanh từ hệ thống ngân hàng một cấp gắn liền với sự ra đời và hoàn chỉnh chức năng của NHTW ở Việt Nam.

Hệ thống ngân hàng một cấp (1951- 1987)

Hệ thống NHNN Việt Nam mà tiền thân là Ngân hàng Quốc gia Việt Nam được thành lập vào 1951 - giai đoạn cuối của cuộc chiến tranh chống Pháp và trong điều kiện nền kinh tế tiểu nông, lạc hậu. Chức năng chủ yếu của Ngân hàng Quốc gia Việt Nam là: Phát hành giấy bạc và quản lý Kho bạc, thực hiện chính sách tín dụng và quản lý tiền tệ. Chức năng này được thực hiện thông qua một mô hình tổ chức gọn, nhẹ phù hợp với điều kiện thời chiến gồm ba cấp quản lý: Trung ương, liên khu, tỉnh và thành phố.

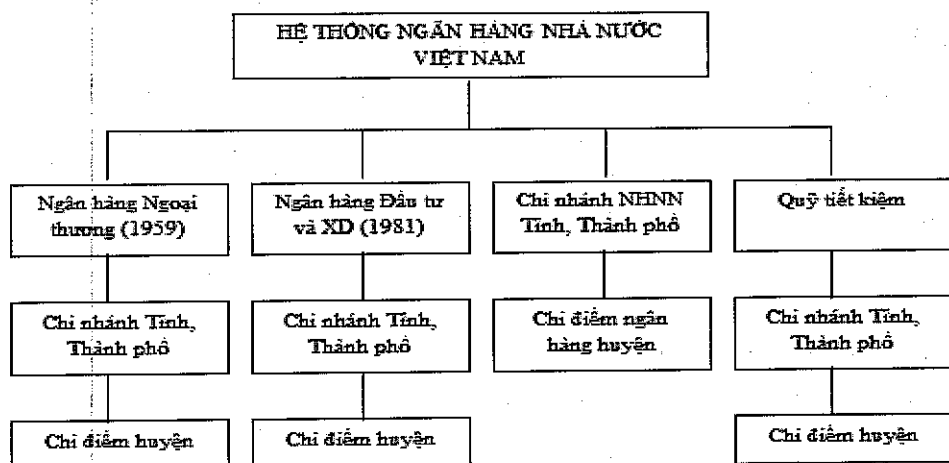


THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Cùng với thời gian và sự thay đổi của nhiệm vụ xây dựng và phát triển kinh tế, hệ thống NHNN Việt Nam đã được mở rộng và hoàn thiện về cơ chế tổ chức và hoạt động nghiệp vụ. Tuy nhiên cho đến 1987 hoạt động của ngân hàng Việt Nam vẫn mang tính chất lưỡng tính: Nó vừa thực hiện chức năng quản lý và điều tiết lưu thông tiền tệ vừa thực hiện chức năng của các ngân hàng trung gian và được tổ chức thống nhất từ trung ương xuống cơ sở.

Sơ đồ 6.1. Mô hình tổ chức hệ thống Ngân hàng Nhà nước Việt Nam trước 1988



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Gần 40 năm hoạt động theo mô hình ngân hàng một cấp, NHNN Việt Nam đã góp phần không nhỏ vào sự nghiệp xây dựng và phát triển kinh tế trong điều kiện chiến tranh. Tuy nhiên, những hạn chế của nó dần được bộc lộ, đặc biệt trong thập kỷ 80. Vừa là cơ quan phát hành và quản lý tiền tệ, vừa trực tiếp cấp tín dụng cho Ngân sách và nền kinh tế, trong điều kiện cơ chế quản lý kinh tế tập trung và bao cấp NHNN không thể thực hiện kinh doanh theo đúng nghĩa của nó, đồng thời cũng không làm tròn chức năng quản lý Nhà nước các hoạt động tiền tệ ngân hàng. Kết quả là nền kinh tế Việt Nam trong những năm 80 rơi vào tình trạng vừa thiếu tiền mặt vừa lạm phát. Hoạt động mang tính bao cấp của hệ thống ngân hàng đã dẫn đến sự phân bổ và sử dụng vốn thiếu hiệu quả và làm suy giảm lòng tin của công chúng.

Vì thế cùng với sự chuyển đổi cơ chế quản lý kinh tế, từ cơ chế quản lý hành chính và trực tiếp sang việc sử dụng các biện pháp kinh tế theo cơ chế thị trường, từ 1988 hệ thống ngân hàng đã được cải cách từng bước

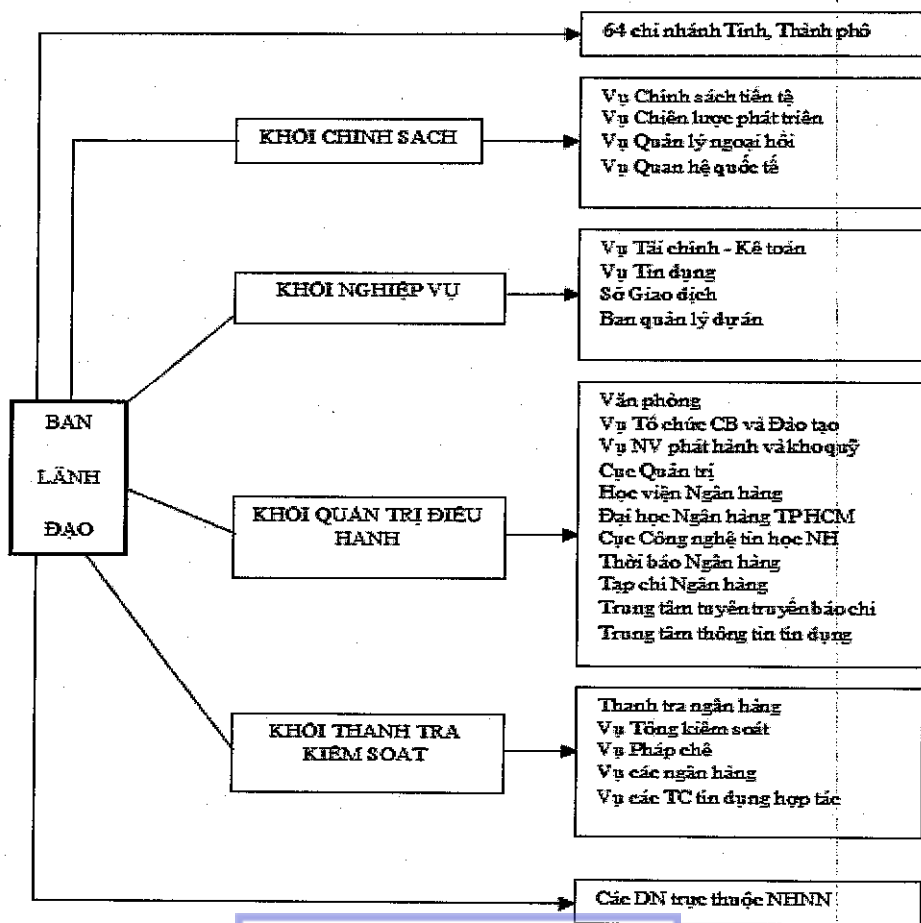


nhằm mục đích phân định rõ ràng hai chức năng quản lý Nhà nước và chức năng kinh doanh của hệ thống ngân hàng, đồng thời chuyển hẳn hệ thống ngân hàng sang cơ chế kinh doanh theo nguyên tắc hạch toán kinh tế.

Hệ thống ngân hàng hai cấp (1988 – đến nay)

Bước sơ khai của hệ thống ngân hàng hai cấp được thể hiện trong Nghị định số 53 ngày 26/3/1988, theo đó hệ thống ngân hàng Việt Nam bao gồm: NHNN và các ngân hàng chuyên doanh. NHNN hoạt động với tư cách là ngân hàng độc quyền phát hành, là cơ quan quản lý Nhà nước về tiền tệ, tín dụng và là cơ quan quản lý dự trữ ngoại hối của Nhà nước. Với chức năng như vậy, NHNN Việt Nam thực sự trở thành một NHTW.

Sơ đồ 6.2. Mô hình tổ chức của hệ thống NHNN VN



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

Pháp lệnh NHNN 5/1990 thực sự đánh dấu bước đổi mới căn bản hoạt động của hệ thống ngân hàng Việt Nam và khẳng định lại sự đúng đắn của cải cách ngân hàng trong Nghị định số 53. Khái niệm NHTW lần đầu tiên được đề cập đến trong định hướng của các Pháp lệnh ngân hàng. Định hướng chỉ rõ: NHNN là NHTW, có chức năng quản lý Nhà nước đối với hệ thống ngân hàng. Chức năng kinh doanh tiền tệ và dịch vụ ngân hàng thuộc về các ngân hàng và TCTD.

Sau thời gian thử nghiệm và khẳng định tính hiệu quả của mô hình ngân hàng hai cấp, cùng với sự hoàn thiện dần chức năng NHTW của NHNN Việt Nam, khái niệm NHTW đã được quy định cụ thể trong luật NHNN 2010 như sau: “*NHNN Việt Nam là cơ quan của ngành bộ của Chính phủ, là NHTW của nước Cộng hoà Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam..., thực hiện chức năng quản lý Nhà nước về tiền tệ, hoạt động ngân hàng và ngoại hối; thực hiện chức năng của NHTW về phát hành tiền, ngân hàng của các TCTD và cung ứng dịch vụ tiền tệ cho Chính phủ*”.

Mô hình tổ chức của NHNN Việt Nam được thể hiện trong sơ đồ (6.2).

Quyền lực điều hành hoạt động NHNN tập trung vào ban lãnh đạo NHNN gồm Thống đốc và Phó Thống đốc. Thống đốc NHNN là thành viên của Chính phủ, chịu trách nhiệm trước Chính phủ về các vấn đề tiền tệ và hoạt động ngân hàng của quốc gia. NHNN được tổ chức thành hệ thống tập trung thống nhất, có trụ sở chính đặt tại Thủ đô và các chi nhánh NHNN tỉnh. Các chi nhánh này thực hiện chức năng NHTW tại phạm vi tỉnh và chịu sự lãnh đạo của NHNN Trung ương về tổ chức cũng như hoạt động nghiệp vụ.

6.2. MÔ HÌNH TỔ CHỨC VÀ TÍNH ĐỘC LẬP CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

Là một định chế công cộng, nhưng quan hệ của NHTW với Chính phủ không hoàn toàn giống các định chế công cộng khác. Mỗi quan hệ này ở các nước khác nhau cũng không giống nhau. Tùy thuộc vào đặc điểm ra đời, thể chế chính trị, nhu cầu của nền kinh tế cũng như truyền thống văn hoá của từng quốc gia mà NHTW có thể được tổ chức theo mô hình trực thuộc hay độc lập với Chính phủ.

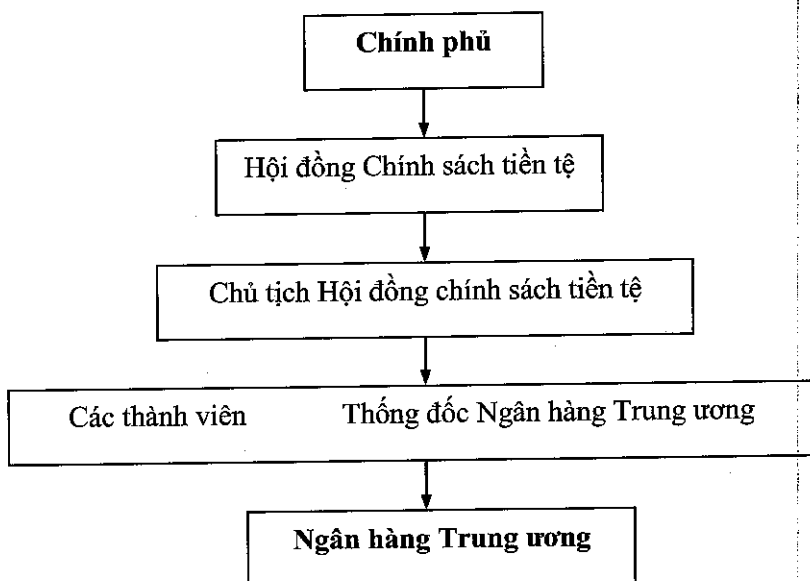
6.2.1. Mô hình tổ chức của Ngân hàng Trung ương



6.2.1.1. Mô hình Ngân hàng Trung ương trực thuộc Chính phủ

Theo mô hình này, NHTW nằm trong nội các Chính phủ và chịu sự chỉ phối trực tiếp của Chính phủ về nhân sự, về tài chính và đặc biệt về các quyết định liên quan đến việc xây dựng và thực hiện CSTT.

Sơ đồ 6.3. Mô hình NHTW trực thuộc Chính phủ



Các nước áp dụng mô hình này phần lớn là các nước châu Á, hoặc các nước thuộc khối XHCN trước đây. Nó phù hợp với yêu cầu cần tập trung quyền lực để khai thác tiềm năng xây dựng kinh tế trong thời kỳ tiền phát triển. Có thể coi đây là động lực chủ yếu của mô hình NHTW trực thuộc Chính phủ. Theo đó, Chính phủ có thể dễ dàng sử dụng NHTW như là công cụ phục vụ cho các mục tiêu cấp bách trước mắt của quốc gia; đồng thời CSTT cũng được kiểm soát với mục đích sử dụng phối hợp đồng bộ với các chính sách kinh tế vĩ mô khác nhằm đảm bảo mức độ và liều lượng tác động hiệu quả của tổng thể các chính sách đối với các mục tiêu vĩ mô trong thời kỳ. Điều này một mình NHTW không thể đảm nhiệm được.

Điểm hạn chế chủ yếu của mô hình này là NHTW sẽ mất đi sự chủ động trong việc thực hiện CSTT. Sự phụ thuộc vào Chính phủ có thể làm cho NHTW xa rời mục tiêu dài hạn của mình là ổn định giá trị tiền tệ, góp phần tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, sự lớn mạnh nhanh chóng của các nước thuộc nhóm NIC (như Singapore, Hàn Quốc, Đài Loan...), nơi NHTW

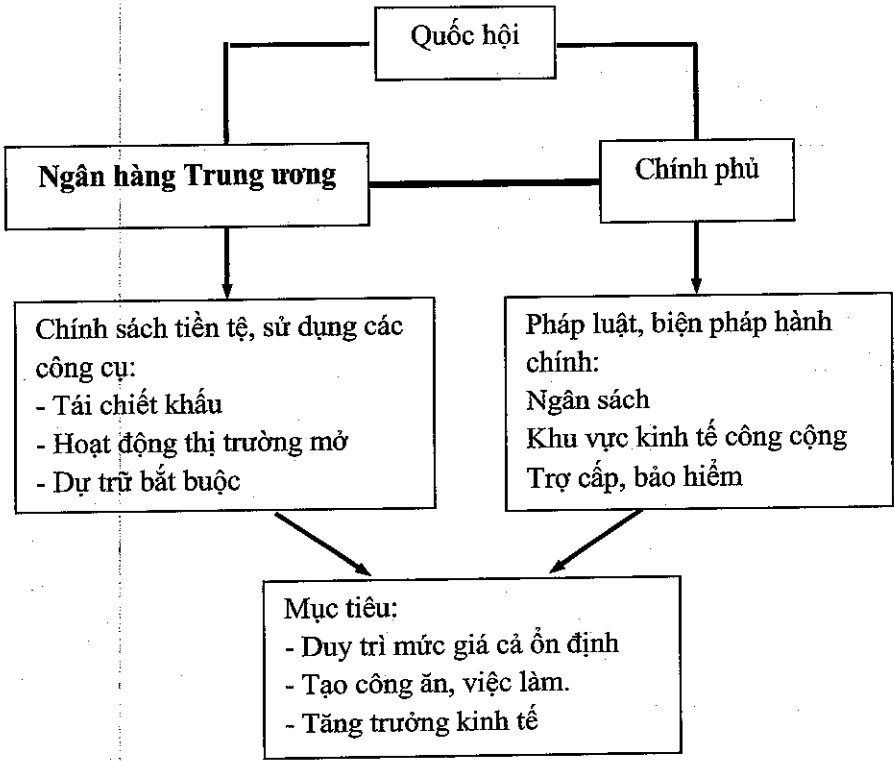
là một bộ phận trong guồng máy Chính phủ, là một bằng chứng có sức thuyết phục về sự phù hợp của mô hình tổ chức này đối với truyền thống văn hoá Á Đông.

NHNN Việt Nam được tổ chức theo mô hình phụ thuộc vào Chính phủ và đó là mô hình phù hợp với thể chế chính trị cũng như yêu cầu quản lý và phát triển kinh tế hiện nay.

6.2.1.2. Mô hình Ngân hàng Trung ương độc lập với Chính phủ, trực thuộc quốc hội

Theo mô hình này NHTW không nằm trong nội các của Chính phủ. Quan hệ giữa NHTW và Chính phủ là quan hệ hợp tác được thể hiện trong mô hình sau:

Sơ đồ 6.4. Mô hình NHTW độc lập với Chính phủ



Diễn hình cho trường phái này là Ngân hàng Dự trữ Liên bang Mỹ, NHTW Thụy Sĩ, NHTW Pháp, NHTW Nhật Bản và gần đây là NHTW châu Âu. Xu hướng tổ chức NHTW theo mô hình này đang ngày càng tăng lên ở các nước thị trường phát triển.



Theo mô hình này NHTW có quyền quyết định đến việc xây dựng và thực hiện CSTT mà không bị ảnh hưởng bởi các áp lực chỉ tiêu của Ngân sách hoặc các áp lực chính trị khác. Kinh nghiệm cho thấy rằng bị ảnh hưởng bởi các mục tiêu chính trị trước mắt, mà phần lớn là nhằm gây ấn tượng trước thời kỳ bầu cử của Chính phủ, NHTW sẽ không thể theo đuổi được các mục tiêu chính sách dài hạn. Hơn nữa, theo quan điểm dân chủ cổ truyền của châu Âu thì mọi chính sách phải được phục vụ cho quyền lợi của công chúng và phải được quyết định bởi quốc hội- đại diện cho quyền lực của toàn dân- chứ không phải một nhóm các nhà chính trị.

Tuy nhiên, không phải tất cả các NHTW được tổ chức theo mô hình này đều đảm bảo được sự độc lập hoàn toàn khỏi áp lực của Chính phủ khi điều hành CSTT. Mức độ độc lập của mỗi NHTW phụ thuộc vào sự chi phối của người đứng đầu Nhà nước vào cơ chế lập pháp và nhân sự của NHTW.

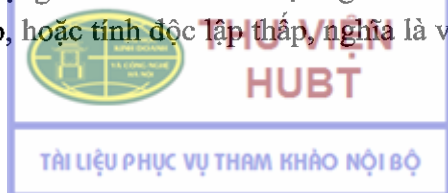
Không có một mô hình nào có thể được coi là thích hợp cho mọi quốc gia. Việc lựa chọn mối quan hệ thích hợp giữa NHTW với Chính phủ phải tùy thuộc vào chế độ chính trị, yêu cầu phát triển kinh tế, đặc điểm lịch sử và sự phát triển của hệ thống ngân hàng của từng nước. Tuy nhiên trong một chừng mực nhất định nó cũng bị ảnh hưởng bởi trào lưu của thế giới.

6.2.2. Tính độc lập của Ngân hàng Trung ương

6.2.2.1. Quan điểm về tính độc lập

Tính độc lập của NHTW được thể hiện thông qua việc NHTW có được toàn quyền quyết định việc sử dụng các công cụ để thực thi CSTT hay không, chỉ rõ trách nhiệm, quyền hạn của NHTW và người đứng đầu NHTW trong việc điều hành chính sách nhằm đạt được các mục tiêu đề ra.

Ngay từ những năm 90 của thế kỷ XX, cụm từ “Tính độc lập của NHTW” đã được nhắc đến nhiều lần, và nhấn mạnh tầm quan trọng của nó đối với nền kinh tế. Bởi lẽ, trong một nền kinh tế, nếu một NHTW có tính độc lập cao sẽ là nền tảng cho những cải cách về thể chế chính trị nhằm giảm thiểu, hoặc tránh sự ảnh hưởng, chi phối bất hợp lý của quyền lực chính trị đến quá trình thiết kế, hoạch định, và thực thi CSTT của NHTW, từ đó mà NHTW có thể yên tâm, theo đuổi các mục tiêu CSTT trong dài hạn, đặc biệt là mục tiêu hàng đầu và quan trọng của CSTT là ổn định giá cả. Ngược lại, một NHTW không có sự độc lập, hoặc tính độc lập thấp, nghĩa là việc xây dựng, thực thi



CSTT có sự can thiệp của chính trị thường chỉ đạt được những mục tiêu ngắn hạn, làm gia tăng tính không bền vững của nền kinh tế vĩ mô, gây nguy cơ lạm phát cao, kìm hãm tăng trưởng kinh tế và làm gia tăng thất nghiệp.

Theo King Banaian (2008) tính độc lập của NHTW thể hiện ở ba khía cạnh: (i) độc lập về nhân sự, (ii) độc lập về chính sách, và (iii) độc lập về tài chính.

Mức độ độc lập về nhân sự hay độc lập về chính trị có thể được xác định bởi các yếu tố như ảnh hưởng của chính phủ trong thủ tục bổ nhiệm, nhiệm kỳ, và miễn nhiệm hội đồng thống đốc của NHTW. Mức độ độc lập về nhân sự còn được thể hiện qua quyền hạn của Thống đốc NHTW, trong việc quyết định các vấn đề liên quan đến nhân sự bên trong tổ chức của mình như bổ nhiệm và miễn nhiệm nhân sự, phân công nhiệm vụ và quyền hạn, chế độ lương bổng và trợ cấp v.v.

Độc lập CSTT (Monetary Policy Independence) đề cập đến sự linh hoạt cho NHTW trong việc hoạch định và thực thi CSTT. Sự độc lập này theo Debelle và Fisher (1994) bao gồm hai khía cạnh: Độc lập đối với việc thiết lập các mục tiêu và độc lập trong việc sử dụng các công cụ của CSTT. Một NHTW được cho là có độc lập mục tiêu, nếu nó có toàn quyền trong việc thiết lập các mục tiêu cuối cùng của CSTT, như lạm phát, thất nghiệp, hoặc tăng trưởng kinh tế. NHTW được coi là có độc lập về công cụ nếu nó được phép tự do lựa chọn các công cụ của CSTT để đạt được mục tiêu cuối cùng, NHTW sẽ không được coi là độc lập về việc lựa chọn các công cụ nếu chính phủ phải phê duyệt để sử dụng công cụ chính sách.

Mức độ độc lập về tài chính được thể hiện qua ba khía cạnh. *Thứ nhất*, NHTW có quyền tự chủ trong việc quyết định phạm vi và mức độ tài trợ cho chi tiêu của chính phủ một cách trực tiếp hay gián tiếp bằng tín dụng của NHTW. *Thứ hai*, NHTW có nguồn tài chính đủ lớn để không phải phụ thuộc vào sự cấp phát tài chính của chính phủ. *Thứ ba*, người đứng đầu của NHTW (Thống đốc) có quyền quyết định hầu hết các khoản chi tiêu của tổ chức này trong khuôn khổ dự toán ngân sách đã được phê duyệt.

Nhìn chung, việc lựa chọn mức độ độc lập nào cho NHTW tùy thuộc vào chế độ chính trị, cơ chế lập pháp, yêu cầu phát triển kinh tế, xã hội, đặc điểm lịch sử và quá trình phát triển của hệ thống ngân hàng từng quốc gia. Tuy nhiên, hầu hết các nghiên cứu đều cho rằng NHTW cần thiết phải có sự độc lập nhất



định, giảm bớt những áp lực của Chính phủ trong quá trình điều hành CSTT. Ở đó, NHTW nên được giao quyền tự xây dựng, quyết định mục tiêu, chỉ tiêu, các công cụ và thực thi CSTT một cách chuyên sâu, kiên định theo đuổi mục tiêu hàng đầu là ổn định giá cả. Có như vậy, hiệu quả công tác điều chỉnh sách mới được nâng cao, giúp tăng cường uy tín của NHTW và tăng lòng tin của nhân dân vào các nhà hoạch định chính sách vĩ mô. Tính độc lập này cần được quy định cụ thể, rõ ràng trong Luật, tránh tình trạng NHTW chỉ độc lập về mặt hình thức, không có thực quyền dẫn tới giảm hiệu quả trong công tác điều hành chính sách.

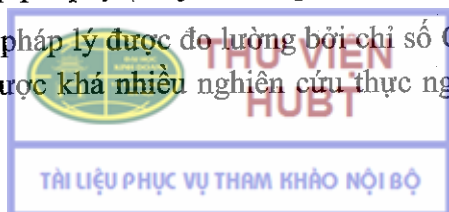
6.2.2.2. Đo lường tính độc lập

Đo lường tính độc lập của NHTW đã được đề cập trong rất nhiều nghiên cứu như Bade and Parkin (1982); Grilli, Masciandaro, and Tabellini (1991); Alesina and Summers (1993); Cukierman, Webb, and Neyapti (1992). Trong đó đáng chú ý là nghiên cứu của Cukierman, Webb, and Neyapti (1992) sử dụng chỉ số CWN (viết tắt 3 chữ cái đầu của tên 3 tác giả này) để đánh giá mức độ độc lập của NHTW.

Thông thường trong nghiên cứu, người ta xây dựng chỉ số CBI (Central Bank Independence) để định lượng mức độ độc lập của NHTW dựa trên các quy định, quy chế trong Luật NHTW như: Các quy định bổ nhiệm, miễn nhiệm ban điều hành NHTW; Quy định về thiết lập các mục tiêu và lựa chọn các công cụ CSTT; Quy định về điều kiện cấp vốn cho Chính phủ nhằm bù đắp thâm hụt ngân sách. Những quy định này phản ánh sự độc lập mang tính pháp lý của NHTW (gọi là chỉ số độc lập pháp lý của NHTW - *de jure index*). Tuy nhiên, việc áp dụng luật trong thực tế có thể khác so với những quy định trong luật, nghĩa là NHTW chỉ có sự độc lập về mặt pháp lý mà không có sự độc lập thực sự trong hoạt động thực tế (không có thực quyền). Do đó, để đo lường đầy đủ mức độ độc lập của NHTW, Cukierman (1992) đã xây dựng chỉ số độc lập thực tế (*de facto index*) dựa trên các yếu tố như: Tỷ lệ thay thế Thống đốc NHTW (Turnover rate of central bank governors), và Các câu trả lời trong một bảng câu hỏi được cung cấp cho các nhân viên NHTW có trình độ chuyên môn tốt trả lời. Hai chỉ số này sẽ được đề cập dưới đây:

*** Chỉ số độc lập pháp lý (*De jure independence*)**

Chỉ số độc lập pháp lý được đo lường bởi chỉ số CWN index, đây là chỉ số bao quát nhất được khá nhiều nghiên cứu thực nghiệm sử dụng. Chỉ số



CWN có 4 thành phần: Thủ tục bổ nhiệm người đứng đầu NHTW; Biện pháp giải quyết mâu thuẫn giữa NHTW và Chính phủ; Sử dụng mục tiêu chính sách rõ ràng, minh bạch, và Các quy định giới hạn cho vay Chính phủ. Trong đó, thành phần thứ nhất và thành phần thứ ba liên quan nhiều đến các hoạt động nội bộ của NHTW (các thủ tục và chính sách của NHTW), trong khi đó, thành phần thứ hai và thứ tư lại liên quan đến mối quan hệ giữa NHTW với Chính phủ (vấn đề xung đột và quan hệ tài chính giữa hai bên).

Khác với các chỉ số mức độ độc lập NHTW khác, chỉ số CWN tập trung vào 4 nhóm mức độ độc lập, mỗi nhóm được mã hóa riêng: Độc lập trong cơ cấu tổ chức (organic independence) [Mã: CEO]; Xây dựng CSTT (monetary policy formulation) [Mã: PF]; Thiết kế các mục tiêu cuối cùng của CSTT (monetary policy final objectives) [Mã: OBJ]; Giới hạn cấp tín dụng cho Chính phủ (limitations of lending to government) [Mã: LL]. Lợi thế chủ yếu của chỉ số này là có thể tính toán dựa trên một mẫu lớn các quốc gia, bao gồm các nước phát triển, các nền kinh tế mới nổi và các nước đang phát triển. Hơn nữa, *“chỉ số này tương đối dễ dàng để sao chép lại, bởi vì trong các nghiên cứu của mình, các tác giả cung cấp một bản hướng dẫn cụ thể để mã hóa các thành phần nhỏ, thành phần phụ”* (Crowe and Meade, 2008, p. 765).

Khi so sánh với các chỉ số đo lường mức độ độc lập của NHTW trong các nghiên cứu trước đây, chỉ cho phép lựa chọn Có/ Không (Yes/ No) cho mỗi tiêu chí (có 2 lựa chọn hay 2 mức độ phản hồi), thì chỉ số CWN mở rộng hơn rất nhiều về mức độ lựa chọn, mức độ phản hồi đa dạng hơn. Chỉ số CWN là tổng tỷ trọng của 16 tiêu chí, hoặc gọi là 16 biến số được chia thành 4 nhóm mức độ độc lập đã đề cập ở trên: Độc lập trong cơ cấu tổ chức [Mã: CEO] (gồm 4 biến); Xây dựng CSTT [Mã: PF] (3 biến); Thiết kế các mục tiêu cuối cùng của CSTT [Mã: OBJ] (1 biến); Giới hạn cấp tín dụng cho Chính phủ [Mã: LL] (8 biến), mỗi biến (hay mỗi tiêu chí) có thang điểm số từ 0 đến 1. Điểm là 0 nếu mức độ độc lập NHTW thấp nhất, điểm là 1 nếu mức độ độc lập NHTW cao nhất.

Ví dụ: Biến số nhiệm kỳ của Thống đốc NHTW, có 5 mức điểm: Điểm 1 (nếu nhiệm kỳ của Thống đốc hơn 8 năm); Điểm 0,75 (nhiệm kỳ từ 6-8 năm); Điểm 0,5 (nhiệm kỳ 5 năm); Điểm 0,25 (nhiệm kỳ 4 năm); và Điểm 0 (nếu nhiệm kỳ dưới 4 năm).

Biến số: Chủ thể nào xây dựng CSTT, có 4 mức điểm: Điểm 1 (NHTW

toàn quyền xây dựng CSTT); Điểm 0,67 (NHTW và Chính phủ cùng xây dựng CSTT); Điểm 0,33 (NHTW giữ vai trò tư vấn trong việc xây dựng CSTT); Điểm 0 (Chính phủ toàn quyền xây dựng CSTT)

Đồng thời, Cukierman và các cộng sự (1992) đã xây dựng một hệ thống tỷ trọng khác nhau cho 4 nhóm mức độ độc lập. Cụ thể, Mã CEO (chiếm 20% chỉ số); Mã PF (15%), Mã OBJ (15%) và Mã LL (50%). Hệ thống tỷ trọng và mã hóa này cho phép phân tích và đo lường mức độ độc lập của NHTW tốt hơn, tuy nhiên khi tính toán dễ mang tính tùy tiện và chủ quan. Cuối cùng, chỉ số CWN (chỉ số tổng thể) về mức độ độc lập của NHTW được tính bằng tổng tỷ trọng của tất cả các biến số.

** Chỉ số độc lập thực tế (De facto independence)*

Theo nghiên cứu của Radzyner and Riesinger (1997), chỉ số độc lập thực tế được hình thành trên cơ sở các yếu tố: Tỷ lệ thay thế nhân viên trong NHTW (Turnover rate of central bankers); Nhân phẩm và uy tín (Personality and charisma) của các nhân viên; Xây dựng chính sách tài khóa và CSTT (The design of fiscal and monetary policies)

Để đánh giá sự khác biệt giữa chỉ số độc lập thực tế và chỉ số độc lập pháp lý, nghiên cứu của Cukierman và các cộng sự (1992) và nghiên cứu Cukierman and Webb (1995) sử dụng 3 chỉ số không có tính pháp lý (nonlegal), đó là: Chỉ số TOR (Nhiệm kỳ của người lãnh đạo NHTW - Term of office of central bankers); Chỉ số tổn thất chính trị (Political vulnerability index) và một chỉ số dựa trên các câu trả lời trong một bảng câu hỏi được cung cấp cho các chuyên gia trả lời. Trong đó, chỉ số TOR được nhiều nghiên cứu nhìn nhận là một chỉ số đáng tin cậy để đánh giá mức độ độc lập thực tế của NHTW ở các nước đang phát triển. Hơn nữa, dữ liệu để tính toán TOR dễ dàng thu thập được từ các Websites của NHTW.

Chỉ số TOR là chỉ số phản ánh nhiệm kỳ bình quân của người đứng đầu NHTW. Nó được tính toán bằng cách lấy số lượng Thống đốc trong một khoảng thời kỳ nhất định chia cho số năm của thời kỳ này. Chẳng hạn, nếu TOR = 0,5 nghĩa là chu kỳ thay đổi Thống đốc là 2 năm (cứ 2 năm thay thế một Thống đốc mới hay 0,5 thay đổi mỗi năm). Do đó, chỉ số này có tính đến các sai lệch liên quan đến các quy định trong luật về nhiệm kỳ của Thống đốc NHTW. Để minh chứng cho việc lựa chọn chỉ số này đại diện cho mức độ độc lập thực tế là đúng đắn, Cukierman và các cộng sự (1992) đã lấy ví dụ trường hợp Argentina:

Như thường lệ, Thống đốc của NHTW Argentina sẽ phải từ chức bất cứ khi nào có một Chính phủ mới thành lập, hay thậm chí khi bổ nhiệm một Bộ trưởng Bộ tài chính mới, mặc dù luật quy định nhiệm kỳ của Thống đốc là 4 năm, nghĩa là vị trí Thống đốc sẽ được Chính phủ mới bổ nhiệm mới, mặc dù chưa hết nhiệm kỳ. Do đó, trong suốt thời kỳ 1950 - 1989, nhiệm kỳ thực tế của Thống đốc NHTW Argentina luôn dưới 1 năm ($TOR = 0,93$).

Thông qua ví dụ này, chúng ta nhận thấy rằng: Tỷ lệ thay thế Thống đốc NHTW càng cao (chỉ số TOR càng cao hoặc nhiệm kỳ càng ngắn) thì mức độ độc lập của NHTW càng thấp. Điều này là bởi vì các nhà điều hành CSTT chịu ảnh hưởng của các chu kỳ bầu cử hay chu kỳ thay đổi chính trị, họ phải chịu nhiều áp lực từ Chính phủ để thực hiện CSTT phù hợp với ý chí của Chính phủ. Nhiệm kỳ của các Thống đốc kéo dài bao lâu phụ thuộc vào chu kỳ bầu cử của cơ quan chính trị, hay nói cách khác mức độ độc lập của NHTW bị chi phối bởi quyền lực chính trị. Thông thường ở tại nhiều quốc gia, chu kỳ bầu cử bình quân là 4 năm. Cukierman và các cộng sự (1992) cho rằng chỉ số TOR cao hơn 0,25 (nghĩa là nhiệm kỳ của Thống đốc NHTW ngắn hơn 4 năm) thì mức độ độc lập NHTW thấp.

Trong khi đó, Mas (1994) lại không đồng ý với quan điểm trên, ông khẳng định chỉ số TOR thấp (nhiệm kỳ của Thống đốc kéo dài) nhưng mức độ độc lập NHTW cũng có thể không cao, bởi vì có trường hợp một Thống đốc có thể nắm quyền điều hành trong một thời gian dài, qua nhiều đời Chính phủ, mặc dù tính độc lập của NHTW thấp. Và đây chính là hạn chế của việc sử dụng chỉ số TOR.

6.2.2.3. *Mối quan hệ giữa tính độc lập của NHTW với một số biến vĩ mô: Lạm phát, tăng trưởng và thâm hụt ngân sách*

a. Quan hệ với lạm phát

Về mặt lý thuyết, bất kỳ một NHTW có mức độ độc lập thấp, hay bị kiểm soát hoàn toàn bởi Chính phủ đều có xu hướng tăng cung tiền dưới áp lực của Chính phủ và vì vậy nền kinh tế sẽ dễ đối mặt với nguy cơ lạm phát cao hơn mô hình NHTW độc lập.

Ngày nay, rất nhiều nhà kinh tế học và các nhà ngân hàng đều có quan điểm cho rằng thực tiễn tại hầu hết các quốc gia trên thế giới, tồn tại mối quan hệ chặt chẽ giữa tỷ lệ lạm phát bình quân với mức độ độc lập của NHTW. Cụ

thể, với các nước có mức độ độc lập của NHTW càng cao trải qua tỷ lệ lạm phát bình quân càng thấp, ngược lại, các nước mà NHTW chịu nhiều chi phối trực tiếp từ chính trị sẽ đối mặt với tỷ lệ lạm phát cao. Điều này là bởi vì nếu một NHTW điều hành CSTT mà không chịu bất cứ một áp lực chính trị nào, thì sẽ có thể tập trung theo đuổi các mục tiêu của mình như ổn định giá cả, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động chính sách của NHTW. Một số bằng chứng thực nghiệm dưới đây thể hiện mối quan hệ giữa độc lập của NHTW và lạm phát:

Nghiên cứu của Prakash Loungani và Nathan Sheets (1995) đánh giá quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW với lạm phát và tăng trưởng trong 26 nền kinh tế chuyển đổi trong giai đoạn 1991-1994. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng mức độ độc lập của NHTW tăng lên sẽ giúp cải thiện tình trạng lạm phát cao, và một tỷ lệ lạm phát thấp sẽ có tác động hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Từ đó, các tác giả gợi ý rằng cần nhanh chóng hình thành một NHTW độc lập, rời xa khỏi những áp lực chính trị để có thể theo đuổi các mục tiêu một cách hiệu quả, đặc biệt là mục tiêu lạm phát.

B. Seetanah, R. V. Sannasse và S. Dilmohamed (2014) phân tích tính độc lập của NHTW Mauritius giai đoạn 1975-2010 sử dụng chuỗi số liệu thời gian động. Nghiên cứu sử dụng mô hình phân phối trễ tự hồi quy (ARDL: Autoregressive Distributed Lag) đã cho kết luận rằng tồn tại một mối quan hệ chặt chẽ và ngược chiều giữa chỉ số độc lập của NHTW với lạm phát trong dài hạn. Tuy nhiên, không tìm thấy mối quan hệ chặt chẽ này trong ngắn hạn.

Ngoài ra một số nghiên cứu khác của Charles và Timothy (2006), Alesina và Summers (1993), Cukierman, Webb và Neyapti (1992), Debelle và Fischer (1994). Eijffinger & De Haan (1996) cũng cho các kết quả tương tự, thể hiện mối tương quan ngược giữa mức độ độc lập của NHTW với lạm phát bình quân và sự biến thiên của lạm phát. Theo đó, mức độ độc lập của NHTW càng cao thì chỉ số lạm phát bình quân càng thấp và chỉ số biến thiên lạm phát càng ít và ngược lại.

Mặt khác, cũng có một số nghiên cứu khác không tìm thấy mối quan hệ giữa tính độc lập của NHTW và tỷ lệ lạm phát ở các nước đang phát triển, như nghiên cứu của Abel Mawuko Agoba, Joshua Abor, Kofi A. Osei, Jarjis Sa-Aadu (2017) kiểm định tác động của hệ thống tài chính và chất lượng điều hành của các cơ quan chính trị đến hiệu quả điều hành của NHTW trong việc kiềm chế lạm phát ở khu vực Nam Phi. Bằng việc áp dụng phương pháp bình phương nhỏ nhất 2 giai đoạn (Two Stage Least Squares) với chuỗi số liệu bảng thu thập

từ 48 quốc gia Nam Phi từ 1970-2012, các tác giả đã tìm thấy rằng: Không giống như các nước phát triển, một sự độc lập của NHTW không đủ để đảm bảo kết quả điều hành đạt được tỷ lệ lạm phát thấp ở các nước Nam Phi và cũng như ở các nước đang phát triển khác trên thế giới. Tuy nhiên, đối với mọi quốc gia trên thế giới, sự độc lập cao của NHTW sẽ có hiệu quả trong việc duy trì tỷ lệ lạm phát thấp trong trường hợp có sự phát triển mạnh khu vực ngân hàng và chất lượng điều hành các cơ quan chính trị tốt. Một số nghiên cứu khác như Cargill, 1995; Campillo and Miron, 1997; Logue and Sweeney, 1981 cũng cho các kết quả tương tự đối với các nước đang phát triển.

b. Quan hệ với tăng trưởng kinh tế

Về mặt lý thuyết, mức độ độc lập của NHTW không tác động đến tăng trưởng kinh tế một cách trực tiếp, mà tác động gián tiếp thông qua lạm phát. Một NHTW có mức độ độc lập cao, sẽ giúp duy trì tỷ lệ lạm phát thấp, và lạm phát thấp sẽ có tác dụng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Và như vậy, bên cạnh các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng khác, mức độ độc lập cao của NHTW được dự kiến sẽ hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Khẳng định này có trong một số nghiên cứu Merter Akinci và các cộng sự (2015), James Obben (2006). Tuy nhiên, Alesina và Summers (1993) và một số khác lại cho rằng mức độ độc lập của NHTW không đủ để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế:

** Tồn tại mối quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW và tăng trưởng*

Merter Akinci, Gönül Yüce Akinci, và Ömer Yılmaz (2015) thực hiện đánh giá mối quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW, tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế tại các quốc gia thành viên trong liên minh EU giai đoạn từ 1995-2011. Nhóm tác giả sử dụng mô hình kiểm định chặn phân phối trễ tự hồi quy dữ liệu bảng (panel ARDL bounds testing model) được đề xuất bởi Pesaran và các cộng sự (2001). Kết quả nghiên cứu khẳng định tồn tại một mối quan hệ tích cực và có ý nghĩa thống kê giữa sự độc lập của NHTW, tự do hóa tài chính và tăng trưởng kinh tế cả trong ngắn hạn và dài hạn. Cụ thể, sự độc lập của NHTW và tự do hóa tài chính tại thời điểm hiện tại là các nhân tố quan trọng quyết định mức độ tăng trưởng kinh tế theo hướng tích cực trong tương lai. Mức độ độc lập của NHTW cao sẽ là tạo ra các kết quả tích cực cho nền kinh tế và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Điều này được minh chứng trong thực tế ở các nước thành viên của EU, nơi mà có kết quả kinh tế tích cực là do sự đóng góp không nhỏ của mức độ độc lập cao NHTW và tự do hóa TTTC mạnh mẽ.

James Obben (2006) nghiên cứu ảnh hưởng của mức độ độc lập của NHTW đến các biến số kinh tế vĩ mô bằng việc sử dụng bộ số liệu giai đoạn 1990-2004 của 29 nước phát triển và 56 nước đang phát triển. Tác giả chỉ ra rằng mức độ độc lập của NHTW có tác động thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nhưng không phải một cách trực tiếp mà thông qua tạo ra một môi trường ổn định giá cả, tạo nền tảng kích thích đầu tư dài hạn phục vụ cho tăng trưởng. Nghĩa là một NHTW độc lập, trước tiên sẽ tác động giảm lạm phát, ổn định giá cả, từ đó thúc đẩy đầu tư và tăng trưởng kinh tế.

** Không tồn tại mối quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW và tăng trưởng*

Alesina và Summers (1993) trong nghiên cứu của mình sử dụng dữ liệu vĩ mô của 16 quốc gia từ 1973-1988 nhằm đánh giá tác động của mức độ độc lập của NHTW đến các biến số của kinh tế. Kết quả cho thấy, không có gì ngạc nhiên khi thấy mức độ độc lập NHTW có mối quan hệ ngược chiều với biến lạm phát. Tuy nhiên, đối với biến tăng trưởng thì mối quan hệ giữa chúng là không rõ ràng. Trong mẫu 16 nước, NHTW Thụy Sĩ có tính độc lập cao nhất nhưng tăng trưởng kinh tế thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng bình quân của các nước khác, trong khi NHTW Đức và Hà Lan có mức độc lập vừa phải thì đạt được mức tăng trưởng tốt. Ngược lại, Pháp có mô hình NHTW trực thuộc Chính phủ có mức tăng trưởng kinh tế cao và bền vững.

Kết quả nghiên cứu này trùng với các nghiên cứu của Barro (1991), De Long và Summers (1992) và De Haan và Sturm (1992), đều khẳng định mức độ độc lập NHTW có tác động gì đến tăng trưởng kinh tế.

Điều này là bởi vì các lý thuyết kinh tế phát triển đã chứng minh rằng tăng trưởng kinh tế là sự phức hợp của nhiều yếu tố và chính sách khác nhau. Cho nên mặc dù không có mối quan hệ có ý nghĩa về mặt thống kê giữa mức độ độc lập của NHTW với tăng trưởng kinh tế nhưng một CSTT có hiệu lực và hiệu quả sẽ góp phần vào tăng trưởng kinh tế ổn định hơn.

Các phân tích thực nghiệm này, mặc dù chỉ ra rằng không có bằng chứng rõ ràng về mối quan hệ giữa tính độc lập của NHTW với tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên, trên thực tế, giữa hai yếu tố này vẫn tồn tại một mối quan hệ gián tiếp rất chặt chẽ thông qua tỷ lệ lạm phát và cán cân ngân sách. Cụ thể, duy trì lạm phát thấp và một cán cân ngân sách cân bằng là những mục tiêu quan trọng vì nó không những tạo điều kiện cho việc phân bổ có hiệu quả hơn các nguồn lực của nền kinh tế mà còn giúp duy trì tính ổn định của hệ thống tài chính và nền kinh tế, góp phần vào tăng trưởng kinh tế và đảm bảo an sinh xã hội.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

c. Quan hệ với thâm hụt ngân sách

Đa số các nghiên cứu thực nghiệm tập trung tìm kiếm mối quan hệ giữa tính độc lập của NHTW và lạm phát. Chỉ có một vài nghiên cứu về mối quan hệ giữa sự độc lập của NHTW và thâm hụt ngân sách. Trong số đó, hầu hết các nghiên cứu đều kết luận mối quan hệ ngược chiều giữa mức độ độc lập của NHTW và thâm hụt ngân sách. Cụ thể:

Nghiên cứu của De Haan và Sturm (1992) về sự độc lập của NHTW tại 18 quốc gia OECD trong giai đoạn từ 1961-1987, sử dụng 3 phương pháp đo lường khác nhau về mức độ độc lập của NHTW để đánh giá tác động của tính độc lập đến lạm phát, tăng cung tiền, thâm hụt ngân sách và tăng trưởng kinh tế. Kết quả nghiên cứu đã đưa ra những bằng chứng mới thể hiện rằng các quốc gia có một NHTW độc lập trải qua mức lạm phát thấp và ổn định hơn các quốc gia có một NHTW chịu sự chi phối trực tiếp của chính trị. Hơn nữa, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng mức cấp tín dụng của NHTW cho Chính phủ và thâm hụt ngân sách là thấp hơn, trong khi đó mức độ độc lập NHTW không có tác động gì đến tăng trưởng kinh tế.

Pollard (1993) trong nghiên cứu của mình đã thu thập dữ liệu 16 quốc gia OECD từ 1973 đến 1989 nhằm tìm kiếm mối quan hệ giữa mức độ độc lập của NHTW và các biến số vĩ mô của nền kinh tế. Tác giả khẳng định mức độ độc lập của NHTW có mối quan hệ ngược chiều với thâm hụt ngân sách, NHTW có tính độc lập càng cao thì tỷ lệ thâm hụt ngân sách càng giảm và ngược lại. Với một NHTW độc lập sẽ không chịu bất cứ sự chi phối, tạo áp lực nào từ phía Chính phủ trong các quan hệ cho vay theo chỉ định hay tạm ứng vốn cho ngân sách, từ đó sẽ tạo ra một kỷ luật trong chi tiêu công của Chính phủ, tăng tính minh bạch và bền vững của cán cân ngân sách.

Nghiên cứu Yannick Lucotte (2009) nhằm kiểm chứng lại tác động của mức độ độc lập NHTW đến thâm hụt ngân sách. Bằng việc sử dụng dữ liệu bảng của một lượng lớn các quốc gia đang phát triển (78 quốc gia) trong giai đoạn 1995-2004, và áp dụng 2 chỉ số mức độ độc lập của NHTW (chỉ số pháp lý và chỉ số thực tế), nghiên cứu đã cho kết quả tương tự như các nghiên cứu De Haan và Sturm (1992), Pollard (1993) khi cho rằng có một mối quan hệ ngược chiều giữa mức độ độc lập NHTW và thâm hụt NSNN ở các nước đang phát triển, nếu một quốc gia có mức độ độc lập của NHTW thấp thì xu hướng thâm hụt ngân sách tăng lên.

Mặt khác, có nghiên cứu lại chỉ ra kết quả khác biệt hoàn toàn so với các nghiên cứu trên, phải kể đến nghiên cứu của Sikken và De Haan (1998). Nhóm tác giả sử dụng các chỉ số về mức độ độc lập NHTW: Chỉ số độc lập pháp lý và chỉ số độc lập thực tế (*de jure and de facto independence*), đã đưa ra kết quả rằng không tồn tại mối quan hệ giữa mức độ độc lập NHTW và mức độ thâm hụt ngân sách trong suốt giai đoạn 1972-1989 tại 30 quốc gia đang phát triển. Hơn nữa, các tác giả cũng tìm thấy chỉ số độc lập pháp lý và chỉ số độc lập thực tế là khác biệt tại các nước đang phát triển, bởi vì chỉ số độc lập thực tế được đo lường bằng TOR (Tỷ lệ thay thế Thống đốc NHTW_Turnover rate of central bank governors) có ý nghĩa thống kê cao, trong khi đó chỉ số độc lập pháp lý được đo lường bằng chỉ số CWN (chỉ số do Cukierman, Webb and Neyapti (1992) đề xuất) ít có ý nghĩa thống kê.

Hộp 6.2: Tính độc lập của một số NHTW trên thế giới

Hệ thống ngân hàng dự trữ Liên bang Mỹ (Fed)

Hệ thống Ngân hàng Dự trữ Liên bang (Federal Reserve System – FED) ra đời và hoạt động từ năm 1915 theo “Đạo luật Dự trữ Liên bang” được Quốc Hội Mỹ thông qua năm 1913. Fed là một NHTW có tính độc lập, tự chủ cao, có thể đưa ra các quyết định độc lập mà không chịu bất kỳ sự chi phối nào từ hệ thống chính trị, gây ảnh hưởng hay làm suy giảm hiệu quả điều hành chính sách.

*** Cơ cấu tổ chức (Độc lập về nhân sự)**

FED bao gồm Hội đồng thống đốc, Ủy ban thị trường mở, 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang và các ngân hàng thành viên có sở hữu một phần ở các ngân hàng dự trữ liên bang.

Hội đồng Thống đốc gồm 7 thành viên do Tổng thống bổ nhiệm và Quốc hội phê chuẩn, mỗi thành viên có nhiệm kỳ 14 năm và không được gia hạn, trừ trường hợp thành viên được chỉ định phục vụ nốt phần chưa hoàn tất của thành viên khác thì có thể được gia hạn thêm (chẳng hạn như cựu Chủ tịch Hội đồng Alan Greenspan đã phục vụ 19 năm (1987-2016)). Tổng thống đề cử và Quốc hội phê chuẩn một Chủ tịch và một Phó Chủ tịch của FED với nhiệm kỳ 4 năm.

Ủy ban Thị trường mở Liên bang (Federal Open Market Committee - FOMC) gồm 12 thành viên: 7 Thống đốc trong Hội đồng Thống đốc, Thống



THƯ VIỆN
HUBT

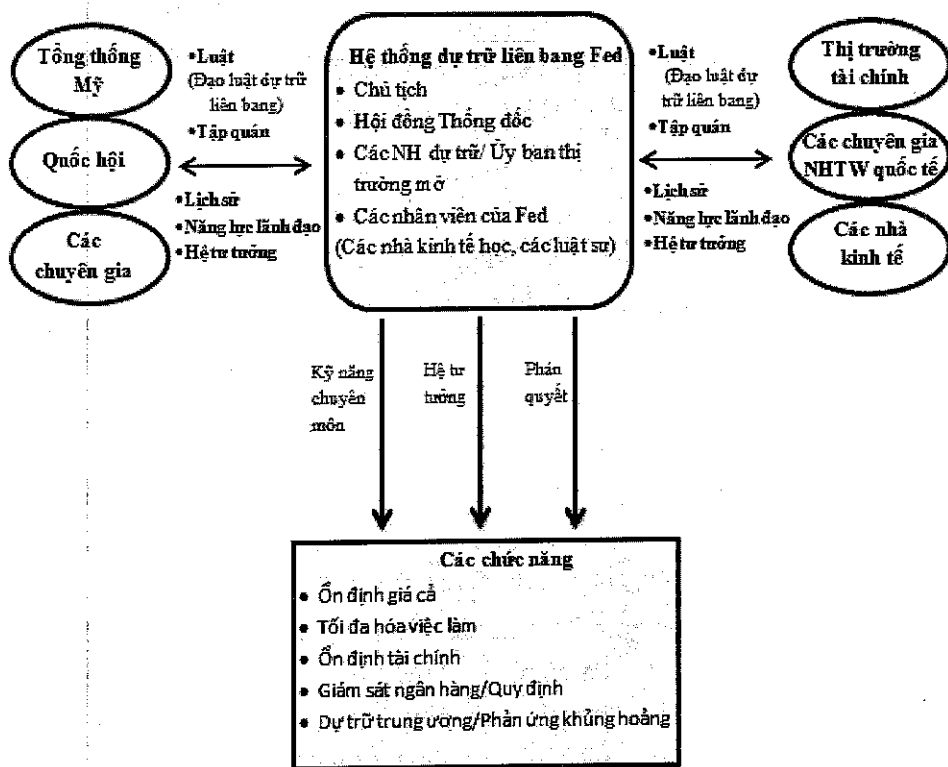
TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

đốc của NH Dự trữ Liên bang New York và 4 thành viên là Thống đốc của các ngân hàng Dự trữ Liên bang khu vực (nắm giữ luân phiên từ 2-3 năm). Chủ tịch FED chính là Chủ tịch của FOMC và Phó Chủ tịch của FOMC là Thống đốc Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York.

Các ngân hàng dự trữ liên bang khu vực: Tổng số có 12 ngân hàng Dự trữ liên bang, đại diện cho 12 bang của Mỹ, được sở hữu bởi các tổ chức tài chính, hay các ngân hàng tư nhân, trong đó có nhiều ngân hàng lớn, hoạt động theo luật pháp của địa phương

** Vị trí pháp lý (Độc lập về mục tiêu, điều hành CSTT)*

Sơ đồ 6.5. Không gian hoạch định chính sách của FED



Nguồn: Walter Bagehot

Hội đồng Thống đốc là một cơ quan độc lập, không phải tuân thủ hay chấp hành các yêu cầu của Tổng Thống hay Quốc hội. Bảy thành viên của Hội đồng hoạt động theo cơ chế dân chủ, không phải chấp hành yêu cầu của hệ thống lập pháp và hành pháp. Họ gặp gỡ, làm việc với nhau hàng tuần, và cũng

thường xuyên gặp gỡ đại diện Nhà Trắng, Hội đồng Cố vấn kinh tế của Tổng thống, lãnh đạo các Ủy ban của Quốc hội, cũng như lãnh đạo các NHTW trên khắp thế giới. Hội đồng Thống đốc xây dựng và thực thi CSTT quốc gia với mục tiêu tối đa hóa công ăn việc làm, ổn định giá cả và điều hòa lãi suất trong dài hạn; Giám sát và ban hành các quy định hoạt động của 12 Ngân hàng Dự trữ liên bang khu vực và toàn bộ hệ thống Ngân hàng trên khắp nước Mỹ.

Các Ngân hàng Dự trữ liên bang: là các ngân hàng độc lập, sở hữu tư nhân và hoạt động theo luật pháp tại Bang nơi ngân hàng hoạt động. Theo Tòa án tối cao Mỹ, các Ngân hàng Dự trữ liên bang không phụ thuộc vào Chính phủ liên bang. Tiền do FED phát hành ra được đưa vào lưu thông qua các Ngân hàng Dự trữ liên bang này.

** Độc lập về tài chính*

Thu nhập của FED rất lớn lên tới hàng chục tỷ đô la có được từ hoạt động nắm giữ chứng khoán và lãi từ các khoản cho vay các NHTM. Các khoản thu nhập này sau đó phải chuyển vào ngân khố nước Mỹ. Khoản đóng góp này rất lớn, nhưng nó không được công khai, chỉ có thể ước tính nó. Theo Mishkin (2004) số tiền đóng góp của FED vào ngân khố Mỹ khoảng 28 tỷ đô la, nhiều hơn khoản đóng góp của bất kỳ cơ quan nào trong chính phủ. Điều đáng chú ý là trong suốt lịch sử hoạt động, các giao dịch của FED chưa bao giờ được công bố, cơ quan kiểm toán của Chính phủ không bao giờ được phép thực hiện kiểm toán các giao dịch tiền tệ và ngoại hối của FED.

Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ)

Theo nghiên cứu của Alesina và Summers (1993), chỉ số độc lập của NHTW Nhật Bản là 2,5; thấp hơn so với chỉ số của Thụy Sĩ, Đức (4) và Mỹ (3,5). Do đó, BOJ có tính độc lập không cao. Theo Luật NHTW Nhật ra đời trong thập niên 1970 đã quy định mục tiêu của BOJ là *“Tối đa hóa tiềm năng của nền kinh tế”* và về cấu trúc NHTW Nhật Bản là cơ quan trực thuộc Bộ Tài chính Nhật Bản. Mặt khác, lãi suất điều hành của BOJ được quyết định bởi Hội đồng chính sách (bao gồm cả các thành viên bên ngoài NHTW), Chính phủ có quyền thay thế Thống đốc hoặc các thành viên trong Hội đồng chính sách. Tuy nhiên, kể từ sau năm 1998, Luật BOJ đã có những sửa đổi, bổ sung mới, đã đưa ra những cải cách quan trọng, làm tăng thêm tính độc lập cho BOJ. Cụ thể:



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

*** Độc lập trong thiết lập mục tiêu**

Luật BOJ mới khẳng định: “BOJ có quyền tự chủ về tiền tệ và kiểm soát tiền tệ” và mục tiêu tối cao của BOJ là ổn định giá cả, thay thế mục tiêu trong Luật cũ: “Tối đa hóa tiềm năng của nền kinh tế”. Giờ đây, NHTW Nhật có thể theo đuổi mục tiêu duy nhất và quan trọng nhất là ổn định giá cả, mà không chịu ảnh hưởng bởi các mục tiêu của Chính phủ. Đây cũng chính là mục tiêu của hầu hết các NHTW trên thế giới theo đuổi.

*** Độc lập trong lựa chọn công cụ và ra quyết định thực thi CSTT**

Luật BOJ mới cho phép BOJ có thể thành một Hội đồng chính sách gồm Thống đốc, hai Phó Thống đốc và sáu thành viên (các thành viên không nhất thiết phải là người của NHTW, nhưng cũng không được là người đại diện của Chính phủ). Các quyết định của Hội đồng được đưa ra trên cơ sở bỏ phiếu. Người đứng đầu Hội đồng này là Chủ tịch, Chủ tịch có trách nhiệm triệu tập cuộc họp, thông qua các quyết định của Hội đồng để triển khai thực hiện. Như vậy, BOJ được tự quyết định lựa chọn công cụ và điều hành CSTT mà không chịu bất kỳ sự chi phối nào của Chính phủ.

*** Độc lập về tài chính**

BOJ có cơ chế tài chính riêng trong việc thiết lập chế độ tiền lương nhằm thu hút người tài. Tuy nhiên, BOJ vẫn chịu sự chi phối của Chính phủ, phải thực hiện cung cấp các khoản vay không thể chấp cho Chính phủ nhằm hỗ trợ thâm hụt ngân sách ngắn hạn.

*** Độc lập về nhân sự**

Thủ tướng không bổ nhiệm Thống đốc mà chỉ đề xuất để Quốc hội thông qua. Còn các thành viên trong Hội đồng chính sách thì do Thủ tướng bổ nhiệm với nhiệm kỳ hoạt động 5 năm. Nhiệm kỳ của Thống đốc và các thành viên này có thể coi là ngắn khi so sánh với Mỹ (nhiệm kỳ của Thống đốc lên tới 14 năm), và do đó sẽ có thể ảnh hưởng đến các quyết định chính sách. Điểm nổi bật của Luật BOJ mới là Thủ tướng không có quyền sa thải Thống đốc và các thành viên trong Hội đồng chính sách nếu sự mâu thuẫn xảy ra liên quan đến quan điểm về CSTT, trừ trường hợp vi phạm pháp luật khác. Điều này thể hiện sự cam kết mạnh mẽ của Chính phủ trong việc tăng tính độc lập của BOJ trong quan điểm điều hành CSTT.

Mặc dù BOJ có những điểm độc lập nói trên, tuy nhiên, người ta vẫn có

quyền hoài nghi về “*tính độc lập hoàn hảo*” của BOJ, bởi vì trong Luật BOJ vẫn tồn tại một số điểm làm hạn chế tính độc lập của BOJ, đó là:

+ BOJ vẫn trực thuộc Bộ Tài chính

+ BOJ phải duy trì mối quan hệ thường xuyên với Chính phủ, và Bộ Tài chính trong việc trao đổi, chia sẻ quan điểm chính sách. Phải báo cáo định kỳ, trách nhiệm giải trình kết quả điều hành CSTT cho Bộ Tài chính, Quốc hội.

+ Nhiệm kỳ của Thống đốc ngân (chỉ có 5 năm)

+ BOJ phải chịu áp lực tài trợ ngân sách thâm hụt ngân hạn thông qua các khoản tín dụng không thể chấp cho Chính phủ

Ngân hàng nhân dân Trung quốc (PBC)

Ngân hàng nhân dân Trung Quốc được thành lập vào 01/12/1948 trên cơ sở hợp nhất 3 ngân hàng: Ngân hàng Hoa Bắc, Ngân hàng Bắc Hải và Ngân hàng Nông dân Tây Bắc. Đến tháng 9/1983, Hội đồng Nhà nước quyết định PBC hoạt động như một NHTW.

*** Vị trí pháp lý**

Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc là cơ quan trực thuộc của Chính phủ và thuộc sở hữu nhà nước. Toàn bộ vốn của PBC do Nhà nước cấp. Điều này được thể hiện trong Luật PBC năm 1995, được sửa đổi bổ sung vào năm 2003 quy định: “*Ngân hàng nhân dân Trung Quốc là NHTW của nước Cộng hòa nhân dân Trung Hoa. Dưới sự lãnh đạo của Quốc vụ viện, Ngân hàng nhân dân Trung Quốc hoạch định và thực thi CSTTQG, ngăn ngừa và hạn chế rủi ro tài chính và duy trì sự ổn định tài chính*” (Điều 2); “*Toàn bộ vốn của Ngân hàng nhân dân Trung Quốc do nhà nước cấp và thuộc sở hữu của nhà nước*” (Điều 8).

*** Cơ cấu tổ chức và nhân sự**

PBC gồm 18 Vụ, phòng và cơ quan chức năng; 9 đơn vị trực thuộc; 9 chi nhánh khu vực; và 6 văn phòng đại diện nước ngoài

PBC được điều hành bởi Thống đốc, một số Phó Thống đốc và Hội đồng CSTT quốc gia. Vị trí Thống đốc do Thủ tướng Quốc vụ viện đề cử và Quốc hội quyết định. Khi chưa đến kỳ họp Quốc hội thì việc bổ nhiệm Thống đốc do Ủy ban Thường vụ Quốc hội quyết định và do Chủ tịch nước bổ nhiệm hoặc miễn nhiệm. Các Phó Thống đốc do Thủ tướng Quốc vụ viện bổ nhiệm hoặc miễn nhiệm (Điều 10).



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Thông đốc chịu trách nhiệm toàn bộ trong điều hành công việc của cả hệ thống ngân hàng, các Phó Thông đốc trợ giúp Thông đốc hoàn thành trách nhiệm (Điều 11).

Hội đồng CSTT quốc gia được thành lập bởi PBC, có chức năng, nhiệm vụ xây dựng, hoạch định và điều hành CSTT quốc gia, và báo cáo kết quả lên Ủy ban thường vụ Quốc hội.

** Nhiệm vụ của PBC*

Dưới sự lãnh đạo của Hội đồng Nhà nước, PBC xây dựng và thực thi CSTT nhằm mục tiêu duy trì ổn định giá trị tiền tệ, và qua đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế; ngăn chặn và giảm thiểu rủi ro tài chính và duy trì sự ổn định tài chính. Thực hiện các hoạt động kinh doanh độc lập theo quy định của pháp luật và không chịu sự can thiệp của bất kỳ chính quyền địa phương, cơ quan Chính phủ các cấp, các tổ chức hoặc cá nhân nào.

PBC phải báo cáo Hội đồng Nhà nước về các quyết định liên quan đến lượng cung tiền hàng năm, tỷ giá, lãi suất và các vấn đề khác và phải được Hội đồng nhà nước chấp thuận trước khi có hiệu lực.

PBC phải báo cáo về điều hành CSTT và hoạt động của hệ thống tài chính với Ủy ban thường vụ Quốc hội.

Ngân hàng Trung ương Thái Lan (BOT)

NHTW Thái Lan bắt đầu hoạt động từ ngày 10/12/1942, nhiệm vụ và chức năng của BOT được quy định cụ thể trong Luật NHTW Thái Lan B.E.2485 và được sửa đổi tại Bộ Luật B.E.2008. Cụ thể, theo Điều 5, Chương 2 Luật NHTW BOT mới quy định: *"NHTW Thái Lan gọi là Ngân hàng Thái Lan (BOT) có tư cách pháp nhân, là cơ quan nhà nước, không phải là cơ quan Chính phủ, không phải là doanh nghiệp Nhà nước theo luật Ngân sách và các Bộ luật khác"*. Ngoài ra, Luật BOT đã đưa ra một số yếu tố quan trọng thể hiện tính độc lập của NHTW: Tính tự chủ trong hoạt động; Tình trạng thể chế (Vị thế chính trị); Trách nhiệm giải trình và tính minh bạch. Cụ thể như sau:

** Tự chủ trong thiết lập mục tiêu và thực thi CSTT*

Luật BOT mới quy định, mục tiêu CSTT mà BOT theo đuổi là duy trì sự ổn định giá trị tiền tệ, ổn định hệ thống tài chính và hệ thống thanh toán quốc gia (Điều 7). BOT xem mục tiêu quan trọng nhất là ổn định giá cả, mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng kinh tế chỉ là thứ yếu, không phải là nhiệm vụ trọng tâm



của BOT. Trên cơ sở mục tiêu được xác định, BOT thực hiện điều hành CSTT lấy lạm phát làm mục tiêu. Định kỳ hàng năm, BOT đưa ra mức lạm phát mục tiêu cụ thể và công khai ra toàn quốc. Lãi suất chính sách được coi là công cụ hàng đầu trong việc điều hành CSTT của BOT và luôn được công bố rõ ràng với vai trò là tín hiệu của chính sách và công cụ định hướng thị trường.

** Tự chủ trong hoạt động*

Nhiệm vụ của BOT được quy định rõ trong Luật BOT mới gồm: Phát hành tiền; Xây dựng và thực thi CSTT; Điều hành chính sách tỷ giá phù hợp với Luật Tiền tệ; Kiểm soát tỷ giá theo quy định của pháp luật về quản lý ngoại hối; Quản lý dự trữ ngoại hối; Đóng vai trò là ngân hàng của các TCTD; Thanh tra và giám sát các tổ chức tài chính; Giám sát và quản lý hệ thống thanh toán; Đóng vai trò là ngân hàng của Chính phủ, làm đại lý phát hành chứng khoán Chính phủ.

** Tình trạng thể chế (Vị thế chính trị)*

Luật BOT mới đã tăng mức độ độc lập cho BOT về mặt nhân sự: Thống đốc và các Phó thống đốc có nhiệm kỳ 5 năm và có thể được bổ nhiệm lại khi hết nhiệm kỳ, nhưng không nắm giữ quá 2 nhiệm kỳ.

Hội đồng điều hành BOT bao gồm Chủ tịch được bổ nhiệm bởi Quốc Vương, Thống đốc (là Phó chủ tịch), 3 Phó thống đốc, 1 đại diện của cơ quan phát triển KT-XH quốc gia, Giám đốc của văn phòng chính sách tài khóa, và 5 chuyên gia được đề xuất bởi Bộ trưởng. Các thành viên của Hội đồng này sẽ có nhiệm kỳ cố định luân phiên nhau (3 năm), họ cũng có thể xin thôi việc, rời khỏi Hội đồng trước khi hết nhiệm kỳ nếu có lý do chính đáng.

BOT không phải tài trợ cho Chính phủ khi ngân sách bị thâm hụt, trừ trường hợp khẩn cấp

Luật BOT mới cũng quy định cần phải hình thành 3 Hội đồng:

+ Hội đồng quản trị: Có chức năng nhiệm vụ giám sát, kiểm tra, kiểm soát toàn bộ hoạt động điều hành chung của BOT

+ Hội đồng CSTT: Chức năng nhiệm vụ chính là xây dựng và thực thi CSTT và thực hiện các nhiệm vụ mà Hội đồng quản trị yêu cầu

+ Hội đồng chính sách về các tổ chức tài chính: Có nhiệm vụ và trách nhiệm trong việc xây dựng và thực hiện các chính sách liên quan đến giám sát, kiểm tra các tổ chức tài chính. Nó cũng thực hiện các nhiệm vụ mà Hội đồng quản trị giao cho.

Trong đó, đáng chú ý là Hội đồng CSTT và Hội đồng chính sách các tổ chức tài chính có nhiều thành viên là các chuyên gia kinh tế (khoảng 6 người được bổ nhiệm từ bên ngoài có nền tảng kiến thức vững về kinh tế vĩ mô, tài chính hoặc ngân hàng). Điều này cho thấy cơ cấu tổ chức của các Hội đồng này đang hướng đến mô hình “chuyên gia”, ở đó các thành viên Hội đồng phần lớn là các chuyên gia kinh tế đến từ bên ngoài NHTW – đó là xu thế mà các nền kinh tế tiên tiến trên thế giới đang áp dụng

** Trách nhiệm giải trình và tính minh bạch*

BOT phải chịu trách nhiệm giải trình không chỉ trước Chính phủ, mà còn đối với công chúng thông qua Quốc hội. Theo Luật BOT mới, hàng năm BOT phải công bố các mục tiêu CSTT, trình Chính phủ phê duyệt. Cứ 6 tháng một lần, BOT phải thông báo định hướng điều hành CSTT, các hướng dẫn thực hiện chính sách và đánh giá kết quả điều hành CSTT trong 6 tháng đã qua cho Ủy ban Quốc hội và Chính phủ. Hàng năm, Hội đồng điều hành BOT phải trình báo cáo cho Bộ trưởng Bộ Tài chính, Chính phủ và Quốc hội về hoạt động của ngành ngân hàng trong năm. Thống đốc của BOT cũng phải thông báo công khai định kỳ 3 tháng một lần về nội dung các cuộc họp của Hội đồng CSTT.

Theo Luật BOT mới, BOT đã có được mức độ tự chủ cao hơn trong việc xây dựng và thực thi CSTT, và tất nhiên sự độc lập tăng lên này cần phải được kết hợp với trách nhiệm giải trình. Ngoài ra, việc tăng tính minh bạch của BOT là cần thiết vì nó sẽ giúp công chúng có cơ sở để đánh giá các chính sách mà BOT áp dụng. Do đó, sẽ làm cho BOT quản lý CSTT một cách hiệu quả hơn và đáng tin cậy hơn.

6.3. CHỨC NĂNG CỦA NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG

6.3.1. Ngân hàng Trung ương là ngân hàng phát hành

NHTW ra đời sau khi vai trò độc quyền phát hành đã được ấn định vào ngân hàng phát hành và là cơ sở để NHTW có thể thực hiện các chức năng khác. Độc quyền phát hành tiền có nghĩa là NHTW là người duy nhất được phép phát hành tiền theo các quy định trong luật hoặc được Chính phủ phê duyệt (mệnh giá tiền, loại tiền, mức phát hành...) nhằm đảm bảo thống nhất và an toàn cho hệ thống lưu thông tiền tệ của quốc gia. Giấy bạc và tiền kim khí là phương tiện thanh toán hợp pháp duy nhất trong cả nước và được thanh toán không hạn chế. Vì đây là đồng tiền có quyền lực mạnh và là cơ sở tạo tiền gửi

của ngân hàng trung gian do đó mà mọi hoạt động cung ứng tiền của NHTW sẽ ảnh hưởng đến tổng phương tiện thanh toán trong xã hội và do đó mà ảnh hưởng đến toàn bộ nền kinh tế. Cho nên vai trò độc quyền không chỉ đề cập đến quyền lực mà còn ngụ ý trách nhiệm của NHTW trong việc xác định số lượng tiền cần phát hành và thời điểm phát hành cũng như phương thức phát hành để đảm bảo sự ổn định tiền tệ và phát triển kinh tế.

Sở dĩ quyền lực phát hành giấy bạc tập trung vào một ngân hàng là vì:

1/ Các Chính phủ các nước muốn kiểm soát sự biến động của lượng tiền trong lưu thông trong phạm vi toàn quốc. Điều này cũng có thể thực hiện được nếu như Nhà nước là người phát hành tiền, nhưng kinh nghiệm thực tế đã cho thấy rằng, khi Chính phủ phát hành tiền thì việc kiểm soát và hạn chế khối lượng phát hành rất khó.

2/ Lượng tiền trong lưu thông giờ đây bao gồm cả tiền mặt và tiền gửi ở ngân hàng. Sự mở rộng các hoạt động tín dụng sẽ làm tăng nhu cầu tiền tiền mặt. Vì thế khi nắm vai trò độc quyền phát hành, NHTW có cơ hội để kiểm soát khả năng mở rộng tín dụng và do đó điều chỉnh lượng tiền cần phát hành.

3/ Giấy bạc do NHTW phát hành - một ngân hàng nhận được sự ưu đãi tối ưu từ Chính phủ - sẽ có uy tín cao trong lưu thông.

4/ Việc phát hành tiền mang lại lợi nhuận, vì thế tốt nhất nên được tập trung vào một ngân hàng để tiện cho việc phân phối và sử dụng nguồn lợi đó một cách thích hợp.

Nguyên tắc phát hành tiền:

Việc tuân thủ các nguyên tắc phát hành tiền nhằm hình thành các căn cứ để kiểm soát lượng tiền trong lưu thông, đảm bảo đủ phương tiện tiền tệ cho nhu cầu lưu thông hàng hoá và giữ cho lưu thông tiền tệ ổn định. Thực chất, các nguyên tắc phát hành tiền là nhằm đảm bảo tính chất khan hiếm của tiền tệ.

**** Nguyên tắc phát hành tiền dựa trên cơ sở có trữ kim bảo đảm***

Chế độ này quy định giấy bạc ngân hàng phát hành vào lưu thông phải được bảo đảm bằng trữ kim hiện hữu trong kho của ngân hàng. Tuy nhiên mỗi nước và mỗi thời kỳ áp dụng nguyên tắc phát hành này khác nhau. Nói chung có 3 hình thức duy trì đảm bảo trữ kim cho giấy bạc phát hành.

Thứ nhất: Nhà nước quy định một hạn mức phát hành. Khối lượng phát hành nằm trong hạn mức pháp định chỉ cần đảm bảo bằng chứng khoán của

Chính phủ, số phát hành vượt mức đó phải có đảm bảo bằng vàng 100%. Hệ thống này được áp dụng tại Anh vào năm 1844 - 1938 (sau đó được áp dụng ở các nước: Italy, Nhật Bản, Thụy Điển, Na Uy và Phần Lan) và bị phê phán là quá cứng nhắc, gây nên sự thiếu hụt tiền tệ trong lưu thông, đặc biệt khi có sự chảy máu vàng ra khỏi quỹ của NHTW hoặc khi có nhu cầu đột biến về tiền tệ. Trong thực tế từ 1928 hạn mức pháp định được điều chỉnh liên tục bởi sự thay đổi thường xuyên của nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế.

Thứ hai: Nhà nước quy định mức tối đa lượng giấy bạc trong lưu thông và không quy định mức dự trữ vàng làm đảm bảo cho lượng giấy bạc đó. Hệ thống này được áp dụng ở Pháp từ 1870 - 1928 và ở Anh, Nhật từ 1939 - 1941. Tuy nhiên khác với hệ thống ở Pháp (lượng giấy bạc tối đa không được phép thay đổi), Chính phủ các nước Anh, Nhật được quyền điều chỉnh để tăng hạn mức phát hành bất kỳ khối lượng nào và vào bất kỳ thời gian nào trong giai đoạn quy định, vì thế nó linh hoạt hơn chế độ phát hành của Pháp. Kết quả là hạn mức phát hành của Anh tăng lên đến 3.700 triệu Bảng vào năm 1971 so với 580 triệu Bảng vào 9/1939.

Thứ ba: Nhà nước quy định mức dự trữ vàng tối thiểu cho khối lượng giấy bạc phát hành. Phần còn lại được đảm bảo bằng các thương phiếu, chứng khoán Chính phủ và các tài sản Có khác. Hệ thống phát hành này được áp dụng rộng rãi ở các NHTW được thành lập sau 1928, nhưng nguyên tắc của nó đã bắt đầu được biết đến từ nửa đầu thế kỷ thứ 19 tại Hà Lan (40% dự trữ vàng cho tổng lượng tiền phát hành) và Bỉ (1/3 dự trữ vàng). Vào cuối thế kỷ thứ 19, Đức bổ sung thêm quy định phát hành vượt mức. Theo quy định này, lượng giấy bạc phát hành vượt quá một mức nhất định nào đó phải được đảm bảo 100% bằng vàng hoặc phải chịu một thuế suất là 5% tính trên số tiền phát hành vượt mức. Vào năm 1913, Mỹ đã làm linh hoạt thêm hệ thống này bằng quy định 35% dự trữ vàng so với tổng số tiền gửi ngân hàng cùng với 40 % dự trữ cho tiền giấy phát hành, và sau đó cho phép dự trữ vàng có thể thiếu hụt tạm thời so với quy định đồng thời mở rộng loại tài sản có thể sử dụng để làm đảm bảo cho 60% số tiền phát hành còn lại.

Mặc dù các quy định bổ sung của các nước làm cho nguyên tắc dự trữ vàng trở nên linh hoạt hơn đối với hoạt động phát hành của NHTW, nhưng nhiều quốc gia, có thể do áp lực của cuộc khủng hoảng 30-33 hoặc do ảnh hưởng của các điều kiện sau chiến tranh, đã giảm, ngừng hoặc huỷ bỏ yêu cầu dự trữ vàng cho lượng tiền phát hành. Trào lưu này là bước khởi đầu của sự chuyển đổi cơ

chế phát hành tiền nhằm đảm bảo tính linh hoạt đang ngày càng tăng lên trong hoạt động phát hành tiền của NHTW.

** Nguyên tắc phát hành có đảm bảo bằng hàng hoá:*

Hạn chế chủ yếu của đảm bảo bằng trữ kim là sự thiếu linh hoạt của khối lượng tiền phát hành và phần nào tách rời khối lượng tiền phát hành khỏi nhu cầu lưu thông hàng hoá. Khi duy trì chế độ phát hành này, Chính phủ các nước thường đưa ra các quy chế bổ sung nhằm làm tăng tính linh hoạt của nó. Vì thế sự nghiêm ngặt của yêu cầu dự trữ vàng ngày càng giảm. Sau khủng hoảng kinh tế tài chính 1929-1933 cùng với sự sụp đổ của chế độ bản vị vàng dưới mọi hình thức, và đặc biệt là sau Chiến tranh Thế giới thứ II, thì yêu cầu dự trữ vàng cho khối lượng phát hành hầu như chấm dứt. Đảm bảo duy nhất của khối lượng tiền trong lưu thông giờ đây là hàng hoá thông qua các chứng khoán Chính phủ hoặc các giấy nhận nợ được phát hành bởi các doanh nghiệp.

Theo Irving Fisher, yêu cầu phát hành tiền trên cơ sở đảm bảo bằng hàng hoá ký quỹ là nhằm mục đích duy trì một lượng tiền vừa đủ cho nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế. Phương trình trao đổi của ông chỉ ra rằng: lượng tiền danh nghĩa cần thiết cho nền kinh tế (M) được quyết định bởi ba yếu tố: P- mức giá cả hàng hoá, T- tổng sản lượng và V- số vòng quay bình quân của tiền tệ theo công thức: $M = P.T / V$. Căn cứ vào các mối liên hệ trong công thức, giả thiết rằng V không thay đổi hoặc thay đổi không đáng kể, mức giá cả sẽ ổn định nếu sự biến đổi của M phụ thuộc vào sự biến động của sản lượng T. Nếu sản lượng có xu hướng tăng thì lượng tiền cần phát hành sẽ tăng và ngược lại, nếu sản lượng giảm xuống, lượng tiền lưu thông sẽ giảm xuống. Luận điểm này chi phối nguyên tắc phát hành của NHTW khi cái “neo” dự trữ vàng không còn nữa. NHTW chỉ phát hành tiền khi có các khoản ký gửi dưới dạng vàng, ngoại tệ, tín phiếu, trái phiếu Chính phủ hoặc thương phiếu được phát hành bởi các doanh nghiệp phản ánh một lượng hàng hoá, dịch vụ mới sản xuất ra. Khi lượng ký gửi giảm xuống cũng có nghĩa là một bộ phận tiền tương ứng được trả lại NHTW.

Theo cơ chế này, Nhà nước không khống chế cứng nhắc một lượng giấy bạc phát hành vào lưu thông. Thay vào đó, việc tính toán khối lượng tiền vào lưu thông căn cứ vào nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế và được phát ra trên cơ sở khối lượng hàng hoá và dịch vụ luân chuyển được thể hiện bằng các giấy tờ có giá của Chính phủ hoặc doanh nghiệp. NHTW có thể điều chỉnh linh hoạt khối lượng tiền phát hành phù hợp với sự biến động của nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế trong từng thời kỳ và đảm bảo lưu thông tiền tệ ổn định.

- Dự tính khối lượng tiền MB cần phát hành

Mức tiền cần đưa vào lưu thông phải căn cứ vào nhu cầu tiền tệ dự tính trong một giai đoạn nhất định. Việc dự tính mức cầu tiền tệ có thể dựa vào đẳng thức thuyết số lượng tiền tệ $MV = PQ$, trong đó nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế được quyết định bởi tổng sản phẩm quốc dân thực tế, sự biến động giá cả dự tính và tốc độ lưu thông tiền tệ theo công thức:

$$M^* = P^* + Q^* - V^*$$

Trong đó, M^* là tốc độ tăng tiền cung ứng,

P^* : mức biến động giá dự tính,

Q^* : tỷ lệ tăng trưởng thực tế dự tính,

V^* : sự biến động tốc độ lưu thông tiền tệ dự tính

Đây là số dự đoán, vì thế trong thời gian thực hiện NHTW cần căn cứ vào các tín hiệu của thị trường như: giá cả, lãi suất và tỷ giá để điều chỉnh lượng tiền cung ứng cho phù hợp. Trên cơ sở xác định được khối lượng tiền cung ứng cần thay đổi và hệ số tạo tiền m dự tính, theo công thức: $MS = MB \times m$, NHTW có thể xác định được lượng tiền trung ương cần tăng thêm bao nhiêu theo công thức $MB = MS/m$ để có thể đạt được mức MS mong muốn.

Trước năm 1992, việc tính toán khối lượng tiền cần phát hành hàng năm ở Việt Nam thực chất là tính toán khối lượng tiền mặt cần phát hành. Nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế được xác định thông qua cân đối tiền mặt của các ngân hàng mà không tính đến nhu cầu tiền được hình thành qua kênh tín dụng trên cơ sở số dư dự trữ của hệ thống ngân hàng. Cách tính này đã tạo nên sự khan hiếm tiền mặt và gây áp lực đối với dự trữ tiền mặt của hệ thống ngân hàng trong suốt thập kỷ 80.

Từ 1992 - 1995 cùng với sự thay đổi căn bản quan niệm về lượng tiền cung ứng, khối lượng tiền cần phát hành được tính trên cơ sở tính toán mức tiền cung ứng tăng thêm vào đầu kỳ kế hoạch dựa vào các yếu tố: Tỷ lệ tăng trưởng kinh tế dự kiến, tỷ lệ lạm phát dự tính, sự thay đổi tốc độ lưu thông tiền tệ và các nhân tố khác.

$$\begin{array}{l} \text{Lượng tiền cung} \\ \text{ứng tăng thêm} \\ \text{trong kỳ} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Lượng tiền} \\ \text{lưu thông} \\ \text{đầu kỳ} \end{array} \times \left[\begin{array}{l} \text{Tỷ lệ tăng} \\ \text{trưởng kinh tế} \\ \text{dự tính} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Tỷ lệ lạm} \\ \text{phát dự} \\ \text{tính} \end{array} \right]$$



Căn cứ vào kết quả này, NHNN xác định lượng tiền cần phát hành thêm ra lưu thông. Ngoài ra NHNN có thể xem xét đến các yếu tố khác để điều chỉnh số liệu này; thí dụ: sự chênh lệch giữa tốc độ tăng tiền và tỷ lệ GDP danh nghĩa trong quá khứ, hoặc những cam kết của NHNN với IMF về tốc độ tăng tiền...

Thí dụ: Lượng tiền cần phát hành thêm năm 1995 được dự tính như sau:

+ Định hướng phát triển kinh tế năm 1995 của Chính phủ là:

- Tăng trưởng kinh tế đạt ở mức 9 -10%
- Kim giữ lạm phát ở mức không quá 10%
- Bội chi ngân sách ở mức 4-4,5%.

Để đảm bảo các chỉ tiêu kinh tế trên, tổng lượng tiền cung ứng tăng hợp lý ở mức 19 - 20%. Tuy nhiên, vì tỷ lệ lạm phát được tính trên cơ sở rổ hàng hoá tiêu dùng được chọn, không phản ánh đầy đủ mức biến động giá của tổng hàng hoá đang lưu thông nên mức tăng của tiền cung ứng có thể cao hơn một chút khoảng từ 20 - 22%

+ Lượng tiền cung ứng dự tính đến cuối năm 1994 là 45.000 tỷ đồng.

Lượng tiền cần phát hành thêm năm 1995 là $45.000 \text{ tỷ đồng} \times 22\% = 9900 \text{ tỷ đồng}$. Số lượng tiền này được phân bổ cho các mục tiêu dự trữ ngoại tệ và tăng khối lượng tín dụng qua hệ thống NHTM theo quyết định của Chính phủ.

Theo cách xác định này, hệ số tạo tiền cũng như sự biến động của tài sản Có ngoại tệ ròng không được tính đến. Vì thế lượng tiền trung ương cần phát hành vượt quá nhu cầu tiền tệ thực tế, từ đó gây khó khăn cho việc kiểm soát sự biến động khối lượng tiền cung ứng.

Từ 1996 đến nay, NHNN áp dụng phương pháp xác định lượng tiền trung ương cần phát hành theo đúng nguyên lý với hai bước:

Bước 1: Dự tính sự biến động tổng lượng tiền cung ứng MS căn cứ vào các nhân tố ảnh hưởng đến nhu cầu tiền tệ:

- + Mức tăng trưởng kinh tế dự kiến.
- + Tỷ lệ lạm phát dự kiến.
- + Sự biến động tốc độ lưu thông tiền tệ dự kiến

Hiện nay vì kỹ thuật thống kê và các dữ liệu cơ sở của thống kê cũng như khả năng dự báo của NHNN chưa được chính xác, nên các chỉ số dự tính về lạm phát, tăng trưởng và tốc độ lưu thông tiền tệ chưa đủ tin cậy để làm căn cứ dự báo khối lượng tiền cung ứng tăng thêm. Vì thế cùng với kết quả trên, NHNN còn xem xét đến sự biến động của nguồn đối ứng tiền tệ gồm: tài sản

có ngoại tệ ròng và tín dụng trong nước để xác định mức tăng lên của lượng tiền cung ứng trong kỳ kế hoạch

Bước 2: Xác định lượng tiền trung ương cần tăng thêm trên cơ sở dự đoán sự biến động của hệ số gia tăng tiền và lượng tiền cung ứng ở bước 1.

- Kênh phát hành tiền

Sau khi lượng tiền trung ương cần tăng thêm trong kỳ kế hoạch đã được chuẩn y, NHTW có trách nhiệm đưa chúng ra lưu thông thông qua các kênh phù hợp với mục đích sử dụng. Các kênh phát hành có thể bao gồm:

*** Phát hành cho Ngân sách Nhà nước vay**

Chính phủ đi vay khi NSNN rơi vào tình trạng thiếu hụt tạm thời trong năm tài chính hoặc bội chi dự tính vào cuối năm tài chính. Có ba nguồn Chính phủ có thể vay: i/ Vay của dân bằng cách phát hành trái phiếu Kho bạc; ii/ Vay của nước ngoài; iii/ Vay của NHTW. Trong đó hình thức vay dân không làm biến động lượng tiền cung ứng (tuy nhiên nếu Chính phủ vay của các NHTM thì sẽ làm cho lượng tiền cung ứng tăng lên). Khi công chúng mua trái phiếu Kho bạc do Nhà nước phát hành, tiền được phân phối lại từ tay công chúng đến tay Nhà nước mà không làm thay đổi tổng lượng tiền cung ứng. Mặc dù các khoản vay của Chính phủ có thể gây nên hiệu ứng “crowding out”; đẩy lãi suất thị trường lên và làm giảm nhu cầu đầu tư tư nhân, nhưng đây vẫn là phương pháp bù đắp thiếu hụt ngân sách được sử dụng ở hầu hết các quốc gia trên thế giới.

Để đảm bảo nguyên tắc phát hành tiền, khi vay tiền NHTW yêu cầu Chính phủ phải có tài sản thế chấp dưới các hình thức: vàng (hoặc các chứng nhận bằng vàng); các loại ngoại tệ mạnh; trái phiếu Chính phủ; cổ phiếu doanh nghiệp khu vực công cộng; cổ phiếu ở các công ty liên doanh khai thác tài nguyên hoặc sản xuất khác... Các tài sản đảm bảo này giúp cho NHTW có thể thu hút lượng tiền trong lưu thông qua các hoạt động của nó trên thị trường mở.

Tuy nhiên hành vi cung ứng tiền cho NSNN chi tiêu (dù có đảm bảo) sẽ làm yếu năng lực kiểm soát tiền tệ của NHTW và chứa đựng nguy cơ lạm phát tiềm năng. Vì thế kênh phát hành này ngày càng ít được sử dụng ở hầu hết các nước trên thế giới.

*** Phát hành qua nghiệp vụ thị trường mở**

Trong điều kiện TTTC phát triển, NHTW thực hiện việc mua, bán thường xuyên các chứng từ có giá ngắn hạn nhằm điều tiết khối lượng tiền trung ương. Khi NHTW muốn thu hẹp khối lượng tiền trung ương nó thực hiện nghiệp vụ

bán các chứng khoán ngắn hạn. Ngược lại, nếu muốn làm tăng lượng tiền trung ương từ đó mà tăng tiền cung ứng, NHTW mua các chứng khoán ngắn hạn đang được sở hữu bởi công chúng hoặc các NHTM. Thông qua hoạt động này NHTW vừa thực hiện phát hành tiền thêm ra lưu thông vừa thực hiện việc điều tiết khối lượng tiền sẵn có trong lưu thông.

** Phát hành qua các ngân hàng trung gian*

NHTW có thể phát hành tiền trung ương thông qua hành vi cấp tín dụng nhằm bổ sung nhu cầu vốn khả dụng cho các ngân hàng trung gian khi các nguồn bổ sung khác như: bán chứng khoán hoặc tài sản Có; phát hành chứng khoán để thu hút vốn; vay các ngân hàng trung gian hoặc các tổ chức tài chính khác, không đủ bù đắp. NHTW cho các ngân hàng trung gian vay dưới hình thức tái chiết khấu với mức lãi suất tái chiết khấu được công bố. Bằng cách thay đổi hạn mức tái chiết khấu và lãi suất tái chiết khấu, Ngân hàng Trung ương có thể ảnh hưởng đến khả năng cho vay của các ngân hàng trung gian, từ đó mà thay đổi tổng lượng tiền trong lưu thông. Như vậy, đây vừa là kênh phát hành tiền vừa là công cụ của NHTW để điều tiết lượng tiền cung ứng.

** Phát hành qua thị trường vàng và ngoại tệ*

NHTW tham gia thị trường ngoại tệ nhằm duy trì dự trữ ngoại hối Nhà nước và điều tiết tỷ giá khi cần thiết. Đồng thời với việc mua vàng và ngoại tệ trực tiếp trên thị trường, NHTW thực hiện việc phát hành thêm tiền ra lưu thông. Hoạt động này làm tăng hạng mục vàng và ngoại tệ bên tài sản Có của bảng tổng kết tài sản NHTW đồng nghĩa với việc tăng khối lượng tiền mặt trong nền kinh tế một khoản tương đương với phát sinh bên tài sản Có.

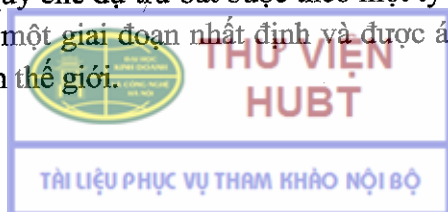
6.3.2. Ngân hàng Trung ương là ngân hàng của các ngân hàng

Khi thực hiện chức năng này NHTW cung ứng đầy đủ các dịch vụ của một ngân hàng cho các ngân hàng trung gian. Bao gồm:

6.3.2.1. Mở tài khoản và nhận tiền gửi của các ngân hàng trung gian

+ Tiền gửi dự trữ bắt buộc

Hoạt động TGTC của các ngân hàng buộc nó phải dự trữ một lượng tiền mặt nhất định để đảm bảo nhu cầu rút tiền mặt của khách hàng. Các khoản dự trữ này ban đầu do các ngân hàng trung gian tự quyết định và để tại quỹ của họ, sau đó được gửi tại tài khoản tiền gửi ở NHTW. Đạo luật Dự trữ liên bang Mỹ 1913 đã đưa ra quy chế dự trữ bắt buộc theo một tỷ lệ nhất định trên tổng số dư tiền gửi trong một giai đoạn nhất định và được áp dụng hầu hết ở các NHTW các nước trên thế giới.



Chức năng ban đầu của dự trữ bắt buộc là nhằm đảm bảo khả năng thanh toán trước nhu cầu rút tiền mặt của khách hàng, và do đó hạn chế khả năng rủi ro thanh khoản cho cả hệ thống. Tuy nhiên theo thời gian ý nghĩa của chức năng này giảm dần. Cùng với sự phát triển của TTTC và xu hướng chứng khoán hoá trong hoạt động ngân hàng, khả năng thanh khoản của tài sản Có và do đó khả năng đáp ứng nhanh chóng nhu cầu tiền mặt của các ngân hàng tăng lên. Bên cạnh đó, các hình thức bảo hiểm tiền gửi ra đời làm yên lòng những người gửi tiền và giảm bớt khả năng xảy ra nhu cầu rút tiền bất thường. Vì những lý do đó, tỷ lệ dự trữ bắt buộc ngày càng giảm ở hầu hết các quốc gia, đặc biệt trong thập kỷ vừa qua, tới mức nó không còn ý nghĩa đảm bảo an toàn nữa. Hiện nay dự trữ bắt buộc được nói đến với tư cách là công cụ của CSTT. Việc nắm giữ thường xuyên bộ phận dự trữ luôn bằng một tỷ lệ nhất định của tổng tài sản Nợ (chủ yếu là nguồn tiền gửi) giúp NHTW có thể kiểm soát và điều tiết được khả năng mở rộng tiền gửi tối đa của cả hệ thống ngân hàng.

Hiện nay, phần lớn NHTW các nước quản lý dự trữ bắt buộc căn cứ vào tỷ lệ phần trăm quy định trên số dư tiền gửi bình quân ngày của ngân hàng trong một thời kỳ nào đó. Kết quả này sẽ được sử dụng làm chỉ tiêu duy trì dự trữ cho thời kỳ tiếp theo.

Các quản lý này cho phép biết trước mức dự trữ bắt buộc phải duy trì trong suốt thời kỳ. Điều này giúp các ngân hàng chủ động điều chỉnh mức dự trữ thực tế vào cuối thời kỳ để đảm bảo yêu cầu dự trữ. Tuy nhiên nếu trong thời kỳ số dư tiền gửi biến động mạnh thì phương pháp quản lý này có thể làm cho tỷ lệ dự trữ bắt buộc thực tế lớn hơn hoặc nhỏ hơn tỷ lệ được yêu cầu, vì thế giảm tính hiệu quả của công cụ dự trữ bắt buộc

Tiền gửi thanh toán

Ngoài khoản dự trữ bắt buộc, các ngân hàng trung gian phải duy trì thường xuyên một lượng tiền gửi trên tài khoản tại NHTW đủ để thực hiện các nhu cầu chi trả trong thanh toán với các ngân hàng khác hoặc đáp ứng các nhu cầu giao dịch với NHTW, chẳng hạn: các khoản chi trả liên quan đến các khoản vay của NHTW.

Trong thực tế các ngân hàng có thể duy trì mức dự trữ lớn hơn mức cần thiết nói trên; do điều kiện kinh doanh cụ thể của ngân hàng, do không cho vay hết hoặc không tìm kiếm được cơ hội đầu tư an toàn. Phần dự trữ này gọi là dự trữ vượt mức. Sự tăng lên hay giảm xuống của dự trữ vượt mức phản ánh tình

trạng thừa hay thiếu vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng và là chỉ tiêu định hướng điều hành CSTT.

6.3.2.2. Là trung tâm thanh toán cho hệ thống ngân hàng trung gian

Dịch vụ này được thực hiện đầu tiên bởi Ngân hàng Anh và sau đó được áp dụng ở hầu hết các NHTW khác khi chúng trở thành nơi tập trung các khoản dự trữ của các ngân hàng trung gian.

Vì các ngân hàng trung gian đều mở tài khoản và ký gửi các khoản dự trữ bắt buộc và dự trữ vượt mức tại NHTW nên chúng có thể thực hiện thanh toán không dùng tiền mặt qua NHTW thay vì thanh toán trực tiếp với nhau. Với lợi thế của mình, NHTW có thể thực hiện thanh toán bù trừ cho các ngân hàng trung gian và chỉ ghi chép vào tài khoản sổ chênh lệch sau khi bù trừ.

Giả sử hệ thống ngân hàng trung gian chỉ bao gồm 3 ngân hàng: Ngân hàng A, B và C. Các ngân hàng này đều mở tài khoản tiền gửi tại NHTW và số dư có trên tài khoản của từng ngân hàng lần lượt là: 2000, 3000 và 5000. Vào ngày X/ 1999, các nghiệp vụ phát sinh của các ngân hàng như sau:

(1) Khách hàng của ngân hàng A chuyển séc trả cho khách hàng của ngân hàng B số tiền là: 1000.

(2) Khách hàng của ngân hàng C chuyển séc trả cho khách hàng ở ngân hàng A số tiền là 1500.

(3) Khách hàng của ngân hàng B thanh toán bằng séc cho khách hàng của ngân hàng C số tiền là 500.

Để theo dõi quá trình bù trừ và tính ra số chênh lệch phải trả, phải thu, NHTW sử dụng tài khoản thanh toán bù trừ mà nội dung của nó được thể hiện trên bảng sau:

	A	B	C	Σ có	$\pm$ phải thu
A			1500 (2)	1500	500
B	1000 (1)			1000	500
C		500 (3)		500	
Σ nợ	1000	500	1500		
$\pm$ phải trả			1000		Σ 1000

Căn cứ vào kết quả thanh toán bù trừ, NHTW hạch toán các khoản chênh lệch:

+ Đối với số chênh lệch phải trả: Nợ tài khoản ngân hàng C: 1000

Có tài khoản thanh toán bù trừ: 1000.

+ Đối với số chênh lệch phải thu: Nợ tài khoản thanh toán bù trừ 1000

Có tài khoản ngân hàng A: 500

Có tài khoản ngân hàng B: 500.

Thông qua dịch vụ thanh toán bù trừ, NHTW góp tiết kiệm được chi phí thanh toán cho các ngân hàng trung gian và toàn xã hội, đảm bảo vốn luân chuyển nhanh chóng trong hệ thống ngân hàng và phản ánh chính xác quan hệ thanh toán giữa các chủ thể kinh tế trong xã hội. Mặt khác, thông qua hoạt động này, NHTW có thể kiểm tra sự biến động vốn khả dụng của từng ngân hàng trung gian là cơ sở để có những kiến nghị kịp thời.

6.3.2.3. Cấp tín dụng cho các ngân hàng trung gian

NHTW cho các ngân hàng trung gian vay nhằm mục đích:

+ Phát hành thêm tiền trung ương theo kế hoạch

+ Bổ sung lượng vốn khả dụng cho hoạt động của các ngân hàng trung gian một cách thường xuyên.

+ Là cứu cánh cho vay cuối cùng nhằm cứu nguy cho các ngân hàng trung gian khi cần thiết, nếu sự đổ vỡ của nó có thể gây ảnh hưởng đến sự an toàn hệ thống.

Nguyên tắc cho vay của NHTW là thông qua tái chiết khấu các chứng từ có giá và cho vay ngắn hạn, hay còn gọi là nghiệp vụ tái chiết khấu. Khái niệm tái chiết khấu được hiểu theo nghĩa rộng: Nó không chỉ bao gồm hành vi mua lại các chứng từ có giá ngắn hạn trên cơ sở lãi suất tái chiết khấu mà bao gồm cả các khoản tín dụng có đảm bảo bằng các chứng khoán đủ tiêu chuẩn. Vì các khoản tín dụng của NHTW gắn trực tiếp với việc phát hành tiền trung ương nên các điều kiện chiết khấu thường là chặt chẽ; trước hết khối lượng tái chiết khấu được giới hạn bởi hạn mức tái chiết khấu, đồng thời các quy định về chất lượng, thời hạn và chủng loại chứng từ có giá được chấp nhận để chiết khấu cũng làm hạn chế khối lượng tái chiết khấu. Mặt khác, các quy định này cũng sẽ ảnh hưởng đến kết cấu khoản mục chứng từ có giá bên tài sản Có của các ngân hàng trung gian và do đó mà ảnh hưởng đến chất lượng tài sản Có của chúng.

Lãi suất tái chiết khấu được thông báo công khai và là chỉ tiêu thể hiện định hướng CSTT của NHTW. Sự thay đổi lãi suất tái chiết khấu có ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu vay của các ngân hàng trung gian và gián tiếp ảnh hưởng đến khả năng mở rộng tín dụng của hệ thống ngân hàng. Vì thế hạn mức tái chiết khấu, các

điều kiện đối với các công cụ chiết khấu và lãi suất tái chiết khấu thường được sử dụng đồng bộ trong chính sách tái chiết khấu như một công cụ của CSTT.

Vai trò là "Người cho vay cuối cùng" của NHTW ra đời trên cơ sở chức năng tái chiết khấu của nó. Khái niệm này được sử dụng lần đầu tiên ở Ngân hàng Anh vào năm 1873 với ý nghĩa rằng: NHTW có trách nhiệm cung ứng vốn nhằm hạn chế nguy cơ đổ vỡ của các ngân hàng trung gian. Điều này không có nghĩa là NHTW có trách nhiệm duy trì sự tồn tại của mọi ngân hàng trung gian, vai trò người cho vay cuối cùng chỉ thực hiện khi sự đổ vỡ của ngân hàng đó có ảnh hưởng đến sự tồn tại và an toàn của cả hệ thống ngân hàng.

Nhiệm vụ tái chiết khấu của NHTW không đơn giản chỉ để cung ứng thêm vốn khả dụng cho hệ thống các ngân hàng trung gian, mà thông qua phương tiện tái chiết khấu nó góp phần làm tăng tính linh hoạt và thanh khoản cho cả hệ thống ngân hàng. Hơn nữa khả năng tái chiết khấu nhanh chóng tại NHTW cho phép các NHTM có thể duy trì một mức dự trữ tiền mặt thấp hơn và do đó mà hiệu quả sử dụng vốn của nó cao hơn.

6.3.3. Ngân hàng Trung ương là ngân hàng của Chính phủ

NHTW có nghĩa vụ cung cấp các dịch vụ ngân hàng cho Chính phủ, đồng thời làm đại lý và tư vấn chính sách cho Chính phủ. Trong thực tế các tổ chức ngân hàng phát hành đã thực hiện chức năng này trước khi nó phát triển thành NHTW thực sự.

Các dịch vụ ngân hàng mà NHTW cung cấp cho Chính phủ bao gồm:

- *Làm thủ quỹ cho Kho bạc Nhà nước thông qua quản lý tài khoản của Kho bạc*

Tuỳ theo đặc điểm tổ chức của từng nước, Chính phủ có thể uỷ quyền cho Bộ Tài chính hoặc Kho bạc đứng tên chủ tài khoản tại NHTW. Hàng ngày, các khoản thu của Nhà nước dưới dạng thuế, lợi nhuận hoặc khoản thu khác được gửi vào tài khoản. NHTW có trách nhiệm theo dõi, chi trả lãi, thực hiện thanh toán và cấp vốn theo yêu cầu của Kho bạc và sử dụng số dư đó khi nhân rồi tương tự như tài khoản của khách hàng tại một NHTM.

Các khoản tiền gửi của Chính phủ có thể dưới dạng vàng, ngoại tệ, thuế, các chứng khoán của các tổ chức phát hành khác cả trong nước và nước ngoài, nó chiếm tỷ trọng đáng kể trong tổng tài sản Nợ của NHTW và thông thường là các khoản nợ không kỳ hạn (bộ phận này biến động mạnh từ 4- 18% trong tổng tài sản Nợ của NHNN Việt Nam). Vì thế khoản ký gửi của Chính phủ trở thành một nguồn vốn cho các hoạt động cho vay và đầu tư của NHTW.

Bảng 6.1. Quan hệ khách hàng của Chính phủ với NHNN Việt Nam

Tài sản Có	Số tiền	Tài sản Nợ	Số tiền
Quan hệ với NN và NSNN	xxx	Tiền gửi Chính phủ	xxx
1. Tạm ứng cho NS	xxx	1. Tiền gửi Kho bạc bằng VNĐ	xxx
2. Mua chứng khoán Chính phủ	xxx	2. Tiền gửi Kho bạc bằng ngoại tệ	xxx
Trong đó: Trái phiếu Kho bạc	xxx	3. Tiền gửi khác	xxx
3. Chuyển vốn vay nước ngoài cho NS	xxx	4. Vốn NSTU vì các mục đích đặc biệt	xxx
4. Các khoản khác		a. Vốn cấp cho dự trữ ngoại hối	
		b. Vốn cấp cho xây dựng cơ bản	
		c. Vốn cấp cho nợ đặc biệt	
			

Tuy nhiên, NHNN không phải là nơi duy nhất thực hiện vai trò thủ quỹ cho Chính phủ. Tại một số nước, đặc biệt là các nước đang áp dụng mô hình NHTW độc lập với Chính phủ thì một bộ phận lớn vốn Kho bạc được gửi ở các ngân hàng tư nhân bởi sự hấp dẫn của lãi suất tiền gửi. Mặc dù vậy, ở phần lớn các nước NHTW tỏ ra thích hợp với vai trò này hơn cả bởi bên cạnh việc giữ và quản lý tài khoản cho Chính phủ, NHNN còn thực hiện vai trò đại lý và cấp tín dụng cho Chính phủ khi cần thiết. Hơn nữa, để đảm bảo nguyên tắc quản lý nguồn dự trữ quốc gia, Kho bạc buộc phải gửi vàng, ngoại tệ và các chứng chỉ có giá bằng ngoại tệ tại NHTW.

- Làm đại lý và tư vấn cho Chính phủ

+ Dịch vụ đại lý mà NHTW cung cấp thường xuyên và có hiệu quả cho Chính phủ là đại lý trong việc phát hành chứng khoán Chính phủ khi Chính phủ có nhu cầu bù đắp thiếu hụt ngân sách. NHTW thực hiện một dịch vụ đại lý toàn phần cho các hoạt động phát hành chứng khoán Chính phủ, gồm:

- Thông báo việc phát hành chứng khoán mới về: loại chứng khoán, mệnh giá, số lượng, thời hạn, lãi suất, phương thức phát hành....

- b. Nhận đơn và tổ chức đấu thầu.
- c. Thông báo kết quả đấu thầu.
- d. Phân phối chứng khoán trúng thầu và nhận tiền cho Kho bạc Nhà nước.
- e. Tổ chức thanh toán chứng khoán khi đến hạn thông qua các ngân hàng trung gian.

NHTW tổ chức đấu thầu chứng khoán Chính phủ thường xuyên; có thể hàng ngày như Cục dự trữ liên bang Mỹ, 3 ngày một lần như NHTW Pháp và Ngân hàng Dự trữ Liên bang Đức, hoặc một tuần một lần như của Việt Nam.

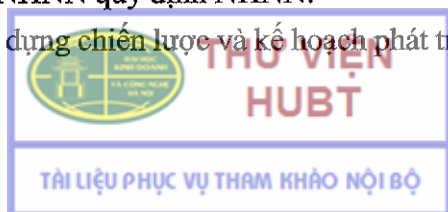
Tại Việt Nam, hình thức đấu thầu chứng khoán Chính phủ mới bắt đầu từ năm 1995 (trước đó Kho bạc phát hành trực tiếp cho dân cư). Số lượt đấu thầu đã tăng lên đáng kể, số tiền phát hành thông qua đấu thầu cũng tăng nhanh chóng.

+ Ngoài ra NHTW còn đại diện cho Chính phủ tại các tổ chức tài chính tiền tệ quốc tế, ký kết các điều ước quốc tế về tiền tệ và hoạt động ngân hàng theo sự uỷ quyền của Chính phủ. Ở hầu hết các nước, Chính phủ giao cho Bộ Tài chính làm đại diện tại các tổ chức như IMF, WB, ADB bởi các khoản vốn được cung ứng từ các tổ chức này là giành cho các chương trình của Chính phủ, nó có liên quan chặt chẽ đến các chính sách tài chính như thuế, trợ cấp, trợ giá, và là nguồn thu của ngân sách. Do vậy, Bộ Tài chính là cơ quan chịu trách nhiệm chủ yếu theo dõi, tổng hợp và thống nhất quản lý các khoản vay và trả nợ của Chính phủ, quản lý các nguồn viện trợ và vay quốc tế và vì thế nó đại diện cho Chính phủ tại các tổ chức này.

Tuy nhiên một số nước trong đó có Việt Nam, vai trò này được giao cho NHNN. Trước đây quyền đại diện này đã được chính quyền Sài Gòn giao cho Ngân hàng QG của họ. Sau 1975, kế thừa vai trò hội viên tại các tổ chức Tiền tệ quốc tế, Nhà nước đã giao cho NHNN làm đại diện. Vai trò này đã được thể hiện cụ thể tại Điều 3, khoản 10 pháp lệnh NHNN 1990 và được khẳng định tại Điều 5 luật NHNN Việt Nam: NHNN đại diện cho nước CHXHCNVN tại các tổ chức tiền tệ và ngân hàng quốc tế trong trường hợp được Chủ tịch nước, Chính phủ uỷ quyền.

+ Với chức năng và vị trí của mình, NHTW có khả năng tham gia vào quá trình hoạch định chính sách phát triển kinh tế - xã hội, ban hành các thể chế hoạt động ngân hàng đồng thời tư vấn cho Chính phủ về các vấn đề tài chính tiền tệ. Điều 5 Luật NHNN quy định NHNN:

- a. Tham gia xây dựng chiến lược và kế hoạch phát triển kinh tế- xã hội của Nhà nước



b. Xây dựng dự án CSTT quốc gia để Chính phủ xem xét trình Quốc hội quyết định và tổ chức thực hiện chính sách này. Xây dựng chiến lược phát triển hệ thống ngân hàng và các TCTD Việt Nam.

c. Xây dựng các dự án luật, pháp lệnh và các dự án khác về tiền tệ và hoạt động ngân hàng. Ban hành các văn bản quy phạm pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng theo thẩm quyền.

- Cho Chính phủ vay

Các khoản tín dụng cung ứng cho Chính phủ nhằm bù đắp thiếu hụt tạm thời trong năm tài chính hoặc bội chi ngân sách vào cuối năm tài chính. Vào thời gian trước chiến tranh thế giới lần thứ nhất, tạm ứng cho ngân sách là trách nhiệm của các NHTW. Tuy nhiên, việc cho Ngân sách vay trực tiếp thực chất là làm tăng lượng tiền mặt và dự trữ của các ngân hàng, vì thế mà tăng lượng tiền cung ứng và dẫn đến nguy cơ lạm phát. Bởi vậy mà sau Chiến tranh Thế giới lần I và đặc biệt sau cuộc siêu lạm phát ở Đức, dưới áp lực chi tiêu của Chính phủ, các khoản tín dụng cấp trực tiếp cho Chính phủ đã làm cho đồng tiền giảm giá tới mức kỷ lục 1.000.000.000.000 lần. Hiện nay, các NHTW đã hạn chế cấp tín dụng trực tiếp cho Chính phủ. Phần lớn các khoản tín dụng được cấp gián tiếp thông qua tái chiết khấu các trái phiếu Kho bạc tại các ngân hàng trung gian. Luật NHNN Việt Nam không quy định việc cho Ngân sách Nhà nước vay để bù đắp bội chi và thực tế điều này cũng đã chấm dứt từ năm 1992, nhưng tại Điều 32, mục 3, NHTW có thể tạm ứng cho Ngân sách chi tiêu theo quyết định của Chính phủ để bù đắp thiếu hụt tạm thời, khoản vay này phải được hoàn trả trong năm tài chính.

NHTW hoạt động với tư cách là ngân hàng của Chính phủ không chỉ bởi nó có lợi thế kinh tế để hoàn thành chức năng này mà còn bởi mối liên hệ giữa các vấn đề tài chính công cộng với các vấn đề về tiền tệ. Nhà nước ở bất cứ quốc gia nào cũng là chủ thể có khoản thu nhập lớn nhất và đồng thời cũng là chủ thể có nhu cầu vay lớn nhất. Các khoản chi của nó đóng một vai trò quan trọng trong đời sống kinh tế của đất nước. NHTW ngược lại, có trách nhiệm trong việc kiểm soát khối lượng tiền cung ứng và thực hiện CSTT. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp các chính sách tài khoá có ảnh hưởng rất mạnh đến khả năng kiểm soát lượng tiền cung ứng của NHTW. Vì thế việc tập trung các hoạt động ngân hàng cho Chính phủ vào NHTW sẽ tạo cơ hội tốt cho NHTW để điều chỉnh tình trạng tài chính chung và tư vấn cho Chính phủ khi cần thiết.



6.3.4. Chức năng quản lý Nhà nước của Ngân hàng Trung ương

Đây là chức năng quyết định bản chất NHTW của một ngân hàng phát hành. Việc thực hiện chức năng này không thể tách rời khỏi các nghiệp vụ ngân hàng của NHTW. Nói cách khác, NHTW quản lý vĩ mô các hoạt động tiền tệ và tín dụng thông qua khả năng kinh doanh của mình.

6.3.4.1. NHTW có trách nhiệm xây dựng và thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia

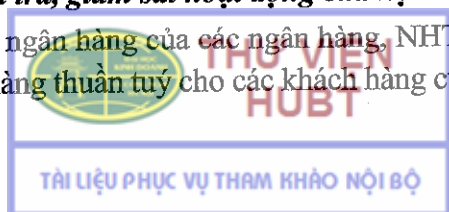
Chính sách tiền tệ là chính sách kinh tế vĩ mô mà trong đó NHTW sử dụng các công cụ của mình để điều tiết và kiểm soát khối lượng tiền trong lưu thông nhằm đảm bảo sự ổn định giá trị tiền tệ đồng thời thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế và đảm bảo công ăn việc làm. CSTT có thể được quyết định bởi Chính phủ nếu Ngân hàng Trung ương trực thuộc Chính phủ, hoặc có thể được thực hiện bởi chính NHTW nếu nó độc lập với Chính phủ. Trong bất kỳ trường hợp nào thì NHTW cũng có một vai trò rất quan trọng trong việc quyết định các vấn đề liên quan đến CSTT, vì mọi hoạt động NHTW và hệ thống ngân hàng đều ảnh hưởng đến khối lượng tiền trong lưu thông và vì thế nó có thể sử dụng các công cụ có hiệu quả nhất để tác động vào khối lượng tiền đó.

Khả năng điều tiết kinh tế thông qua sự điều chỉnh lượng tiền cung ứng của NHTW mới được hoàn chỉnh về mặt lý thuyết và áp dụng phổ biến ở các nước vào cuối thập kỷ 60, sau khi cơ chế điều chỉnh kinh tế cứng nhắc theo quan điểm Keynes bị chỉ trích mạnh vào thập kỷ 50 và thực sự sụp đổ vào đầu những năm 70 cùng với hệ thống tiền tệ Bretton Wood.

Mối liên hệ giữa khối lượng tiền và các biến số kinh tế vĩ mô như sản lượng, giá cả, công ăn việc làm đã được Milton Friedman tìm hiểu và chứng minh qua thực tế của gần 100 năm phát triển kinh tế Mỹ (1870 - 1954). Theo đó, mỗi sự tăng lên hay giảm đi của khối lượng tiền có tác động sâu sắc và toàn diện đến hoạt động kinh tế vĩ mô thông qua các kênh truyền dẫn: Tín dụng, tỷ giá, lãi suất, giá tài sản... Vì thế việc chủ động kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền trong nền kinh tế là linh hồn của CSTT. Đến lượt nó, CSTT là trọng tâm hoạt động của một NHTW. Điều này có nghĩa là mọi hoạt động của NHTW đều nhằm thực hiện mục tiêu CSTT và bị chi phối bởi mục tiêu đó. Nội dung của CSTT sẽ được nghiên cứu cụ thể ở phần sau.

6.3.4.2. Thanh tra, giám sát hoạt động của hệ thống ngân hàng

Với tư cách là ngân hàng của các ngân hàng, NHTW không chỉ cung ứng các dịch vụ ngân hàng thuần túy cho các khách hàng của nó, mà thông qua các



hoạt động kinh doanh đó, NHTW thực hiện vai trò điều tiết, giám sát thường xuyên hoạt động của các ngân hàng kinh doanh nhằm hai mục đích: Đảm bảo sự ổn định trong hoạt động ngân hàng và bảo vệ lợi ích của khách hàng, đặc biệt là người gửi tiền trong quan hệ với ngân hàng.

a. Đảm bảo sự ổn định của hệ thống ngân hàng

Khác với các tổ chức kinh doanh khác, kinh doanh lĩnh vực tài chính tiền tệ cần thiết phải được kiểm soát và điều tiết chặt chẽ bởi vì:

i/ Các ngân hàng đảm nhiệm vai trò đặc biệt trên thị trường vốn nói riêng và trong toàn bộ nền kinh tế nói chung: nó là kênh chuyển giao vốn từ tiết kiệm đến đầu tư, là công cụ của Chính phủ trong việc tài trợ vốn cho các mục tiêu chiến lược; hoạt động của các TGTC, đặc biệt là các tổ chức nhận tiền gửi, có ảnh hưởng quyết định đến việc điều hành CSTT...

ii/ Hoạt động của các ngân hàng liên quan đến hầu hết các chủ thể kinh tế trong xã hội nên sự sụp đổ của một ngân hàng sẽ làm ảnh hưởng đến quyền lợi của người gửi tiền đồng thời đến toàn hệ thống. Các ngân hàng có mối liên hệ và phụ thuộc với nhau rất chặt chẽ thông qua các luồng vốn tín dụng luân chuyển và thông qua hoạt động của hệ thống thanh toán. Chỉ một trục trặc nhỏ trong quá trình thanh toán của một ngân hàng cũng sẽ gây nên vấn đề về tính thanh khoản của cả hệ thống. Mặt khác, sự sụp đổ của ngân hàng sẽ gây khó khăn về vốn cho các doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp vừa và nhỏ, đồng thời ảnh hưởng đến quyền lợi của người gửi tiền.

iii/ Bản chất hoạt động của các ngân hàng là chứa đựng rủi ro. Mức độ rủi ro sẽ tăng lên khi các ngân hàng có xu hướng chạy theo lợi nhuận mà phớt lờ đến quyền lợi của người gửi tiền. Nguyên tắc hoạt động của các TGTC là đi vay ngắn và cho vay dài. Bảng tổng kết tài sản của nó luôn chứa đựng mức rủi ro tiềm năng do chênh lệch về thời hạn giữa nguồn vốn và sử dụng vốn, giữa yêu cầu thanh khoản và mong muốn sinh lời tối đa. Vì thế sự điều tiết chặt chẽ và giám sát thường xuyên của NHTW sẽ ngăn cản xu hướng chạy theo lợi nhuận quá mức, đẩy ngân hàng vào tình trạng rủi ro và phá sản.

iv/ Sự tồn tại và phát triển của các TGTC nói chung và ngân hàng nói riêng phụ thuộc vào lòng tin của công chúng với tư cách là người gửi tiền. Một sai sót nhỏ trong quá trình kinh doanh và cung ứng dịch vụ ngân hàng cũng có thể gây nên sự nghi ngờ có tính chất lan truyền. Điều này thật sự đe dọa sự tồn tại của các ngân hàng.

Để thực hiện mục đích này, NHTW sử dụng một hệ thống chỉ tiêu điều tiết được phân tổ theo các tiêu thức sau:



- + Chỉ tiêu phản ánh hiệu quả sử dụng vốn.
- + Chỉ tiêu phản ánh tính chất đầy đủ của vốn.
- + Chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán.
- + Chỉ tiêu phản ánh chất lượng tài sản Có
- + Các chỉ tiêu khác:

- ++ Giới hạn cho vay và bảo lãnh;
- ++ Các phương pháp tự bảo hiểm;

+ Hệ thống chỉ tiêu liên quan đến việc thực hiện CSTT

+ Hệ thống chỉ tiêu liên quan đến mục đích phân bổ vốn tín dụng cho các mục tiêu ưu tiên thông qua quy định:

- ++ Tỷ lệ tài sản Có trong tổng tài sản Có hoặc
- ++ Không chế lãi suất.

+ Quy chế về cấp giấy phép: Là các quy định về thắt chặt hay nới lỏng việc cấp giấy phép thông qua việc tăng hay giảm giá trực tiếp cũng như gián tiếp tham gia vào ngành công nghiệp ngân hàng.

Căn cứ vào hệ thống chỉ tiêu trên, trước hết bản thân các NHTM phải tự điều chỉnh hoạt động một cách thường xuyên nhằm tôn trọng các chỉ tiêu điều tiết. Mức kiểm tra cao hơn được thực hiện bởi NHTW thông qua hình thức thanh tra tại chỗ hoặc giám sát từ xa. Ở Việt Nam, quyền hạn và trách nhiệm của Thanh tra Ngân hàng được quy định cụ thể từ Điều 52 đến Điều 54, Luật NHNN như sau:

i/ Phát hiện ngăn chặn và xử lý theo thẩm quyền; kiến nghị các cơ quan có thẩm quyền xử lý vi phạm pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng.

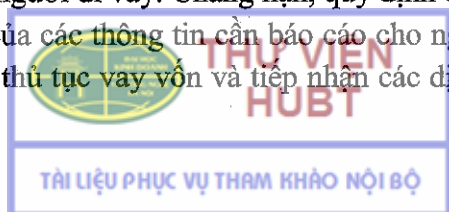
ii/ Kiến nghị các biện pháp luật bảo đảm thi hành pháp luật về tiền tệ và hoạt động ngân hàng

iii/ Báo cáo thống đốc về kết quả thanh tra và kiến nghị biện pháp giải quyết.

iv/ Tuân thủ pháp luật, chịu trách nhiệm trước Thống đốc và trước pháp luật về kết luận thanh tra và mọi hành vi, quyết định của mình.

c. Bảo vệ công chúng đầu tư (Public regulation)

Chức năng thanh tra, giám sát của NHTW còn nhằm đảm bảo sự công bằng và bình đẳng trong quan hệ giữa ngân hàng và các khách hàng. Điều này được thể hiện ở hai khía cạnh: *Thứ nhất*, nhằm bảo vệ lợi ích hợp pháp của khách hàng với tư cách là người đi vay. Chẳng hạn, quy định chuẩn mực về phạm vi và mức độ chi tiết của các thông tin cần báo cáo cho ngân hàng khi vay vốn; chuẩn mực hoá các thủ tục vay vốn và tiếp nhận các dịch vụ ngân hàng; quy



định cụ thể về xử lý và giải quyết các tranh chấp giữa ngân hàng với khách hàng. *Thứ hai*, nhằm thúc đẩy cạnh tranh và hiệu quả thông qua quy định về chất lượng và sự cập nhật của thông tin mà ngân hàng có nghĩa vụ cung cấp cho những người tham gia thị trường. Cụ thể, cần quy định rõ cơ chế cung cấp thông tin, loại thông tin và phạm vi cung cấp.

Điều này giúp cho công chúng với tư cách người đầu tư và người sử dụng các dịch vụ tài chính có khả năng và cơ hội lựa chọn các ngân hàng đáng tin cậy và các dịch vụ tài chính có chất lượng. Các ngân hàng, vì thế sẽ luôn quan tâm hơn tới tính minh bạch và chất lượng của bảng tổng kết tài sản trong chiến lược cạnh tranh khách hàng.

Để đạt được mục đích này, NHTW và các thể chế điều tiết có liên quan thường đưa ra các chuẩn mực, các hướng dẫn hoặc quy định về tính đầy đủ và chính xác của thông tin được công bố.

Trong thập kỷ cuối của thế kỷ XX, chức năng thanh tra giám sát các ngân hàng đang có xu hướng tách ra khỏi NHTW. Ở một số nước như Anh, Australia, Nhật Bản, Chính phủ thành lập một thể chế siêu điều tiết (super regulation) có khả năng điều tiết và giám sát các loại hình định chế tài chính. Thể chế điều tiết này độc lập với NHTW, trực thuộc Văn phòng Chính phủ (Nhật), hoặc Bộ Tài chính (Anh). NHTW chỉ còn chức năng quản lý vĩ mô duy nhất là xây dựng và điều hành CSTT quốc gia.

Trào lưu này là kết quả tất yếu của những thay đổi lớn đang diễn ra trong hệ thống tài chính và thực sự trở thành xu hướng toàn cầu, cụ thể:

+ Các tổ chức vốn không phải là ngân hàng giờ đây tham gia hoạt động kinh doanh ngân hàng ngày càng phổ biến.

+ Các sản phẩm tài chính mới được cung cấp bởi cả các tổ chức kinh doanh tài chính tiền tệ truyền thống lẫn những người cung cấp mới.

+ Trào lưu pha trộn các hoạt động truyền thống như ngân hàng, bảo hiểm và kinh doanh chứng khoán... càng trở nên phổ biến.

+ Xuất hiện các tổ hợp tài chính kinh doanh đa năng.

Trong điều kiện này, hệ thống điều tiết được cấu trúc dựa trên sự khác nhau về đặc điểm hoạt động của các định chế tài chính trở nên không phù hợp và thiếu hiệu quả; vừa trùng lặp, chồng chéo lại thiếu đầy đủ. Một số nước đã thực hiện cải cách hệ thống điều tiết các định chế tài chính bằng cách thành lập một thực thể điều tiết độc lập với sự cộng tác của các thể chế điều tiết trước đây để giám sát toàn bộ các định chế tài chính trong nền kinh tế.

TÓM TẮT

1. NHTW ra đời theo ba cách: cách thứ nhất, NHTW tách ra từ hệ thống NHTM mà điển hình là sự ra đời của NHTW Anh; cách thứ hai, NHTW được thành lập hoàn toàn mới, hình thức này diễn ra phổ biến sau hội nghị tài chính tiền tệ quốc tế lần I - năm 1920; cách thứ ba, NHTW được hình thành trên cơ sở cải cách cơ cấu tổ chức của hệ thống ngân hàng một cấp nhằm tách bạch riêng biệt chức năng quản lý Nhà nước và chức năng kinh doanh; cách ra đời này gắn liền với đặc điểm tổ chức của hệ thống ngân hàng các nước thuộc khối xã hội chủ nghĩa trước đây. Dù xuất hiện bằng cách nào, khái niệm Ngân hàng trung ương gắn liền với chức năng riêng biệt của tổ chức, đó là: ngân hàng phát hành tiền, ngân hàng của các ngân hàng và ngân hàng của Chính phủ, đồng thời NHTW thực hiện chức năng quản lý Nhà nước các hoạt động về tiền tệ và ngân hàng trong phạm vi quốc gia.

2. Chức năng độc quyền phát hành tiền của NHTW đề cập đến quyền lực và nghĩa vụ của NHTW trong nghiệp vụ phát hành tiền cho toàn bộ nhu cầu chi tiêu của nền kinh tế; nó không chỉ đảm bảo đủ tiền tệ về khối lượng cũng như kết cấu mà còn đảm bảo sự phù hợp giữa khối lượng tiền cung ứng và nhu cầu về tiền tệ của nền kinh tế trong từng khoảng thời gian nhất định. Vì thế việc phát hành tiền cũng như đưa tiền ra lưu thông phải tuân thủ những nguyên tắc nhất định.

3. Khi thực hiện chức năng ngân hàng của các ngân hàng và chức năng ngân hàng của Chính phủ, NHTW cung ứng các dịch vụ ngân hàng cho các ngân hàng trung gian và Chính phủ, bao gồm: nhận tiền gửi, cho vay và thanh toán. Tuy nhiên, khác với các nhà cung ứng vốn thông thường, NHTW còn thực hiện vai trò là người cho vay cuối cùng khi các khách hàng của nó có những khó khăn tài chính và có nguy cơ ảnh hưởng đến an toàn của cả hệ thống.

4. Chức năng quan trọng nhất của NHTW là thực hiện quản lý Nhà nước các hoạt động về tiền tệ và ngân hàng, trong đó NHTW có nhiệm vụ xây dựng và thực hiện CSTT quốc gia đồng thời với chức năng thanh tra giám sát toàn bộ hệ thống ngân hàng. Các chức năng này được thực hiện gắn liền với các hoạt động nghiệp vụ cụ thể của NHTW. Hay nói cách khác, các hoạt động hàng ngày của NHTW là nhằm đạt được các mục tiêu dài hạn về sự ổn định giá trị tiền tệ và sự an toàn hiệu quả của cả hệ thống ngân hàng.



CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Động lực thúc đẩy sự ra đời của NHTW và mối quan hệ giữa hai chức năng quản lý Nhà nước: xây dựng và điều hành CSTT và chức năng thanh tra giám sát các ngân hàng trung gian.

2. Để khối lượng tiền trong lưu thông có hàng hoá đảm bảo, NHTW đã thực hiện quy trình phát hành và đưa tiền ra lưu thông như thế nào? Hãy thảo luận vấn đề này khi liên hệ với thực tế quản lý phát hành tiền của NHNN VN.

3. Khi thực hiện chức năng ngân hàng của các ngân hàng, NHTW có thực hiện chức năng quản lý Nhà nước không? Điều này được thể hiện như thế nào?

4. Những thay đổi đang diễn ra hàng ngày trong cơ cấu các TGTC có ảnh hưởng đến chức năng quản lý Nhà nước của NHTW? Ở Việt Nam các xu hướng thay đổi đó được biểu hiện cụ thể thế nào và ảnh hưởng của thay đổi đó đến khả năng kiểm soát và điều tiết của NHNN Việt Nam.

5. Cho một ví dụ để thiết lập cân đối tiền tệ của NHTW. Khả năng kiểm soát khối tiền cơ sở của NHTW.

6. Dự tính khối lượng tiền cần cung ứng của NHNN Việt Nam cho năm 2002 khi biết:

- a/ Tốc độ tăng trưởng kinh tế dự kiến là 7%
- b/ Tỷ lệ lạm phát dự kiến là 5%
- c/ Tốc độ lưu thông tiền tệ dự kiến không thay đổi so với năm trước
- d/ Số nhân tiền tệ năm 2001 là 1,8 dự tính sẽ giảm xuống 1,5% trong năm 2002.

Sử dụng các số liệu thực tế nếu cần thiết.

Chương 7

KHUNG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

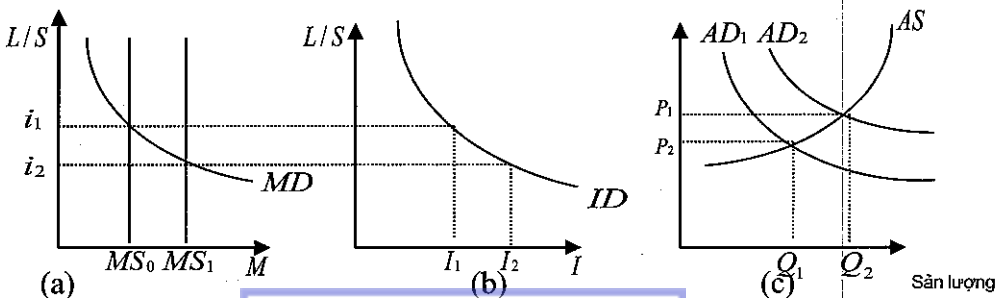
7.1. CƠ SỞ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Chính sách tiền tệ là một trong những chính sách kinh tế vĩ mô mà trong đó NHTW, thông qua các công cụ của mình thực hiện việc kiểm soát và điều tiết khối lượng tiền cung ứng (hoặc lãi suất) căn cứ vào nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế, nhằm đạt được các mục tiêu về giá cả, sản lượng và công ăn việc làm.

Bằng việc khảo sát thực tế phát triển kinh tế Mỹ trong khoảng thời gian gần một thế kỷ, Milton Friedman đã chỉ ra mối liên hệ rất rõ ràng giữa sản lượng và thu nhập với sự biến động của lượng tiền cung ứng (xét theo khái niệm khối tiền rộng). Ông cũng đã chứng minh được sự tồn tại hiển nhiên của cơ chế lan truyền ảnh hưởng từ cung ứng tiền - lãi suất - sản lượng - thu nhập - nhu cầu tiền.

Giả sử nền kinh tế đang trong tình trạng cân bằng, cả ở thị trường hàng hoá và TTTT. NHTW quyết định can thiệp trên thị trường mở hoặc mua ngoại tệ để phá giá đồng nội tệ nhằm mục đích mở rộng xuất khẩu. Trong khi nhu cầu tiền chưa có gì thay đổi, lãi suất ngay lập tức giảm từ i_1 đến i_2 (hình 7a), làm cho đầu tư tăng lên (bao gồm cả đầu tư của các doanh nghiệp và chi tiêu của các hộ gia đình) từ I_1 đến I_2 (hình 7b). Các nhân tố cấu thành tổng chi tiêu tăng lên làm cho tổng cầu AD dịch sang phải từ AD_1 đến AD_2 , sản lượng tăng từ Q_1 tới Q_2 cùng với sự tăng lên của mức giá chung từ P_1 đến P_2 . Các mức giá và sản lượng tăng lên làm cho nhu cầu tiền tệ tăng lên tương thích với sự biến động ban đầu của mức cung tiền tệ.

Hình 7.1: Cơ chế lan truyền ảnh hưởng từ cung tiền tới sản lượng và giá cả



Như vậy sự tăng lên của lượng tiền cung ứng đã chuyển tác động của nó

tới giá cả, sản lượng và do đó công ăn việc làm. Đến lượt nó những biến đổi này là nguyên nhân mở rộng nhu cầu tiền tệ, lãi suất, vì thế tăng trở lại.

Bằng cách tạo ra sự biến động về tiền tệ: mở rộng hay thu hẹp, các nhà quản lý có thể tác động gián tiếp đến các mục tiêu kinh tế vĩ mô và hướng dẫn nhu cầu tiền tệ của nền kinh tế. Việc chủ động tạo ra các biến động về tiền tệ (xét cả về khối lượng tiền và giá tiền - lãi suất) với một mục đích xác định là bản chất của CSTT.

7.2. HỆ THỐNG MỤC TIÊU CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

7.2.1. Mục tiêu cuối cùng

Mục tiêu CSTT hầu như thống nhất ở các nước. Sự điều chỉnh lượng tiền cung ứng nhằm mục tiêu trước hết là ổn định giá trị tiền tệ, trên cơ sở đó góp phần tăng trưởng kinh tế và công ăn việc làm.

a. Ổn định giá cả

Ổn định giá cả là mục tiêu hàng đầu của CSTT và là mục tiêu dài hạn. Giờ đây NHTW một số nước nhận thấy rõ rằng việc ổn định giá cả hoặc giá trị tiền tệ duy nhất thuộc về CSTT. Ổn định giá trị tiền tệ là ổn định sức mua của tiền tệ và ổn định giá cả. Các NHTW thường lượng hoá mục tiêu này bằng tỷ lệ tăng của chỉ số giá tiêu dùng xã hội.

Việc công bố công khai chỉ tiêu này là cam kết của NHTW nhằm ổn định giá trị tiền tệ về mặt dài hạn. Điều này có nghĩa là NHTW sẽ không tập trung điều chỉnh sự biến động giá cả về mặt ngắn hạn. Do những biện pháp về CSTT tác động đến nền kinh tế có tính chất trung và dài hạn, hơn nữa khó có thể dự đoán chính xác kết quả sẽ xảy ra vào thời điểm nào trong tương lai, vì vậy sẽ là không khả thi đối với NHTW trong việc theo đuổi để kiểm soát giá cả trong ngắn hạn.

Ổn định giá cả có tầm quan trọng đặc biệt để định hướng phát triển kinh tế của quốc gia vì nó làm tăng khả năng dự đoán những biến động của môi trường kinh tế vĩ mô. Mức lạm phát thấp và ổn định tạo nên môi trường đầu tư ổn định, thúc đẩy nhu cầu đầu tư và đảm bảo sự phân bổ nguồn lực xã hội một cách hiệu quả. Đây là lợi ích có tầm quan trọng sống còn đối với sự thịnh vượng kinh tế của xã hội.

Lạm phát cao hay thiếu phát liên tục là rất tổn kém cho xã hội, thậm chí ngay cả trong trường hợp nền kinh tế phát triển khả quan nhất, sự biến động liên tục của các tỷ lệ lạm phát dự tính làm méo mó, sai lệch thông tin và do đó làm cho các quyết định kinh tế trở nên không đáng tin cậy và không có hiệu quả. Nguy hiểm hơn, sự bất ổn định giá cả làm dẫn đến sự phân phối lại không

dân chủ các nguồn lực kinh tế trong xã hội giữa các nhóm dân cư.

b. Tăng trưởng kinh tế

CSTT phải đảm bảo sự tăng lên của GDP thực tế. Đó là tỷ lệ tăng trưởng có được sau khi trừ đi tỷ lệ tăng giá cùng thời kỳ. Sự tăng trưởng phải được hiểu cả về khối lượng và chất lượng. Chất lượng tăng trưởng được biểu hiện ở một cơ cấu kinh tế cân đối và khả năng cạnh tranh quốc tế của hàng hoá trong nước tăng lên.

Một nền kinh tế phồn thịnh với tốc độ tăng trưởng ổn định là mục tiêu của bất kỳ một chính sách kinh tế vĩ mô nào. Đó là nền tảng cho mọi sự ổn định, vì một nền kinh tế tăng trưởng sẽ đảm bảo các chính sách xã hội được thoả mãn, là căn cứ để ổn định tiền tệ trong nước, cải thiện tình trạng cán cân thanh toán quốc tế và khẳng định vị trí của nền kinh tế trên thị trường quốc tế.

c. Đảm bảo công ăn việc làm đầy đủ

CSTT phải quan tâm đến khả năng tạo công ăn việc làm, giảm áp lực xã hội của thất nghiệp. Công ăn việc làm đầy đủ có ý nghĩa quan trọng bởi ba lý do:

i/ Chỉ số thất nghiệp là một trong những chỉ tiêu phản ánh sự thịnh vượng xã hội vì nó phản ánh khả năng sử dụng có hiệu quả nguồn lực xã hội.

ii/ Thất nghiệp gây nên tình trạng stress cho mỗi cá nhân và gia đình của họ và là mầm mống của các tệ nạn xã hội.

iii/ Các khoản trợ cấp thất nghiệp tăng lên có thể làm thay đổi cơ cấu chi tiêu ngân sách và làm căng thẳng tình trạng Ngân sách.

Đảm bảo công ăn việc làm đầy đủ không có nghĩa là tỷ lệ thất nghiệp bằng 0. Mỗi quốc gia cần xác định được tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên một cách chính xác để đạt được mục tiêu này. Tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên được cấu thành từ tỷ lệ thất nghiệp tạm thời (những người đang tìm kiếm việc làm thích hợp) và tỷ lệ thất nghiệp cơ cấu (thất nghiệp bởi sự không phù hợp giữa nhu cầu về lao động và cung của lao động). Bên cạnh đó, cố gắng giảm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên cũng được coi là mục tiêu của CSTT.

Ngoài các mục tiêu vĩ mô trên, một số nước còn tập trung vào các mục tiêu cụ thể, tùy thuộc vào đặc điểm phát triển kinh tế đặc thù của họ. Chẳng hạn, Cục dự trữ Liên bang Mỹ theo đuổi các mục tiêu khác như ổn định TTTC, ổn định lãi suất hoặc NHNN Việt Nam nhằm mục tiêu ổn định hệ thống các TCTD thay vì đảm bảo công ăn việc làm.

d. Mối quan hệ giữa các mục tiêu

Về mặt dài hạn, đường cong Phillips trở nên thẳng đứng, ngụ ý rằng sẽ



không có mâu thuẫn giữa các mục tiêu của CSTT nếu xét về dài hạn. Tuy nhiên hình dạng đường cong Phillips ngắn hạn chỉ rõ sự mâu thuẫn giữa giá cả tăng trưởng và tỷ lệ thất nghiệp.

Trước hết, việc giảm tỷ lệ lạm phát đồng nghĩa với việc thực hiện một CSTT thắt chặt, lãi suất tăng lên làm giảm các nhân tố cấu thành tổng cầu và do đó đến tổng cầu của nền kinh tế. Thất nghiệp, vì thế có xu hướng tăng lên. Mặt khác, việc duy trì một tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn thường kéo theo CSTT mở rộng và sự tăng giá.

Thứ hai, mục tiêu công ăn việc làm mâu thuẫn với mục tiêu ổn định giá cả còn thể hiện thông qua sự phản ứng của NHTW đối với các cú sốc cung nhằm đảm bảo mức cầu tiền thực tế, kết quả là giá cả tăng lên.

Thứ ba, mâu thuẫn này còn được thể hiện thông qua định hướng điều chỉnh tỷ giá; Bằng việc hạ giá đồng bản tệ, các ngành công nghiệp xuất khẩu có khả năng mở rộng. Tỷ lệ thất nghiệp vì thế giảm thấp kèm theo sự tăng lên của mức giá chung. Như vậy, việc duy trì một mức tỷ giá ổn định và thích hợp sẽ làm giảm tỷ lệ công ăn việc làm, trong khi một mức tỷ giá cao hơn sẽ góp phần giảm tỷ lệ lạm phát.

Thất nghiệp và tăng trưởng không có sự mâu thuẫn cả trong ngắn và dài hạn. Công ăn việc làm cao sẽ thúc đẩy kinh tế phát triển và ngược lại. Tuy nhiên mối quan hệ giữa sự tăng trưởng và ổn định giá cả lại tương đối phức tạp; chúng mâu thuẫn nhau trong ngắn hạn nhưng lại bổ sung nhau trong dài hạn.

Như vậy trong ngắn hạn, NHTW không thể đạt được tất cả các mục tiêu trên. Phần lớn NHTW các nước coi sự ổn định giá cả là mục tiêu chủ yếu và dài hạn của CSTT, nhưng trong ngắn hạn đôi khi họ phải tạm thời từ bỏ mục tiêu chủ yếu để khắc phục tình trạng thất nghiệp cao đột ngột hoặc các ảnh hưởng của các cú shock cung đối với sản lượng. NHTW được coi là có quyền lực làm việc này vì nó nắm trong tay các công cụ điều chỉnh lượng tiền cung ứng. Có thể nói NHTW theo đuổi một mục tiêu về dài hạn và đa mục tiêu trong ngắn hạn.

7.2.2. Mục tiêu trung gian

Bằng việc sử dụng các công cụ của CSTT, NHTW không thể tác động trực tiếp và ngay lập tức đến các mục tiêu cuối cùng của nền kinh tế như: giá cả, sản lượng và công ăn việc làm. Ảnh hưởng của CSTT chỉ xuất hiện sau một khoảng thời gian nhất định từ 6 tháng đến 2 năm. Sẽ là quá muộn và không hiệu quả nếu NHTW đợi các dấu hiệu về giá cả, tỷ giá, thất nghiệp để điều chỉnh các công cụ. Để khắc phục hạn chế này, NHTW của tất cả các nước thường xác

định các chỉ tiêu cần đạt được trước khi đạt được mục tiêu cuối cùng. Các chỉ tiêu này trở thành mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động.

Mục tiêu trung gian bao gồm các chỉ tiêu được NHTW lựa chọn để đạt được mục đích cuối cùng của CSTT.

Các chỉ tiêu thường được sử dụng làm mục tiêu trung gian là tổng khối lượng tiền cung ứng (M_1, M_2 hoặc M_3) hoặc mức lãi suất thị trường (ngắn và dài hạn).

Tiêu chuẩn của chỉ tiêu trung gian:

+ ***Có thể đo lường được:*** Các mục tiêu trung gian phải là các chỉ tiêu có thể đo lường được một cách chính xác và nhanh chóng, bởi vì các chỉ tiêu này chỉ có ích khi nó phản ánh được tình trạng của CSTT nhanh hơn mục tiêu cuối cùng. NHTW có thể dựa vào các dấu hiệu này để điều chỉnh hướng tác động khi cần thiết. Hiển nhiên, NHTW không thể đưa ra một tỷ lệ tăng trưởng M_2 nếu nó không biết hiện M_2 đang tăng với tốc độ bao nhiêu. Mặt khác tiêu chuẩn này cũng chỉ cho NHTW biết nên chọn chỉ tiêu cụ thể nào trong tổng lượng tiền cung ứng và lãi suất.

+ ***NHTW có thể kiểm soát được.*** Khi NHTW có khả năng kiểm soát mục tiêu trung gian, nó có thể điều chỉnh mục tiêu đó cho phù hợp với định hướng của CSTT. Chẳng hạn, sự trông đợi của các nhà kinh doanh sẽ quyết định đến tổng đầu tư và do đó GDP, nhưng nếu chọn chỉ tiêu này làm mục tiêu trung gian, thì ảnh hưởng của NHTW đến mục tiêu này là rất ít. Việc lựa chọn các chỉ tiêu mà NHTW không có khả năng kiểm soát làm mục tiêu trung gian không chỉ ảnh hưởng đến định hướng và hiệu quả CSTT mà còn lãng phí do mọi cố gắng để đạt được chỉ tiêu này không mang tính mục đích.

+ ***Có mối liên hệ chặt chẽ với mục tiêu cuối cùng.*** Đây là tiêu chuẩn quan trọng nhất của một mục tiêu trung gian. Khả năng có thể đo lường chính xác hoặc khả năng kiểm soát của NHTW sẽ trở nên vô nghĩa nếu các chỉ tiêu được chọn không có ảnh hưởng trực tiếp sản lượng hoặc giá cả. Vấn đề đặt ra là khối lượng tiền cung ứng hay lãi suất có mối liên quan chặt chẽ với mức tăng trưởng kinh tế.

Cả tổng lượng tiền cung ứng và lãi suất đều thoả mãn các tiêu chuẩn trên, nhưng NHTW không thể chọn cả hai chỉ tiêu làm mục tiêu trung gian, mà chỉ có thể chọn một trong hai chỉ tiêu đó, căn cứ vào mối liên hệ của các chỉ tiêu này đến các mục tiêu cuối cùng. Bởi lẽ nếu đạt được mục tiêu về tổng khối lượng tiền cung ứng thì phải chấp nhận sự biến động của lãi suất và ngược lại.

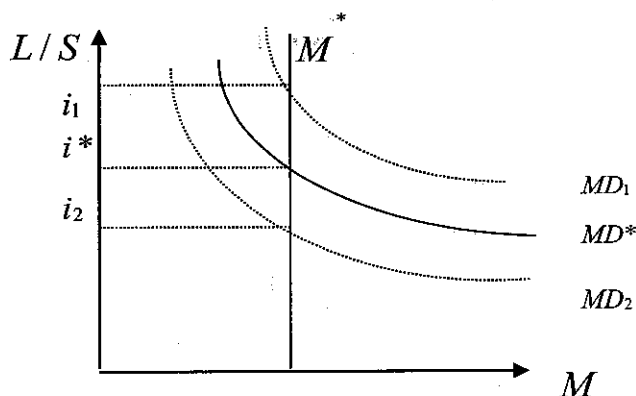
Chỉ tiêu tổng lượng tiền cung ứng

Giả sử NHTW chọn tổng lượng tiền cung ứng làm mục tiêu trung gian với



tỷ lệ tăng dự định là $x\%$ để đạt tới mức tiền cung ứng tại M^* xác định và lãi suất tương ứng là i^* như hình 7.2 dưới đây.

Hình 7.2: Lựa chọn tổng lượng tiền cung ứng làm mục tiêu trung gian

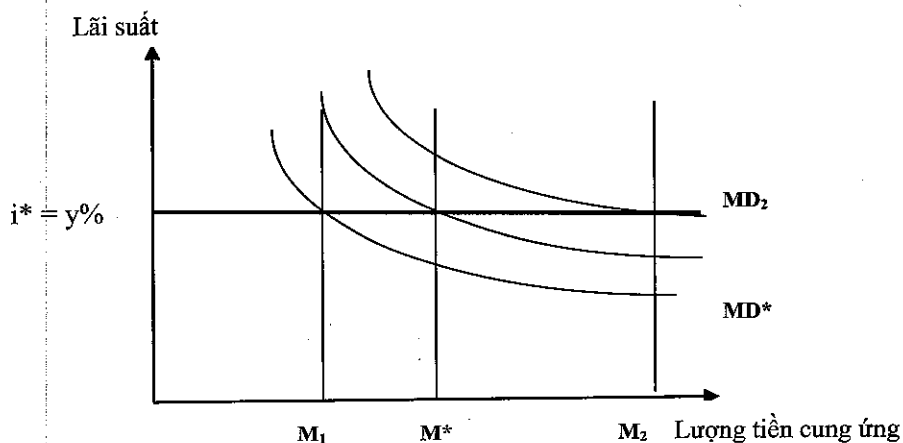


Để duy trì mục tiêu lượng tiền cung ứng, NHTW buộc phải chấp nhận sự thay đổi lãi suất vì sự biến động tất yếu của nhu cầu tiền tệ trong nền kinh tế. Trong thực tế mức cầu tiền tệ, dưới tác động của những nhân tố ảnh hưởng, không cố định tại MD^* mà có thể dao động từ MD_1 đến MD_2 và làm cho lãi suất biến động từ i_1 đến i_2 .

Chỉ tiêu lãi suất

Chẳng hạn NHTW chọn và duy trì mức lãi suất mục tiêu là $i^* = y\%$, mức cầu tiền tệ tương ứng sẽ là MD^* tại mức cung tiền tệ M^* .

Hình 7.3: Lựa chọn lãi suất làm mục tiêu trung gian



Vì mức cầu tiền tệ dao động từ MD_1 đến MD_2 , để đạt được mục tiêu lãi suất i^* , NHTW buộc phải thay đổi mức cung ứng tiền từ M_1 đến M_2 nhằm ngăn

cần sự tăng lên hay giảm xuống của lãi suất so với i^* . Như vậy để duy trì mục tiêu lãi suất, mức cung ứng tiền và tiền cơ sở sẽ biến động.

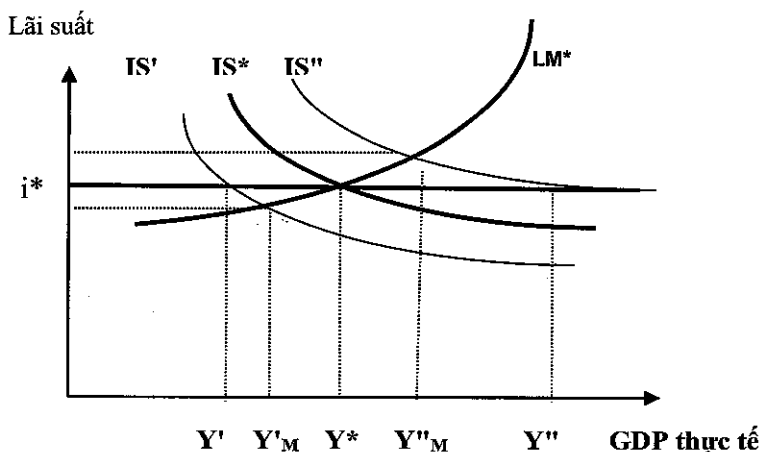
Lựa chọn mục tiêu trung gian

Việc lựa chọn lãi suất hay lượng tiền cung ứng làm mục tiêu trung gian của CSTT tùy thuộc vào mức độ biến động tương đối của nhu cầu tiền tệ so với nhu cầu hàng hóa được phản ánh thông qua sự biến động tương đối của đường IS so với LM trong mô hình IS- LM. Mức độ tác động của lãi suất và lượng tiền cung ứng đến mục tiêu cuối cùng của CSTT sẽ khác nhau trong hai trường hợp: 1/ đường IS biến động mạnh hơn đường LM và 2/ đường LM biến động mạnh hơn đường IS.

*** Trường hợp 1**

Trong khi nhu cầu về hàng hoá biến động bất thường, đường IS dao động mạnh từ IS' đến IS'' quanh giá trị kỳ vọng IS^* thì các nhu cầu tiền tệ tương đối ổn định và đường LM được coi như cố định tại LM^* . Mức sản lượng kỳ vọng của nền kinh tế trong trường hợp này là Y^* và tương ứng với mức lãi suất i^* .

Hình 7.4: Trường hợp nhu cầu hàng hoá biến động mạnh hơn nhu cầu tiền tệ



Trong trường hợp này nếu mức lãi suất i^* được lựa chọn làm mục tiêu trung gian, NHTW phải thường xuyên thay đổi khối tiền cung ứng mỗi khi mức lãi suất thị trường biến động lớn hơn hoặc nhỏ hơn mức lãi suất i^* bởi sự dao động của đường IS. Khi những biến động của nhu cầu hàng hoá làm cho đường IS biến động từ IS' đến IS'' đây mức lãi suất của thị trường chệch khỏi mức

mục tiêu. Việc mở hoặc thu hẹp khối tiền cung ứng nhằm duy trì lãi suất ở mức i^* sẽ làm cho đường LM dịch sang phải hoặc sang trái, kết quả là mức sản lượng biến động từ Y' đến Y'' .

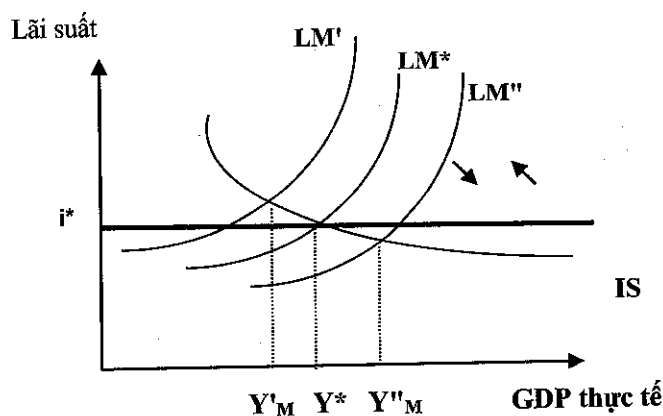
Nếu lượng tiền cung ứng được lựa chọn làm mục tiêu, NHTW sẽ xác định một mức tiền cung ứng làm mục tiêu và cố định đường LM tại LM^* để đạt được mức sản lượng mục tiêu tại Y^* . Vì lượng tiền cung ứng không thay đổi nên mức sản lượng sẽ biến động từ Y'_M đến Y''_M .

Vì mục đích của việc lựa chọn mục tiêu trung gian là nhằm thực hiện được mục tiêu cuối cùng một cách chắc chắn nên trong trường hợp đường IS không ổn định bằng đường LM thì tổng lượng tiền cung ứng thích hợp với vai trò này hơn.

* Trường hợp 2

Nhu cầu tiền tệ biến động mạnh hơn những biến động của các thành phần cấu thành tổng cầu làm cho đường LM biến động từ LM' đến LM'' trong khi đường IS gần như cố định tại IS^* . Mục tiêu lãi suất i^* hoặc mục tiêu tổng lượng tiền cung ứng được xác định nhằm đạt được mức sản lượng kỳ vọng Y^* . Vì đường LM không ổn định nên khi MS được cố định tại mức mục tiêu, tổng sản lượng quốc dân sẽ dao động từ Y'_M đến Y''_M .

Hình 7.5: Trường hợp nhu cầu tiền tệ biến động mạnh hơn nhu cầu hàng hóa



Trong trường hợp này nếu mức lãi suất i^* được lựa chọn làm mục tiêu, mọi biến động của mức cầu tiền tệ sẽ dẫn đến những biến động tương ứng của mức cung tiền tệ nhằm duy trì mức lãi suất cố định tại i^* và do đó đường LM luôn cố định tại vị trí của nó, mức sản lượng vì thế cố định tại Y^* .

Như vậy, khi nhu cầu tiền tệ không ổn định so với những biến động của

nhu cầu hàng hoá thì việc lựa chọn lãi suất làm mục tiêu trung gian của CSTT thích hợp hơn.

Hiện nay, NHNN Việt Nam chọn khối tiền M_2 làm chỉ tiêu trung gian trong điều hành CSTT bởi thực tế đã chỉ ra rằng sự biến động của khối tiền M_2 hoàn toàn phù hợp với sự biến động của mức giá và sản lượng trong thập kỷ 90. Tuy nhiên, chính sách lãi suất ấn định phần nào làm giảm hiệu quả của mục tiêu trung gian này.

Ngoài hai mục tiêu trên còn có một số các chỉ tiêu khác được lựa chọn là ứng cử viên của mục tiêu trung gian như tổng khối lượng tín dụng, tỷ giá. Tuy nhiên hạn chế lớn nhất của các chỉ tiêu này là mối quan hệ của chúng với các mục tiêu cuối cùng rất phức tạp và không rõ ràng. Vì thế ít khi nó được sử dụng làm một mục tiêu độc lập, mà thường có thể được sử dụng cùng với các mục tiêu khác như tổng lượng tiền cung ứng hoặc lãi suất.

Hộp 7.1: Hệ thống mục tiêu chính sách tiền tệ Việt Nam

Theo Điều 3, khoản 1 Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2010), Ngân hàng Nhà nước thực thi chính sách tiền tệ nhằm mục tiêu ổn định giá trị đồng tiền biểu hiện bằng chỉ tiêu lạm phát. Như vậy, mục tiêu cuối cùng của chính sách tiền tệ Việt Nam được xác định là mục tiêu ổn định giá cả, thể hiện thông qua tỉ lệ lạm phát. Bảng 7.1 thể hiện tỉ lệ lạm phát và tăng trưởng kinh tế mục tiêu và thực hiện ở Việt Nam trong giai đoạn 2000-2017. Theo đó, cách đặt mục tiêu ổn định giá cả ở Việt Nam thường là thấp hơn một con số cụ thể hoặc thấp hơn tốc độ tăng trưởng GDP.

Bảng 7.1: Tỷ lệ lạm phát và tăng trưởng kinh tế - chỉ tiêu và thực hiện

Năm	Tỷ lệ lạm phát (%/năm)		Tốc độ tăng trưởng kinh tế (%/năm)	
	Mục tiêu	Thực hiện	Mục tiêu	Thực hiện
2000	6	-0.6	5.5 – 6	6
2001	< 5	0.8	7.5 - 8	6.8
2002	< 5	4	7 – 7.5	7.04
2003	< 5	3	7.5	7.24
2004	5	9.5	8	7.7
2005	6.5	8.4	8.5	8.4



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

2006	< GDP	6.6	8	8.23
2007	< GDP	12.63	8.2 – 8.5	8.46
2008	< GDP	19.89	7	6.31
2009	< 15%	6.52	6.5	5.32
2010	< 7%	11.75	6.5	6.78
2011	< 7%	18.13	6-6.5	5.89
2012	< 7%	6.81	6-6.5	5.03
2013	< 7%	6.04	5.5	5.42
2014	< 7%	4.09	5.8	5.98
2015	< 5%	0.63	6.2	6.68
2016	< 5%	4.74	6.7	6.21
2017	< 4%	3.53	6.7	6.81

Nguồn: Tổng cục Thống kê

Để đạt được mục tiêu cuối cùng là ổn định giá cả, mục tiêu trung gian được lựa chọn ở Việt Nam là tốc độ tăng trưởng M2 và dư nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng. Bảng 7.2 thể hiện chỉ tiêu tăng M2 và dư nợ tín dụng ở Việt Nam giai đoạn 2006-2017.

Bảng 7.2: Chỉ tiêu tăng M2, dư nợ tín dụng

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Mức tăng M2 (%)	33.6	46.1	20.3	29	33.3	12.4	22.4	18.5	17.6	16.2	18.4	14.2
Mức tăng dư nợ TD (%)	25.4	53.9	25.4	37.5	31.2	14.4	8.9	12.5	14.1	18	18.3	17

Nguồn: NHNN



7.2.3. Chỉ tiêu hoạt động

Là các chỉ tiêu có phản ứng tức thời với sự điều chỉnh của công cụ CSTT. Các tiêu chuẩn lựa chọn chỉ tiêu làm mục tiêu hoạt động cũng tương tự như tiêu chuẩn lựa chọn mục tiêu trung gian:

- 1/ Chỉ tiêu đó phải đo lường được nhằm tránh những sự suy diễn thiếu chính xác làm sai lệch dấu hiệu của CSTT;
- 2/ Phải có mối quan hệ trực tiếp và ổn định với các công cụ của CSTT;
- 3/ Có mối quan hệ chặt chẽ và ổn định với mục tiêu trung gian được lựa chọn.

Căn cứ vào tiêu chuẩn trên các chỉ tiêu thường được lựa chọn làm mục tiêu hoạt động của NHTW bao gồm:

a. Lãi suất liên ngân hàng

Việc xác định một mức lãi suất cụ thể làm mục tiêu hoạt động căn cứ trước hết vào mục tiêu trung gian được lựa chọn, chẳng hạn lượng tiền cung ứng M^* . Sau đó mức cầu tiền của nền kinh tế được tính toán nhằm xác định một mức lãi suất tại điểm cân bằng cung cầu tiền. Với điều kiện cầu tiền ổn định, việc không chế lãi suất đó cho phép đạt được mức cung tiền mục tiêu. Trên cơ sở đó, mức lãi suất liên ngân hàng cụ thể được xác định nhằm đạt được mục tiêu trung gian.

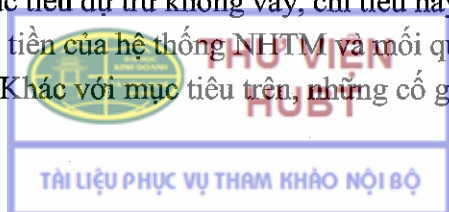
b. Dự trữ không vay

Được sử dụng căn cứ vào cơ chế tạo tiền của hệ thống ngân hàng và tổng lượng tiền cung ứng làm mục tiêu (được thể hiện trong công thức: $MS = m \times MB$). Dựa vào đẳng thức này khối tiền MB và dự trữ không vay được tính toán và xác định sau khi đã loại trừ lượng tiền được công chúng nắm giữ và lượng dự trữ đi vay. Mục tiêu tức thời của CSTT giờ đây là lượng dự trữ không vay mà NHTW có thể chi phối thông qua nghiệp vụ thị trường mở.

Cơ chế điều hành qua dự trữ không vay có hiệu quả khi có các dự tính chính xác về dự trữ đi vay, nhu cầu nắm giữ tiền của công chúng và hệ số nhân tiền. Quan trọng hơn, mối quan hệ giữa dự trữ không vay và khối tiền cung ứng phải chặt chẽ.

c. Dự trữ đi vay

Tương tự như mục tiêu dự trữ không vay, chỉ tiêu này cũng được xác định căn cứ vào cơ chế tạo tiền của hệ thống NHTM và mối quan hệ giữa dự trữ và lượng tiền cung ứng. Khác với mục tiêu trên, những cố gắng để đạt được mục



tiêu hoạt động này có tác dụng làm giảm nhẹ sự biến động của mức lãi suất. Khi lãi suất cho vay của các NHTM tăng lên, nhu cầu vay của các ngân hàng tăng lên thúc đẩy nhu cầu bổ sung vốn từ NHTW. Điều này làm cho mức dự trữ đi vay có thể vượt quá mức mục tiêu và buộc NHTW phải tăng thêm mức dự trữ không vay thông qua nghiệp vụ thị trường mở, lãi suất vì thế mà giảm xuống. Hành động này, tuy nhiên, làm cho tổng mức MB và vì thế tổng lượng tiền cung ứng tăng lên. Xét ở khía cạnh này, việc lựa chọn dự trữ đi vay làm mục tiêu hoạt động thực chất là lựa chọn lãi suất làm mục tiêu trung gian và để cho tổng khối tiền cung ứng biến động.

Hộp 7.2: Hệ thống mục tiêu và công cụ chính sách tiền tệ các quốc gia

Bảng dưới đây tóm tắt hệ thống mục tiêu và công cụ chính sách tiền tệ (không bao gồm các công cụ phi truyền thống) của một số quốc gia trên thế giới.

Bảng 7.3: Hệ thống mục tiêu chính và công cụ sách tiền tệ của một số nước

NƯỚC	CÔNG CỤ CSTT	MỤC TIÊU HOẠT ĐỘNG	MỤC TIÊU TRUNG GIAN	MỤC TIÊU CHÍNH SÁCH
Pháp	- Tín dụng theo lãi suất biến đổi - Dự trữ bắt buộc	- Lãi suất thị trường liên ngân hàng	- M_3	- Ổn định giá cả
Đức	- Tái chiết khấu - Thị trường mở - Dự trữ bắt buộc	- Lãi suất thị trường liên ngân hàng	- M_3	- Ổn định giá cả
Anh	- Thị trường mở	- Lãi suất thị trường liên ngân hàng	- M_2 , M_3	- Ổn định giá cả
Mỹ	- Thị trường mở - Dự trữ bắt buộc	- Lãi suất thị trường liên ngân hàng	- $M_2 + C_d$	- Đủ việc làm - Ổn định giá cả - Ổn định các lãi suất dài hạn.
Nhật	- Thị trường mở - Chính sách chiết	- Lãi suất thị trường liên	- M_2	- Ổn định giá cả - Tăng trưởng



	khẩu - Dự trữ bắt buộc	ngân hàng		kinh tế - Cân bằng cán cân thanh toán
Việt Nam	- Nghiệp vụ thị trường mở - Lãi suất - Chính sách tái cấp vốn - Tỷ giá - Dự trữ bắt buộc - Hạn mức tín dụng		-M ₂ - Tăng trưởng tín dụng	- Ổn định giá cả

Nguồn: Tổng hợp từ Ngân hàng trung ương các nước

7.3. CÔNG CỤ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Công cụ CSTT là các hoạt động được thực hiện trực tiếp bởi NHTW nhằm ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến khối lượng tiền trong lưu thông và lãi suất, từ đó mà đạt được các mục tiêu của CSTT.

7.3.1. Công cụ chính sách tiền tệ truyền thống

7.3.1.1. Công cụ trực tiếp

Đây là công cụ tác động trực tiếp vào khối lượng tiền trong lưu thông (hoặc các mức lãi suất trung và dài hạn). Công cụ trực tiếp được áp dụng phổ biến ở các nước trong thời kỳ hoạt động tài chính được điều tiết chặt chẽ là hạn mức tín dụng.

Hạn mức tín dụng là mức dự nợ tối đa mà NHTW buộc các TCTD phải tôn trọng khi cấp tín dụng cho nền kinh tế. Mức dự nợ được quy định cho từng ngân hàng căn cứ vào đặc điểm kinh doanh của từng ngân hàng (cơ cấu khách hàng, mức rủi ro), định hướng cơ cấu kinh tế tổng thể, nhu cầu tài trợ các đối tượng chính sách và nó phải nằm trong giới hạn của tổng dự nợ tín dụng dự tính của toàn bộ nền kinh tế trong một khoảng thời gian nhất định.

Công cụ này thường được sử dụng trong trường hợp lạm phát cao nhằm khống chế trực tiếp và ngay lập tức lượng tín dụng cung ứng. Trong trường hợp khi các công cụ gián tiếp không phát huy hiệu quả do TTTT chưa phát triển, hoặc do mức cầu tiền tệ không nhạy cảm với sự biến động lãi suất, hay NHTW không có khả năng khống chế và kiểm soát được sự biến động của lượng vốn

khả dụng của hệ thống NHTM, thì công cụ hạn mức tín dụng là cứu cánh của NHTW trong việc điều tiết lượng tiền cung ứng.

Tuy nhiên, hiệu quả điều tiết của công cụ này không cao bởi nó thiếu linh hoạt và đôi khi đi ngược lại với chiều hướng biến động của thị trường tín dụng do đó đẩy lãi suất lên cao hoặc làm suy giảm khả năng cạnh tranh của các NHTM.

Trong điều kiện chưa áp dụng được các công cụ gián tiếp, NHNN Việt Nam bắt đầu sử dụng hạn mức tín dụng như công cụ của CSTT từ tháng 6/1994. Đối tượng áp dụng ban đầu là 4 NHTM quốc doanh, chiếm đến 90% tổng dư nợ cho vay của cả hệ thống các TCTD. Bước đầu hạn mức này đã khống chế được mức tăng dư nợ ngắn hạn là 24% so với 1993. Tuy nhiên, đến 1995, hạn chế của công cụ này thể hiện rõ nét khi mức tăng dư nợ tín dụng thực tế vượt hạn mức tín dụng cho phép tới 1,66 lần, năm 1996 vượt tới 2 lần. Sang đến năm 1997 và 1998 tình hình lại biến chuyển ngược lại, hạn mức tín dụng thừa ra so với khả năng hấp thụ vốn của nền kinh tế. Công cụ hạn mức tín dụng trở nên không có hiệu quả, một phần vì bản thân công cụ này đã mang tính chất hành chính và thiếu linh hoạt, nhưng hạn chế chủ yếu của nó là xuất phát từ sự thiếu căn cứ trong xác định hạn mức tín dụng và sự lỏng lẻo của các chế tài trong việc quản lý hạn mức này.

Bên cạnh hạn mức tín dụng, NHTW có thể điều tiết trực tiếp các mục tiêu trung gian thông qua việc ấn định lãi suất hoặc tỷ giá.

7.3.1.2. Công cụ gián tiếp

Đây là nhóm công cụ tác động trước hết vào mục tiêu hoạt động của CSTT, thông qua cơ chế thị trường mà tác động này được truyền đến các mục tiêu trung gian là khối lượng tiền cung ứng và lãi suất. Thuộc về nhóm công cụ này là:

a. Dự trữ bắt buộc (DTBB):

DTBB là số tiền mà các NHTM buộc phải duy trì trên một tài khoản tiền gửi không hưởng lãi tại NHTW. Nó được xác định bằng một tỷ lệ phần trăm nhất định trên tổng số dư tiền gửi tại một khoảng thời gian nào đó. Mức DTBB được quy định khác nhau căn cứ vào thời hạn tiền gửi, vào quy mô và tính chất hoạt động của NHTM.

Hiện nay, DTBB được quản lý theo nguyên tắc bình quân. Có nghĩa là mức dự trữ yêu cầu cho một thời kỳ nào đó (thời kỳ duy trì) được xác định căn cứ vào tỷ lệ phần trăm quy định trên số dư tiền gửi bình quân ngày trong thời kỳ trước (gọi là thời kỳ xác định). Thời kỳ xác định và thời kỳ duy trì có thể nối tiếp nhau (Việt Nam áp dụng cách quản lý này với độ dài thời gian là một



tháng), có thể trùng nhau một giai đoạn nào đó hoặc có thể gần như trùng khớp nhau. Cách quản lý khác nhau có thể ảnh hưởng đến hiệu quả của công cụ DTBB trong một chừng mực nào đó.

*** Cơ chế tác động của dự trữ bắt buộc:**

Việc thay đổi tỷ lệ DTBB và do đó mức DTBB ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng theo ba cách:

- *Thứ nhất*, tỷ lệ DTBB tăng lên làm tăng lượng tiền DTBB và giảm lượng dự trữ dư thừa trong hệ thống ngân hàng. Điều này làm giảm khả năng cho vay của hệ thống NHTM, từ đó dẫn đến mức cung tiền giảm. Mặt khác, tỉ lệ DTBB tăng làm giảm hệ số nhân tiền m, dẫn đến mức cung tiền MS giảm.

- *Thứ hai*, tỷ lệ DTBB tăng lên làm tăng cầu vốn NHTW trên thị trường liên ngân hàng nhằm đáp ứng yêu cầu DTBB. Trong điều kiện cung vốn khả dụng không thay đổi, sự tăng lên này của cầu vốn làm tăng lãi suất liên ngân hàng, từ đó gây ảnh hưởng đến các mức lãi suất dài hạn và khối lượng tiền cung ứng.

- *Thứ ba*, tỷ lệ DTBB tăng làm tăng chi phí đầu vào cho NHTM, nếu chi phí này quá lớn buộc NHTM phải tăng lãi suất cho vay để bù đắp.

Quyết định giảm tỷ lệ DTBB sẽ gây nên những ảnh hưởng ngược lại. Thí dụ, bảng tổng kết tài sản của của một ngân hàng trước khi có sự thay đổi tỷ lệ DTBB như trong bảng sau:

Tỷ lệ DTBB: 10%

Tài sản Có	Tài sản Nợ
Dự trữ: 100	Tiền gửi: 1000
Cho vay: 900	

Với tỷ lệ DTBB là 10%, và tiền gửi là 1000, ngân hàng giữ 100 cho yêu cầu DTBB và có thể cho vay tối đa 900.

Tỷ lệ DTBB: 5%.

Tài sản Có	Tài sản Nợ
Dự trữ: 100	Tiền gửi: 1000
+ Dự trữ bắt buộc: 50	
+ Dự trữ vượt mức: 50	



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Khi tỷ lệ DTBB giảm xuống 5%, ngân hàng vẫn có 100 dự trữ, nhưng trong đó phần dự trữ vượt mức là 50. Đây là bộ phận ngân hàng sẵn sàng cho vay, làm cho tổng số cho vay có thể lên đến 950. Điều này xảy ở tất cả các ngân hàng và sự tác động qua lại giữa các ngân hàng sẽ tạo nên sự thay đổi trong tổng số cho vay và tiền gửi của cả hệ thống bằng bội số của sự thay đổi dự trữ ban đầu.

Lợi thế chủ yếu của DTBB trong việc kiểm soát lượng tiền cung ứng là sự thay đổi tỷ lệ DTBB sẽ ảnh hưởng một cách bình đẳng đến tất cả các ngân hàng. Đây là công cụ có quyền lực ảnh hưởng rất mạnh đến khối lượng tiền cung ứng. Chỉ cần một phần trăm thay đổi tỷ lệ DTBB tính trên tổng số dư tiền gửi bình quân ngày, mức dự trữ sẽ thay đổi đáng kể và dẫn đến sự thay đổi theo cấp số nhân của khối lượng tiền cung ứng. Điều này làm cho công cụ DTBB trở nên thiếu linh hoạt vì sự thay đổi thường xuyên sẽ gây nên sự bất ổn định cho hoạt động của các ngân hàng và chi phí cho sự điều chỉnh thích ứng với tỷ lệ DTBB mới là rất tốn kém. Mặt khác, sự thay đổi DTBB (đặc biệt trong trường hợp tăng) gây ảnh hưởng ngay lập tức và trực tiếp đến lượng vốn khả dụng của hệ thống ngân hàng. Vì thế công cụ này thường được sử dụng kết hợp với các công cụ khác nhằm điều chỉnh lượng vốn khả dụng các ngân hàng khi cần thiết.

Hộp 7.3: Công cụ dự trữ bắt buộc tại Việt Nam

Theo Điều 14 Luật Ngân hàng Nhà nước (2010), dự trữ bắt buộc là số tiền mà tổ chức tín dụng phải gửi tại Ngân hàng Nhà nước để thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia. Ngân hàng Nhà nước quy định tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với từng loại hình tổ chức tín dụng và từng loại tiền gửi tại tổ chức tín dụng, đồng thời quy định việc trả lãi đối với tiền gửi dự trữ bắt buộc, tiền gửi vượt dự trữ bắt buộc của từng loại hình tổ chức tín dụng đối với từng loại tiền gửi. Bảng dưới đây thể hiện tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với các tổ chức tín dụng tại Việt Nam từ tháng 9/2011.

Bảng 7.4: Tỷ lệ DTBB của Việt Nam từ tháng 9/2011

Tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi bằng VND áp dụng theo QĐ 379/QĐ-NHNN ngày 24/2/2009 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 3/2009), tỷ lệ DTBB đối với tiền gửi bằng USD áp dụng theo QĐ 1925/QĐ-NHNN ngày 26/8/2011 (áp dụng từ kỳ dự trữ tháng 9/2011)



Loại TCTD	Tiền gửi VND		Tiền gửi ngoại tệ	
	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên	Không kỳ hạn và dưới 12 tháng	Từ 12 tháng trở lên
Các NHTM Nhà nước (không bao gồm NHNo & PTNT), NHTMCP đô thị, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, ngân hàng liên doanh, công ty tài chính, công ty cho thuê tài chính	3%	1%	8%	6%
Ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển nông thôn	1%	1%	7%	5%
NHTMCP nông thôn, ngân hàng hợp tác, Quỹ tín dụng nhân dân TW	1%	1%	7%	5%
TCTD có số dư tiền gửi phải tính DTBB dưới 500 triệu đồng, QTĐN cơ sở, Ngân hàng Chính sách xã hội	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

b. Chính sách tái cấp vốn

Chính sách tái cấp vốn bao gồm các quy định và điều kiện cho vay của NHTW đối với các NHTM. NHTW cho vay ngắn hạn trên cơ sở chiết khấu các chứng từ có giá ngắn hạn; chủ yếu là tín phiếu Kho bạc và thương phiếu. Các NHTM đi vay NHTW nhằm bù đắp hoặc bổ sung nhu cầu vốn khả dụng và hình thành nên bộ phận dự trữ đi vay. Bộ phận này được sử dụng như bất kỳ bộ phận dự trữ nào khác để bù đắp nhu cầu DTBB bổ sung số dự trữ vượt mức để đáp ứng nhu cầu vốn của nền kinh tế hoặc ngăn chặn nguy cơ phá sản của các ngân hàng khi cần thiết. Điểm khác biệt chủ yếu giữa dự trữ đi vay và dự trữ khác là chúng phải được trả lại cho NHTW khi đến hạn.

** Cơ chế ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng*

Trong công cụ này NHTW ấn định hạn mức tái chiết khấu, lãi suất tái chiết khấu và các điều kiện tái chiết khấu. Những thay đổi này ảnh hưởng đến mục tiêu cuối cùng chỉ khi các NHTM có nhu cầu vay NHTW và ảnh hưởng qua cả hai con đường: khối lượng và giá. Khối lượng vốn khả dụng được bổ sung từ NHTW có thể bị giới hạn hoặc nở rộng căn cứ vào hạn mức tái chiết khấu và các điều kiện tái chiết khấu, qua đó mà ảnh hưởng đến khả năng tạo tiền của hệ thống NHTM. Khi lượng vốn khả dụng thay đổi, nó sẽ làm cho quan hệ cung cầu vốn và do đó lãi suất thị trường liên ngân hàng thay đổi.

Sự thay đổi mức lãi suất tái chiết khấu tác động trước hết vào giá đầu vào của các NHTM, vì thế các ngân hàng này dần dần tăng (hoặc giảm) lãi suất cho vay, do đó làm giảm (hoặc tăng) nhu cầu tín dụng. Bên cạnh đó, khi lãi suất chiết khấu tăng lên (hoặc giảm), các NHTM không thể vay NHTW một cách dễ dàng (hoặc là mở rộng khả năng vay), điều này buộc các NHTM phải giảm bớt khả năng cung ứng tín dụng để hồi phục dự trữ, hoặc mở rộng cho vay trong trường hợp ngược lại.

Sự thay đổi lãi suất tái chiết khấu được coi như dấu hiệu của định hướng CSTT của NHTW. Vì thế nó có hiệu ứng thông báo do sự trông đợi và dự đoán của thị trường. Các tuyên bố của NHTW về chiều hướng biến động lãi suất tái chiết khấu: tăng lên (dấu hiệu của chính sách tiền thắt chặt) hoặc giảm xuống (dấu hiệu của CSTT nới lỏng) có tác dụng hướng dẫn hành vi của thị trường theo định hướng CSTT. Tuy nhiên hiệu ứng thông báo chỉ có hiệu quả khi lãi suất tái chiết khấu phù hợp với mức lãi suất thị trường. Trong trường hợp lãi suất tái chiết khấu cao hơn hoặc thấp hơn mức lãi suất thị trường, sự thay đổi lãi suất thực chất là sự “điều chỉnh kỹ thuật” nhằm phù hợp với lãi suất thị trường. Hiệu ứng thông báo, trong trường hợp này sẽ trở nên phản tác dụng.

Công cụ này có khả năng điều tiết một cách linh hoạt các mục tiêu trung gian. Tuy nhiên mức độ phát huy hiệu quả của công cụ này căn cứ vào mức độ phụ thuộc về vốn của NHTM vào NHTW, vì thế nó là công cụ kém chủ động. Để khắc phục nhược điểm này người ta thường sử dụng kết hợp với công cụ DTBB.

Hộp 7.4: Công cụ tái cấp vốn tại Việt Nam

Theo Điều 11 và 12 Luật Ngân hàng Nhà nước (2010), tái cấp vốn là hình thức cấp tín dụng của Ngân hàng Nhà nước nhằm cung ứng vốn ngắn hạn và phương tiện thanh toán cho tổ chức tín dụng. Ngân hàng Nhà nước quy định và thực hiện việc tái cấp vốn cho tổ chức tín dụng, đồng thời công bố lãi suất tái cấp vốn, lãi suất cơ bản và các loại lãi suất khác để điều hành chính sách tiền tệ, chống cho vay nặng lãi. Bảng dưới đây thể hiện cặp lãi suất tái chiết khấu, tái cấp vốn do Ngân hàng Nhà nước công bố trong giai đoạn 2012-2017.

Bảng 7.5: Lãi suất tái chiết khấu, tái cấp vốn của NHNN từ tháng 3/2012

Lãi suất tái chiết khấu	Lãi suất tái cấp vốn	Văn bản quyết định	Ngày áp dụng
4,25%	6,25%	1424/QĐ-NHNN	10/7/2017
4,5%	6,5%	496/QĐ-NHNN	18/3/2014
5%	7%	1073/QĐ-NHNN	13/5/2013
6%	8%	643/QĐ-NHNN	26/3/2013
7%	9%	2646/QĐ-NHNN	24/12/2012
8%	10%	1289/QĐ-NHNN	1/7/2012
9%	11%	1196/QĐ-NHNN	11/6/2012
10%	12%	1081/QĐ-NHNN	28/05/2012
11%	13%	693/QĐ-NHNN	11/4/2012
12%	14%	407/QĐ-NHNN	13/03/2012

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước

c. Nghiệp vụ thị trường mở

Nghệp vụ thị trường mở là các hoạt động của NHTW trên thị trường mở thông qua việc mua bán các chứng khoán. Các hoạt động này ảnh hưởng trực tiếp đến dự trữ của các NHTM và ảnh hưởng gián tiếp đến các mức lãi suất.

** Cơ chế tác động của nghiệp vụ thị trường mở:*

- *Thứ nhất:* Khi NHTW mua (bán) các chứng khoán, nó sẽ làm tăng (giảm) ngay lập tức dự trữ của các NHTM, dù người bán là NHTM hay khách hàng của nó. Vì thế khả năng tạo tiền gửi thông qua cung ứng tín dụng của hệ thống ngân hàng giảm xuống, từ đó ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng.

- *Thứ hai:* Khi vốn khả dụng của từng ngân hàng cá nhân giảm (tăng) do tác động của hoạt động thị trường mở, mức cung vốn trên TTTT liên ngân hàng

giảm xuống (hoặc tăng lên), trong điều kiện các yếu tố liên quan không đổi, lãi suất thị trường liên ngân hàng tăng lên (giảm xuống). Thông qua các hoạt động arbitrage về lãi suất, ảnh hưởng này được truyền đến các mức lãi suất của các công cụ thị trường mở, và lãi suất thị trường trái phiếu. Kết quả là chi phí cơ hội đối với người có vốn dư thừa và giá vốn đầu tư đối với người thiếu hụt vốn tăng lên (giảm xuống), làm giảm nhu cầu đầu tư và nhu cầu tiêu dùng của xã hội, và do đó mà giảm sản lượng, giá cả và công ăn việc làm.

- *Thứ ba:* Hoạt động thị trường mở còn ảnh hưởng đến cung cầu và do đó giá các chứng khoán thuộc phạm vi can thiệp, chủ yếu là tín phiếu Kho bạc. Trong trường hợp NHTW bán chứng khoán, lượng chứng khoán tăng lên trong khi nhu cầu chứng khoán không đổi, làm cho giá cả các chứng khoán giảm xuống, và làm tăng mức sinh lời của chúng. Điều này buộc các tổ chức nhận tiền gửi phải tăng lãi suất để hạn chế tình trạng “phi trung gian hoá”. Đồng thời lãi suất của các chứng khoán mới phát hành cũng bị kích thích tăng tương ứng.

Nghịệp vụ thị trường mở: NHTW mua chứng khoán	
<i>Ví dụ này chỉ ra cách NHTW thực hiện nghiệp vụ mua chứng khoán Chính phủ. Trước hết người kinh doanh chứng khoán bán một lượng chứng khoán giá 100 cho NHTW, đổi lại NHTW trả séc cho người kinh doanh chứng khoán. Tiếp theo người kinh doanh CK nộp séc vào ngân hàng. Cuối cùng ngân hàng gửi séc đến NHTW và có số dư tiền gửi là 100 tại NHTW.</i>	
NHTW	Người kinh doanh CK
TSC: chứng khoán Chính phủ +100	TSC: chứng khoán CP: -100
TSN: séc trả cho người KDCK +100	TSC: séc thanh toán từ NHTW: +100
TSN: séc trả cho người KDCK -100	TSC: séc được NHTW trả: -100
TSN: tài khoản dự trữ của các ngân hàng: +100	TSC: gửi tiền tại ngân hàng +100
Ngân hàng	
TSC: séc do NHTW +100	
TSN: tiền gửi +100	
TSC: dự trữ tại NHTW +100	
TSC: séc từ NHTW -100	

Đây là công cụ điều tiết các mục tiêu trung gian có hiệu quả nhất vì nó rất linh hoạt và chủ động. Hơn nữa sự tác động của nghiệp vụ thị trường mở là lợi



dụng cơ chế của thị trường nên các đối tượng chịu sự tác động thường khó chống đỡ hoặc đảo ngược lại chiều hướng điều chỉnh của NHTW. Mặc dù nghiệp vụ thị trường mở được thực hiện theo nguyên tắc tự nguyện; những người kinh doanh chứng khoán không bị bắt buộc mua hoặc bán theo một giá ấn định, nhưng NHTW có thể thực hiện được yêu cầu của mình bằng việc điều chỉnh giá sao cho nó trở nên hấp dẫn đối tác. Điều kiện quan trọng nhất cho phép sử dụng công cụ này là sự phát triển của thị trường vốn thứ cấp nói chung và TTTT nói riêng. Các chứng khoán được mua, bán trong nghiệp vụ thị trường mở là các chứng khoán đã phát hành trước đây và đang lưu thông trên thị trường thứ cấp. Ngoài ra NHTW phải có khả năng kiểm soát và dự đoán sự biến động của lượng vốn khả dụng trong hệ thống ngân hàng.

Hộp 7.5: Công cụ nghiệp vụ thị trường mở tại Việt Nam

Theo Điều 15 Luật Ngân hàng Nhà nước (2010), Ngân hàng Nhà nước thực hiện nghiệp vụ thị trường mở thông qua việc mua, bán giấy tờ có giá đối với tổ chức tín dụng, đồng thời quy định loại giấy tờ có giá được phép giao dịch thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Bảng dưới đây thể hiện doanh số giao dịch trên thị trường mở của Ngân hàng Nhà nước giai đoạn 2008-2015.

Bảng 7.6. Doanh số giao dịch trên thị trường mở giai đoạn 2008-2015.

Đơn vị: Tỷ đồng

Năm	Tổng doanh số mua	Tổng doanh số bán	Số phiên giao dịch	Số lượt thành viên	KL trúng thầu mua bình quân/phiên	KL trúng thầu bán bình quân/phiên
2007	61.133	356.844	355	650	855	767
2008	947.206	88.860	402	3.280	947	305
2009	966.980	102	329	3.121	3.718	1
2010	2.101.420	7.295	491	6.106	4.297	0
2011	2.801.253	0	431	8.469	6.499	0
2012	449.922	174.000	378	2.434	1.505	2.203
2013	179.386	254.863	418	1.251	698	1.583
2014	101.200	353.616	484	1.903	400	1.531
2015	403.490	233.350	388	1.023	1.563	1.127

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

7.3.2. Công cụ chính sách tiền tệ phi truyền thống

Công cụ CSTT phi truyền thống có thể được hiểu là tất cả các biện pháp và chính sách can thiệp của NHTW nhằm khắc phục các hạn chế của cơ chế truyền dẫn CSTT hoặc nhằm nới lỏng các điều kiện tiền tệ hơn nữa khi các công cụ truyền thống không thể phát huy tác động một cách đầy đủ. Các công cụ CSTT phi truyền thống bao gồm 3 loại chính: Công cụ định hướng chính sách, Công cụ cung cấp thanh khoản và Công cụ mua tài sản quy mô lớn. Ngoài ra, một số NHTW trên thế giới hiện nay còn sử dụng công cụ lãi suất âm và công cụ khuyến khích cho vay để bổ sung cho các công cụ trên.

a. Công cụ định hướng chính sách

Định hướng chính sách (forward guidance) là việc NHTW cung cấp các thông tin, kỳ vọng, quan điểm của họ về cách thức điều hành CSTT trong tương lai. Dựa trên những thông tin này, các chủ thể kinh tế sẽ đưa ra các quyết định đầu tư và tiêu dùng phù hợp với định hướng của NHTW. Công cụ định hướng chính sách không trực tiếp ảnh hưởng tới bảng cân đối tài sản của NHTW. Mục tiêu của công cụ định hướng chính sách là nhằm tác động tới kỳ vọng của các chủ thể kinh tế về lãi suất ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Khi nền kinh tế rơi vào suy thoái, công cụ định hướng chính sách sẽ thông qua cấu trúc kỳ hạn của lãi suất làm phẳng hơn đường cong lãi suất (giảm lãi suất dài hạn), từ đó thúc đẩy hoạt động tín dụng, đầu tư và tiêu dùng.

Công cụ định hướng chính sách có thể chia làm ba loại: định hướng mở (**open-ended guidance**), định hướng theo thời gian (**time-contingent guidance**), và định hướng theo điều kiện (**state-contingent guidance**).

Định hướng mở: NHTW cung cấp thông tin định tính về đường lối điều hành CSTT trong tương lai, thường là khoảng thời gian duy trì mức lãi suất điều hành hiện tại. Ví dụ, NHTW công bố dự báo lãi suất điều hành sẽ không tăng lên trên mức hiện tại “trong một thời gian dài” hoặc “cho đến khi triển vọng tăng trưởng kinh tế được cải thiện đáng kể”.

Định hướng theo thời gian: NHTW cung cấp thông tin về thời điểm CSTT có khả năng thay đổi. Ví dụ, NHTW công bố dự báo lãi suất điều hành sẽ không tăng lên trên mức hiện tại cho đến một thời điểm xác định trong tương lai.

Định hướng theo điều kiện: NHTW cung cấp thông tin về các điều kiện kinh tế có thể dẫn tới sự thay đổi trong CSTT. Ví dụ, NHTW công bố dự báo lãi suất điều hành sẽ không tăng lên trên mức hiện tại cho đến khi tỷ lệ lạm



phát, tỉ lệ thất nghiệp hoặc tốc độ tăng trưởng kinh tế đạt mức độ nhất định và cho thấy sự nhất quán với mục tiêu lạm phát trong trung hạn.

Cơ chế tác động của công cụ định hướng chính sách tới nền kinh tế như sau:

Thứ nhất, ảnh hưởng đến kỳ vọng lãi suất ngắn hạn, tùy thuộc vào quan điểm của các chủ thể kinh tế về việc CSTT sẽ được thực thi như thế nào trong tương lai.

Thứ hai, giảm thiểu sự không chắc chắn về diễn biến lãi suất ngắn hạn.

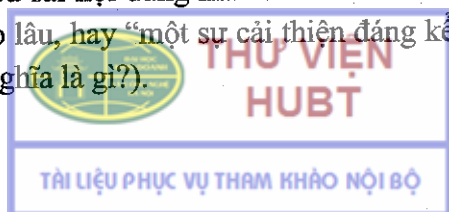
Thứ ba, giảm thiểu phần bù kỳ hạn (term premium), yếu tố phản ánh phần chênh lệch mà nhà đầu tư được hưởng do sự không chắc chắn về mức độ biến động lãi suất trong tương lai.

Thứ tư, tác động đến giá các tài sản khác thông qua việc ảnh hưởng đến mức độ và sự biến động của lãi suất phi rủi ro ngắn hạn với điều kiện các yếu tố khác không đổi.

Công cụ định hướng chính sách có thể tạo ra hai tác động ngược chiều đối với lãi suất dài hạn. Một mặt, việc làm giảm lãi suất kỳ vọng trong ngắn hạn và thu hẹp phần bù kỳ hạn sẽ góp phần làm giảm lãi suất ở các kỳ hạn dài hơn. Mặt khác, nếu công cụ định hướng chính sách củng cố kỳ vọng về sự phục hồi kinh tế trong tương lai, thì lãi suất kỳ hạn dài lại có thể tăng lên. Do đó, tác động tổng thể của công cụ định hướng chính sách đến lãi suất dài hạn sẽ phụ thuộc vào sự cân đối giữa hai tác động này. Tuy nhiên, bằng cách giúp công chúng hiểu rõ hơn về thời gian và mức độ nói lỏng CSTT trong tương lai, công cụ định hướng chính sách được cho là có thể giảm thiểu rủi ro lãi suất ngắn hạn sớm tăng trở lại khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi, đồng thời giảm bớt sự không chắc chắn về biến động của lãi suất. Qua đó, sản lượng, việc làm và thu nhập sẽ có khả năng hồi phục về mức độ tiềm năng, phù hợp với mục tiêu ổn định giá cả trong trung hạn của NHTW.

Công cụ định hướng chính sách có thể có những ưu điểm và nhược điểm như sau:

Định hướng mở: Việc cung cấp thông tin định tính về đường lối điều hành CSTT cho phép NHTW phản ứng linh hoạt với các cú sốc không lường trước được. Tuy nhiên, phương pháp này lại có nhược điểm là hàm lượng thông tin không nhiều, ngôn ngữ diễn đạt không cụ thể, có nguy cơ khiến công chúng không hiểu hoặc hiểu sai nội dung mà NHTW muốn truyền đạt (ví dụ: “một thời gian dài” là bao lâu, hay “một sự cải thiện đáng kể trong triển vọng tăng trưởng kinh tế” có nghĩa là gì?).



Định hướng theo thời gian: Do thông tin được cung cấp là những thời điểm xác định mà NHTW có khả năng thay đổi CSTT nên ưu điểm của phương pháp này là đơn giản, dễ hiểu và dễ giải thích. Tuy nhiên, bất kỳ sự thay đổi nào của các điều kiện kinh tế gần như chắc chắn sẽ dẫn đến sự thay đổi về khoảng thời gian lãi suất điều hành được duy trì. Do đó, phương pháp này có độ tin cậy không cao bởi nó không cung cấp thông tin về cách thức NHTW phản ứng với các cú sốc không lường trước được trong nền kinh tế. Hơn thế nữa, điều này lại có thể dẫn tới hai cách hiểu khác nhau của công chúng về thông tin được NHTW đưa ra: *Thứ nhất*, công chúng có thể hiểu rằng các thông tin được công bố phụ thuộc vào triển vọng kinh tế, và NHTW sẽ thay đổi định hướng chính sách để phản ứng với các cú sốc bất ngờ. Trong trường hợp này, nhược điểm của phương pháp định hướng theo thời gian là không cung cấp thông tin về những cú sốc có khả năng dẫn tới sự thay đổi về thời điểm NHTW tăng hoặc giảm lãi suất điều hành cũng như liệu thời điểm này sẽ xảy ra sớm hơn hay muộn hơn bao lâu so với công bố ban đầu của NHTW. Do đó, kỳ vọng của công chúng về diễn biến lãi suất điều hành vẫn có thể thay đổi, thậm chí chệch khỏi định hướng của NHTW và dẫn tới sự biến động không mong muốn tại các mức lãi suất và giá tài sản khác. *Thứ hai*, công chúng có thể hiểu rằng các thông tin được đưa ra sẽ không thay đổi, tức là NHTW sẽ giữ tín nhiệm với các công bố của mình. Tuy nhiên, nếu các điều kiện kinh tế thay đổi khiến NHTW buộc phải thay đổi định hướng chính sách thì về dài hạn, niềm tin của công chúng và sự tín nhiệm của NHTW sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực bởi họ không hiểu được nguyên nhân dẫn tới sự thay đổi này, thậm chí cho rằng NHTW thay đổi CSTT một cách tùy tiện.

Định hướng theo điều kiện: Bằng cách cung cấp thông tin về các điều kiện kinh tế có thể dẫn tới sự thay đổi trong CSTT thay vì các mốc thời gian đơn thuần, phương pháp này có thể giúp công chúng hiểu được nguyên nhân và cách thức NHTW phản ứng với các cú sốc không lường trước được, đồng thời giúp họ thay đổi kỳ vọng một cách hợp lý. Do đó, NHTW có thể định hướng kỳ vọng của công chúng một cách hiệu quả hơn, đặc biệt là khi nền kinh tế bắt đầu có dấu hiệu phục hồi. Tuy nhiên, định hướng theo điều kiện cũng có những nhược điểm nhất định. *Thứ nhất*, phương pháp này có thể gây khó hiểu đối với công chúng, bởi nó đòi hỏi người tiếp nhận phải có sự hiểu biết nhất định về các biến số kinh tế được đề cập trong công bố của NHTW cũng như diễn biến của các biến số này trong tương lai. *Thứ hai*, việc thông tin rằng lãi suất điều hành sẽ thay đổi mà chỉ dựa trên một vài biến số kinh tế đơn lẻ có thể dẫn tới

sự hiểu biết không đầy đủ về CSTT của NHTW. Do đó, NHTW có thể giải quyết vấn đề này bằng cách giúp công chúng hiểu rằng sự thay đổi của các biến số kinh tế nói trên sẽ dẫn tới việc đánh giá lại mức độ nói lòng CSTT chứ không phải việc tăng hay giảm lãi suất điều hành ngay lập tức.

b. Công cụ cung cấp thanh khoản

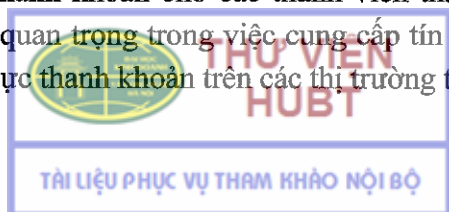
Công cụ cung cấp thanh khoản là các hoạt động của NHTW nhằm bổ sung nguồn vốn ngắn hạn cho các tổ chức tài chính, bao gồm các biện pháp cấp tín dụng mới và việc nói lòng các điều kiện để các tổ chức giao dịch chứng khoán sơ cấp và các NHTM có đủ điều kiện để vay tại cửa sổ chiết khấu của NHTW.

Theo Lavoie và cộng sự (2011), nghiệp vụ cung cấp thanh khoản của NHTW bao gồm các biện pháp sau:

Hoán đổi tài sản kém lòng: NHTW cho phép các tổ chức hoán đổi tài sản kém lòng thành các tài sản có tính lòng cao nhằm tăng khối lượng tài sản đảm bảo có đủ điều kiện giao dịch trên thị trường tín dụng. Với biện pháp này, các tổ chức mục tiêu như ngân hàng, hiệp hội xây dựng (building societies) hay tổ chức giao dịch chứng khoán sơ cấp có thể hoán đổi các tài sản kém lòng (ví dụ: trái phiếu bảo đảm bằng khoản vay mua nhà ở xã hội, chứng khoán đảm bảo bằng tài sản thế chấp MBS, chứng khoán đảm bảo bằng thẻ tín dụng...) thành tài sản có tính lòng cao như trái phiếu chính phủ trong một thời gian nhất định nhằm lành mạnh hóa bảng cân đối tài sản. Mặt khác, các tổ chức này có thể sử dụng các tài sản được hoán đổi để làm cơ sở cho việc vay vốn trên thị trường tín dụng, qua đó giảm thiểu sự căng thẳng thanh khoản của hệ thống tài chính.

Cung cấp thanh khoản cho các tổ chức tài chính mục tiêu: Với công cụ này, NHTW cung cấp các khoản vay kỳ hạn ngắn cho các nhóm đối tượng cụ thể như ngân hàng và tổ chức giao dịch chứng khoán sơ cấp với mục tiêu giảm bớt áp lực thanh khoản và ngăn lãi suất thị trường tăng.

Cung cấp thanh khoản trực tiếp cho các thành viên tham gia thị trường, mở rộng đối tượng tham gia vào các nghiệp vụ của NHTW: Sự thiếu tin tưởng lẫn nhau giữa các ngân hàng, tổ chức tài chính phi ngân hàng khiến cho những tổ chức tài chính không có quan hệ trực tiếp với NHTW không thể nhận được sự trợ giúp về thanh khoản từ NHTW. Với công cụ này, NHTW trực tiếp cung cấp thanh khoản cho các thành viên tham gia trên những thị trường đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp tín dụng cho nền kinh tế, qua đó giảm bớt áp lực thanh khoản trên các thị trường trọng điểm này.



Hoán đổi tiền tệ: Hoán đổi tiền tệ là thỏa thuận giữa hai NHTW với nhau, trong đó một NHTW hoán đổi đồng tiền của mình thành ngoại tệ do NHTW còn lại phát hành. Trong bối cảnh căng thẳng về nguồn vốn, nghiệp vụ hoán đổi tiền tệ sẽ cho phép một NHTW tiếp cận với nguồn thanh khoản bằng ngoại tệ, từ đó cung cấp cho hệ thống tài chính trong nước mà không cần sử dụng quỹ dự trữ ngoại hối.

Loại bỏ/nới lỏng hạn mức thanh khoản: Khi TTTC rơi vào tình trạng căng thẳng thanh khoản, NHTW đánh giá bản thân TTTT không thể bảo đảm thực hiện tốt chức năng phân phối vốn một cách hiệu quả và lượng vốn không đủ để đáp ứng nhu cầu thanh khoản tăng đột biến. Để giải quyết vấn đề này, NHTW sẵn sàng cung cấp theo nhu cầu của các ngân hàng với mức lãi suất cố định.

Nới lỏng các điều kiện về tài sản bảo đảm: Thông thường, các tài sản được các ngân hàng sử dụng làm tài sản bảo đảm trong các giao dịch với NHTW có mức độ rủi ro tín dụng và thanh khoản thấp. Tuy nhiên, khi lượng nắm giữ tài sản của các ngân hàng bị cạn kiệt và cũng để hỗ trợ các thị trường mục tiêu, NHTW có thể nới lỏng các điều kiện bảo đảm như mở rộng danh sách và mức tín nhiệm của các tài sản bảo đảm.

Cuộc khủng hoảng tài chính – suy thoái kinh tế khiến cho giá trị các tài sản bảo đảm, kể cả các tài sản có mức độ an toàn cao, bị suy giảm mạnh.

Về cơ chế tác động, công cụ cung cấp thanh khoản có thể tác động đến TTTC và nền kinh tế qua các kênh sau:

Tác động vào lãi suất ngắn hạn: Với vai trò bổ sung vốn trực tiếp cho các tổ chức tài chính gặp khó khăn về thanh khoản, công cụ cung cấp thanh khoản có khả năng giảm thiểu mức độ căng thẳng thanh khoản trong hệ thống tài chính, từ đó làm giảm chi phí vay vốn trong ngắn hạn.

Tác động vào phần bù rủi ro: Thông qua việc giảm thiểu mức độ căng thẳng thanh khoản trong hệ thống tài chính, công cụ phi truyền thống này cũng làm giảm áp lực thanh lý tài sản của các tổ chức tài chính nhằm tài trợ cho nhu cầu thanh khoản, từ đó giảm bớt áp lực tăng lãi suất gây ra bởi sự suy giảm của TTTT. Điều này có thể góp phần làm giảm rủi ro đối tác (counterparty risk) và phần bù rủi ro lãi suất trong điều kiện các nhân tố khác không đổi. Mặt khác, khi niềm tin của các nhà đầu tư được củng cố, họ có thể đòi hỏi mức đánh đổi thấp hơn cho cùng một đơn vị rủi ro nhất định, hay nói cách khác, phần bù rủi ro sẽ giảm đi.

Tác động vào dự trữ của hệ thống ngân hàng: Do hệ thống ngân hàng có thể tiếp cận nguồn vốn ngắn hạn một cách dễ dàng và đầy đủ hơn, nhu cầu tích trữ dự trữ dư thừa để phòng ngừa rủi ro của họ sẽ giảm xuống. Qua đó, lượng vốn được sử dụng để cho vay trong nền kinh tế sẽ tăng lên, trong điều kiện các nhân tố khác không đổi.

Ưu nhược điểm của công cụ này như sau:

Việc sử dụng công cụ cung cấp thanh khoản mang lại rủi ro tín dụng tối thiểu cho NHTW bởi các khoản cho vay đối với các ngân hàng và tổ chức giao dịch chứng khoán sơ cấp đều được đảm bảo đầy đủ bằng tài sản thế chấp đi kèm với điều kiện có truy đòi. Trong trường hợp hoán đổi tiền tệ (currency swap), các NHTW nước ngoài mới là đối tượng chịu trách nhiệm hoàn trả thay vì các tổ chức tài chính nhận được khoản vay, đồng thời phải giao nộp một lượng nội tệ tương đương với lượng ngoại tệ nhận được.

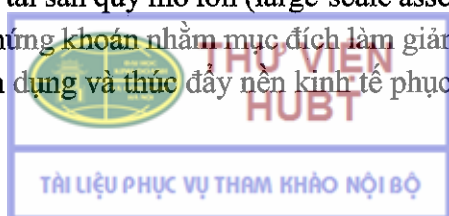
Bên cạnh đó, trong trường hợp các nhà đầu tư ngắn hạn rút vốn khỏi thị trường, thông qua việc bổ sung nguồn vốn khả dụng cho các tổ chức tài chính, đảm bảo không xảy ra hiện tượng thiếu hụt thanh khoản, công cụ cung cấp thanh khoản có thể làm giảm rủi ro hệ thống của thị trường, đồng thời khiến các tổ chức tài chính sẵn sàng cho vay hơn trong điều kiện các nhân tố khác không đổi.

Ngoài ra, với nguyên tắc các khoản vay sẽ phải được hoàn trả khi đáo hạn, công cụ cung cấp thanh khoản không tạo ra lo ngại về việc trung hòa lượng tiền đã cung ứng ra nền kinh tế như công cụ mua tài sản của NHTW.

Tuy nhiên, công cụ này cũng có những nhược điểm nhất định. *Thứ nhất*, sự lo ngại về vốn, chất lượng tài sản và rủi ro tín dụng có thể hạn chế khả năng mở rộng tín dụng của các tổ chức tài chính, ngay cả khi thanh khoản dư thừa. *Thứ hai*, việc cung cấp nguồn vốn khả dụng cho các tổ chức tài chính không trực tiếp giải quyết vấn đề mất ổn định và thiếu thanh khoản tại các thị trường phi ngân hàng quan trọng khác, như thị trường thương phiếu hay TTCK có tài sản đảm bảo – vốn là những thị trường đóng vai trò quan trọng trong việc mở rộng tín dụng của nền kinh tế.

c. Công cụ mua tài sản quy mô lớn

Nghiệp vụ mua tài sản quy mô lớn (large-scale asset purchases – LSAP) là việc NHTW mua chứng khoán nhằm mục đích làm giảm lãi suất dài hạn, từ đó hỗ trợ thị trường tín dụng và thúc đẩy nền kinh tế phục hồi mạnh mẽ hơn. Do



NHTW không trực tiếp mua chứng khoán từ nhà phát hành nên nghiệp vụ này sẽ diễn ra trên thị trường thứ cấp theo quy luật cạnh tranh của thị trường.

Liên quan đến thuật ngữ mua tài sản quy mô lớn, hiện có ba thuật ngữ khác cũng được sử dụng phổ biến là **nới lỏng định lượng (quantitative easing – QE)**, **nới lỏng tín dụng (credit easing – CE)** và **nới lỏng định tính (qualitative easing)**.

Nới lỏng định lượng là việc NHTW mua các tài sản có tính thanh khoản cao, như trái phiếu chính phủ, nhằm tăng cung tiền trong nền kinh tế. Mục tiêu của công cụ này là nhằm làm giảm lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn, vốn là lãi suất tham chiếu cho nhiều lãi suất khác trong nền kinh tế; từ đó, kéo theo mức giảm của mặt bằng lãi suất trên thị trường, thúc đẩy hoạt động đầu tư, tiêu dùng và tổng cầu. Các TCTD đóng vai trò quan trọng trong sự thành công của công cụ nới lỏng định lượng do mục tiêu hướng đến là các TCTD sẽ cung ứng các khoản vay mới trên cơ sở lượng tiền dự trữ được tạo ra. Tuy nhiên, có khả năng các TCTD sẽ giữ lượng tiền mới được tạo ra trên tài khoản tiền gửi tại NHTW. Rủi ro này có thể được giảm thiểu bằng cách chỉ thực hiện khi lãi suất đã bằng 0% hoặc tiệm cận 0%, - NHTW đã tận dụng tối đa kênh lãi suất. Ở mức lãi suất này, các TCTD sẽ không còn động cơ duy trì lượng tiền dự trữ tại NHTW. Tác động rõ rệt của công cụ này là mở rộng quy mô bảng cân đối tài sản của NHTW.

Nới lỏng tín dụng là việc NHTW mua các tài sản mục tiêu tại một số thị trường tín dụng nhất định nhằm tăng tính thanh khoản cho các thị trường này. Nói cách khác, nới lỏng tín dụng là các hoạt động của NHTW nhằm mở rộng tín dụng hoặc mua chứng khoán (thương phiếu, trái phiếu doanh nghiệp và các chứng khoán có bảo đảm bằng tài sản) mà trọng tâm là từng phân khúc thị trường khác nhau. Hiệu quả của công cụ này, khi nhắm tới các TTTC bán buôn (wholesale financial market), phụ thuộc vào tầm quan trọng của thị trường trong đáp ứng nhu cầu vốn tương ứng của hộ gia đình và doanh nghiệp.

Thứ nhất, tác động của mua chứng khoán do tư nhân phát hành lên tiền cơ sở và cung tiền về cơ bản không khác với việc mua trái phiếu chính phủ. *Thứ hai*, NHTW mua chứng khoán tư nhân đồng nghĩa với việc NHTW tương tác trực tiếp với khu vực tư nhân và phần nào thay thế các TCTD trong việc xử lý rủi ro của khu vực tư nhân. Mua hần các chứng khoán do tư nhân phát hành có tác động làm thay đổi mức độ rủi ro của bảng cân đối tài sản NHTW. Do đó, NHTW phải đánh giá cân trọng tính hợp lệ và tác động tiềm tàng của các chứng

khoán mà mình mua vào. *Thứ ba*, việc mua vào các chứng khoán do tư nhân phát hành có nguy cơ làm sai lệch hiệu quả quá trình phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế khi tập trung vào một số lĩnh vực, ngành nghề nhất định. *Thứ tư*, các doanh nghiệp lớn sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ công cụ nói lòng tín dụng hơn là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, đòi hỏi cần một công cụ song hành đáp ứng nhu cầu của nhóm doanh nghiệp này.

Trong khi nói lòng định lượng tập trung vào phần nguồn vốn của bảng cân đối tài sản NHTW thông qua tăng dự trữ của các TCTD thì nói lòng tín dụng lại tập trung vào cơ cấu các khoản vay và chứng khoán mà NHTW nắm giữ bên tài sản cũng như cơ cấu này có tác động như thế nào tới điều kiện tín dụng cho các chủ thể kinh tế. Dù vậy, cả nói lòng định lượng và nói lòng định tính đều có điểm chung là làm gia tăng quy mô bảng cân đối tài sản của NHTW. Trong khi nói lòng tín dụng có thể sử dụng ngay cả khi lãi suất vẫn ở trên mức lãi suất 0% thì công cụ nói lòng định lượng phát huy tác dụng khi lãi suất bằng 0% hoặc tiệm cận 0%.

Nói lòng định tính là việc NHTW thay đổi thành phần bảng cân đối tài sản của mình, hướng tới nắm giữ các tài sản kém lòng và rủi ro hơn, trong khi quy mô bảng cân đối không bị ảnh hưởng.

Về cơ chế tác động, nghiệp vụ mua tài sản có thể tác động đến nền kinh tế thông qua các cách sau:

Hiệu ứng cân bằng danh mục (Portfolio rebalance effect): Việc mua tài sản của NHTW có thể làm tăng giá tài sản được mua và cả các tài sản khác trên TTTC. Cụ thể, khi NHTW mua tài sản, lượng tiền người bán nắm giữ sẽ tăng lên. Trừ khi tiền là lựa chọn thay thế hoàn hảo cho tài sản bán ra, nếu không người bán sẽ nỗ lực tái cân bằng danh mục đầu tư bằng cách mua các tài sản thay thế tốt hơn khác. Điều này sẽ làm thay đổi lượng tiền mà người bán tiếp theo nắm giữ, rồi sau đó người này lại tiếp tục cân tái bằng danh mục đầu tư bằng cách mua thêm tài sản khác. Quá trình này tiếp diễn sẽ làm tăng giá các tài sản trên thị trường cho đến khi các nhà đầu tư sẵn sàng nắm giữ toàn bộ khối lượng tài sản và tiền trong nền kinh tế. Giá tài sản cao hơn đồng nghĩa với lãi suất thấp hơn, chi phí đi vay của doanh nghiệp và hộ gia đình giảm, nhờ đó kích thích đầu tư và tiêu dùng của nền kinh tế. Ngoài ra, giá tài sản cao hơn còn có thể kích thích tiêu dùng thông qua việc làm tăng tài sản ròng của người nắm giữ. Tóm lại, với hiệu ứng cân bằng danh mục, nghiệp vụ mua tài sản của

NHTW có thể làm tăng giá tài sản, giảm mức bù kỳ hạn và lãi suất của các tài sản tài chính trên thị trường, đặc biệt là các loại có đặc điểm tương tự như các tài sản được NHTW chọn mua.

Hiệu ứng mức bù tính lỏng (Liquidity premia effect): Khi TTTC không hoạt động hiệu quả, việc mua tài sản của NHTW có vai trò khuyến khích hoạt động giao dịch, gia tăng tính thanh khoản, từ đó cải thiện chức năng của thị trường. Tính thanh khoản cao hơn đồng nghĩa với mức bù tính lỏng giảm, lãi suất của các tài sản tài chính trên thị trường giảm và giá của chúng tăng lên.

Hiệu ứng thông báo (Policy signalling effect): Việc NHTW công bố kế hoạch mua tài sản có thể cung cấp thông tin cho các thành viên thị trường về tình trạng của nền kinh tế, từ đó giúp họ hình thành kỳ vọng và hành vi phù hợp với định hướng của NHTW. Ví dụ, tại thời điểm NHTW quyết định mua tài sản, các nhà hoạch định chính sách đang lo ngại về nguy cơ lạm phát thấp hơn đáng kể so với mục tiêu trong trung hạn, lạm phát kỳ vọng giảm khiến cho lãi suất thực bị đẩy lên cao ngay cả khi lãi suất danh nghĩa được giữ ở mức rất thấp, gây ảnh hưởng tiêu cực đến nền kinh tế. Trong bối cảnh này, nghiệp vụ mua tài sản quy mô lớn của NHTW có thể khuyến khích tiêu dùng bằng cách tạo ra cho các thành viên thị trường kỳ vọng rằng lãi suất điều hành sẽ được duy trì ở mức thấp trong thời gian dài hơn, qua đó đảm bảo kỳ vọng lạm phát được giữ ở mức phù hợp với mục tiêu đã định.

Ngoài các hiệu ứng trên, nghiệp vụ mua tài sản của NHTW cũng có thể tác động đến lạm phát và tăng trưởng kinh tế thông qua kênh cho vay của ngân hàng và kênh kỳ vọng. Cụ thể, bằng cách gia tăng thanh khoản cho hệ thống ngân hàng, nghiệp vụ này có thể thúc đẩy hoạt động cấp tín dụng cho nền kinh tế. Tuy nhiên, trong bối cảnh căng thẳng của hệ thống tài chính sau khủng hoảng, tác động này được đánh giá là không mạnh mẽ bởi các ngân hàng nhiều khả năng sẽ chọn cách tích lũy dự trữ dư thừa thay vì cho vay để giảm thiểu rủi ro. Đối với kênh kỳ vọng, nghiệp vụ mua tài sản của NHTW có thể giúp cải thiện triển vọng kinh tế và tăng cường niềm tin của người tiêu dùng. Điều này có thể khuyến khích đầu tư và tiêu dùng, đồng thời có thể giảm phần bù rủi ro và tăng giá tài sản trong nền kinh tế.

Về ưu nhược điểm, công cụ mua tài sản quy mô lớn của NHTW là một dạng đặc biệt của nghiệp vụ thị trường mở, do đó, công cụ này cũng có những ưu điểm của nghiệp vụ thị trường mở như linh hoạt, chính xác, được thực hiện



nhanh chóng và NHTW kiểm soát được khối lượng giao dịch. Tuy nhiên, theo Gagnon và cộng sự (2009), nghiệp vụ mua tài sản quy mô lớn cũng tạo ra một số rủi ro cho NHTW, cụ thể là:

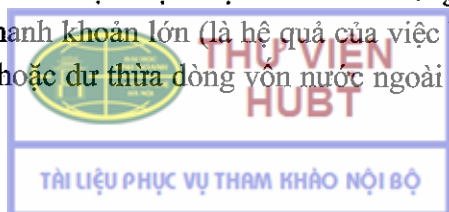
Đe dọa sự linh hoạt của CSTT trong tương lai: Nghiệp vụ mua tài sản quy mô lớn có thể trở thành một trở ngại trong việc đạt được mục tiêu cuối cùng trong tương lai nếu NHTW không có khả năng hấp thụ lượng dự trữ dư thừa lớn của hệ thống ngân hàng một cách hiệu quả. Bên cạnh đó, việc tăng cường sử dụng công cụ này có thể khiến các thành viên thị trường đặt câu hỏi liệu NHTW có khả năng hay có sẵn sàng thắt chặt CSTT nếu thấy cần thiết để ngăn chặn tăng trưởng kinh tế quá mức hoặc lạm phát cao trong tương lai hay không. Những lo ngại này có thể nói rộng phần bù rủi ro của lãi suất, qua đó làm tăng chi phí đi vay đối với các doanh nghiệp và hộ gia đình. Để giải quyết vấn đề này, nhiệm vụ truyền thông về các mục tiêu và công cụ của NHTW trở nên rất quan trọng.

Tăng biến động thu nhập ròng của NHTW: Việc tăng cường nắm giữ các tài sản dài hạn có thể gia tăng thu nhập lãi ròng của NHTW, nhưng cũng có thể tạo ra biến động lớn hơn của thu nhập ròng do rủi ro lãi suất. Nếu các tài sản này không được ghi nhận theo giá trị thị trường và được nắm giữ đến khi đáo hạn thì NHTW sẽ không phải đối mặt với thiệt hại về vốn cho dù lãi suất thị trường biến động. Tuy nhiên, nếu NHTW quyết định bán các tài sản này trước khi đáo hạn, họ có thể sẽ phải ghi nhận một khoản lỗ nếu lãi suất thị trường tăng lên giữa thời điểm mua và bán các tài sản đó.

Giảm tỉ lệ đòn bẩy của hệ thống ngân hàng: Nghiệp vụ mua tài sản quy mô lớn của NHTW có thể tạo ra một lượng dự trữ lớn và giảm tỉ lệ đòn bẩy của hệ thống ngân hàng. Trong trường hợp hoạt động kinh doanh bị hạn chế do nắm giữ lượng dự trữ dư thừa quá lớn và tỉ lệ đòn bẩy thấp, các ngân hàng có thể giảm đi vay trên thị trường liên ngân hàng và/hoặc giảm lãi suất tiền gửi để thu hẹp bảng cân đối tài sản và giải phóng dự trữ. Tuy nhiên, các ngân hàng cũng có thể lựa chọn việc giảm tỉ lệ đòn bẩy bằng cách thu hẹp các khoản vay thay vì giảm số dư dự trữ dư thừa. Phản ứng này của các ngân hàng sẽ triệt tiêu phần nào tác động nói lỏng tiền tệ của công cụ mua tài sản mà NHTW đang sử dụng.

d. Công cụ lãi suất âm

Công cụ lãi suất âm được thực hiện điển hình trong bối cảnh TTTT liên ngân hàng dư thừa thành khoản lớn (là hệ quả của việc NHTW thực hiện nói lỏng định lượng) và/hoặc dư thừa dòng vốn nước ngoài chảy vào trong nước.



Nhìn chung, các quốc gia thực hiện công cụ lãi suất âm thường áp dụng một hành lang lãi suất với mức lãi suất trần là lãi suất chiết khấu và lãi suất sàn là lãi suất tiền gửi dự trữ vượt mức. Lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn, được chọn làm lãi suất mục tiêu của CSTT, nằm giữa hai mức lãi suất trần và sàn trên, đã tiệm cận mức lãi suất sàn, do hệ quả của cuộc khủng hoảng tài chính và CSTT nói lỏng của NHTW. Công cụ lãi suất âm thực hiện giảm lãi suất tiền gửi dự trữ vượt mức xuống mức thấp hơn 0%, kéo theo mức giảm của các lãi suất chính sách khác, cho tới khi lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn (lãi suất qua đêm) giảm xuống mức âm như kỳ vọng của NHTW.

Về cơ chế tác động, công cụ lãi suất âm có thể tác động tới nền kinh tế theo các cách sau:

Trong môi trường lạm phát thấp và lãi suất thực cân bằng giảm sâu, lãi suất âm có thể khôi phục hiệu ứng thông báo phá vỡ giới hạn lãi suất 0% mà NHTW phải đối mặt. Giảm lãi suất chính sách xuống mức âm tạo điều kiện làm giảm lãi suất thực, bù đắp cho việc lạm phát thấp hơn mức lạm phát mục tiêu và làm phẳng hơn đường cong lãi suất. Nói cách khác, lãi suất danh nghĩa giảm xuống sẽ làm giảm thành phần lãi suất thực, cho phép kỳ vọng lạm phát tăng lên và thúc đẩy tổng cầu.

Trong trường hợp các TCTD đang có mức dư thừa dự trữ cao, thực hiện công cụ lãi suất âm sẽ làm giảm lãi suất liên ngân hàng và kể đó là các mức lãi suất huy động và cho vay, khuyến khích các TCTD chấp nhận rủi ro nhiều hơn. Cụ thể, đối với hoạt động tín dụng, tác động không mong muốn của việc thu hẹp nguồn cung tín dụng do giảm lợi nhuận (lãi suất cho vay thấp hơn) có thể được bù đắp bởi nhu cầu tín dụng của các chủ thể kinh tế tăng lên. Quá trình cân bằng danh mục đầu tư (dịch chuyển từ tiền gửi sang cho vay và đầu tư khác) khi NHTW áp dụng lãi suất âm sẽ giảm phần bù rủi ro kì hạn và rủi ro tín dụng, từ đó nói lỏng các điều kiện tài chính, thúc đẩy hoạt động tín dụng nói riêng và hoạt động kinh tế nói chung. Việc giảm thiểu mức độ lo ngại rủi ro (risk aversion) sẽ làm tăng giá tài sản, tạo ra lợi nhuận cho ngân hàng. Hơn nữa, giá tài sản tăng lên (cùng với tỷ lệ lạm phát được khôi phục) sẽ làm tăng thu nhập trong tương lai và cải thiện khả năng trả nợ của người vay vốn, giảm chi phí dự phòng rủi ro tín dụng cho ngân hàng.

Lãi suất âm cũng làm tăng chi tiêu của hộ gia đình khi giá tài sản tăng và chi phí đi vay (đặc biệt là các hộ gia đình đang gánh chịu nợ) giảm xuống, đồng

thời thúc đẩy hộ gia đình tìm kiếm và dịch chuyển danh mục đầu tư khác. Các doanh nghiệp cũng được hưởng lợi khi chi phí đi vay thấp hơn do phần bù rủi ro giảm xuống, các dự án trở nên hiệu quả hơn trước.

Công cụ lãi suất âm có tác động làm giảm giá đồng nội tệ thông qua việc khuyến khích dòng vốn dịch chuyển sang nước ngoài, nơi có mặt bằng lãi suất cao hơn. Đồng nội tệ giảm giá có thể khuyến khích xuất khẩu, thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh trong nước.

Ngoài các lợi ích kể trên, công cụ lãi suất âm có một số hạn chế như sau:

Tính cứng nhắc của lãi suất tiền gửi có thể dẫn tới sự đánh đổi giữa sự hiệu quả của truyền dẫn CSTT với lợi nhuận của ngân hàng. Nếu lãi suất âm làm giảm lãi suất cho vay, TCTD sẽ phải đối mặt với tình huống lợi nhuận từ lãi giảm xuống trừ khi áp được mức lãi suất huy động âm (hoặc tiếp tục giảm lãi suất huy động) đối với người gửi tiền hoặc thay thế tiền gửi bằng các khoản huy động vốn bán buôn trên TTTT với mức lãi suất thấp hơn hẳn. Tuy nhiên, lãi suất huy động có đặc tính là khá cứng nhắc khi ở mức thấp và không dễ giảm xuống vì hộ gia đình và doanh nghiệp nhỏ không phải đối mặt với các chi phí để duy trì lượng tiền mặt như các tổ chức tài chính và doanh nghiệp lớn. Mức lãi suất 0% cũng là một rào cản tâm lý lớn đối với người gửi tiền. Hệ quả là, lợi nhuận từ hoạt động tín dụng sẽ giảm xuống, làm giảm lợi nhuận tổng thể của ngân hàng khi tín dụng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản và doanh thu của ngân hàng. Đối mặt với tình trạng này, ngân hàng có thể phản ứng lại bằng các tăng lãi suất cho vay, cản trở quá trình truyền dẫn CSTT.

Nếu công cụ lãi suất âm được NHTW áp dụng trong một thời gian dài, mức độ quan ngại về ổn định tài chính có thể gia tăng. Cụ thể, tính cứng nhắc của lãi suất tiền gửi có thể khuyến khích các TCTD thay thế các khoản tiền gửi bằng nguồn vốn bán buôn ít ổn định hơn. Điều này đòi hỏi các cơ quan chịu trách nhiệm về ổn định tài chính phải quan tâm hơn tới các quy định về an toàn thanh khoản.

Mặc dù công cụ lãi suất âm có thể làm giảm áp lực tài chính đối với người đi vay trong ngắn hạn, khả năng tài chính trong dài hạn của người đi vay có thể bị ảnh hưởng tiêu cực nếu lãi suất cho vay thực bị âm. Hơn nữa, công cụ lãi suất âm có thể trì hoãn sự phá sản của các doanh nghiệp vốn dĩ không đủ khả năng để tiếp tục hoạt động cũng như quá trình tái cấu trúc của các doanh nghiệp yếu kém, ảnh hưởng tiêu cực lên các doanh nghiệp lành mạnh trên phạm vi

rộng do sự phân bổ nguồn lực thiếu hiệu quả và năng lực sản xuất dư thừa.

e. Công cụ khuyến khích cho vay

Do công cụ cung cấp thanh khoản mới phần nào đáp ứng được nhu cầu thanh khoản tạm thời, công cụ nói lòng định lượng, nói lòng tín dụng tác động trực tiếp tới các chủ thể kinh tế, công cụ lãi suất âm làm thu hẹp chênh lệch lãi suất đầu vào và đầu ra, các TCTD vẫn thiếu sự hỗ trợ về nguồn vốn giá rẻ và ổn định để thúc đẩy hoạt động cho vay đối với nền kinh tế. Công cụ khuyến khích cho vay được NHTW triển khai nhằm cung cấp cho các TCTD một nguồn vốn giá rẻ, ổn định và có kỳ hạn từ trung hạn trở lên để khuyến khích các tổ chức cho vay đối với khu vực tư nhân. Do vậy, công cụ này thường được sử dụng tại các quốc gia có TTTC dựa chủ yếu vào hệ thống ngân hàng (bank-based).

Các TCTD sử dụng tài sản có chất lượng như trái phiếu chính phủ, thương phiếu có mức độ tín nhiệm cao, hoặc một tài sản tài chính có chất lượng được NHTW quy định để làm bảo đảm cho các khoản vay từ NHTW. Đối tượng thụ hưởng phụ thuộc vào các đối tượng mà NHTW muốn hỗ trợ, có thể bao trùm là các chủ thể kinh tế tư nhân, nhưng cũng có thể tập trung vào các đối tượng khó tiếp cận TTTC hơn như một số lĩnh vực chịu ảnh hưởng nặng nề từ khủng hoảng tài chính và/hoặc các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Thời gian vay vốn thường kéo dài từ 4 đến 5 năm, tùy thuộc vào dự kiến tác động và thực tế triển khai công cụ này. Chi phí vay vốn thấp và dựa vào mức độ mở rộng tín dụng của các TCTD theo chiều hướng càng mở rộng tín dụng nhiều thì chi phí vay vốn càng giảm. Để khuyến khích các TCTD mở rộng cho vay hơn nữa, NHTW và các tổ chức giám sát tài chính có thể nói lòng các quy định về an toàn vốn tối thiểu.

Mặc dù giải quyết khoảng trống giữa nhu cầu vay vốn của các chủ thể kinh tế và hệ thống TCTD hoạt động thiếu hiệu quả (do thiếu vốn và chi phí vốn cao), công cụ khuyến khích cho vay có một số nhược điểm. *Thứ nhất*, một chi phí vốn đồng nhất giữa các TCTD có tình hình tài chính và đặc điểm hoạt động kinh doanh không giống nhau vi phạm quy tắc về huy động vốn theo nguyên tắc thị trường và làm giảm đi tính cạnh tranh trên TTTC. *Thứ hai*, một công cụ hướng tới thúc đẩy tín dụng tăng trưởng mà thiếu đi công cụ giám sát hiệu quả có thể dẫn tới tình trạng tín dụng tăng trưởng tại các lĩnh vực có mức độ rủi ro cao, tiềm ẩn bất ổn tài chính trong tương lai. *Thứ ba*, việc cung cấp tín dụng tập trung vào một số lĩnh vực có thể dẫn tới tình trạng phân bổ nguồn lực trong nền kinh tế thiếu hiệu quả.



7.4. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TÙY NGHỊ VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ THEO NGUYÊN TẮC

Từ lâu, giữa các nhà kinh tế học cũng có những nghiên cứu, tranh luận xung quanh vấn đề NHTW nên điều hành CSTT theo hướng linh hoạt, tùy vào hoàn cảnh (discretion) hay nên điều hành theo một nguyên tắc cụ thể nào đó (policy rules). Và việc lựa chọn theo con đường nào tùy thuộc vào điều kiện kinh tế, đặc điểm hệ thống tài chính và khả năng quản lý của NHTW. Tuy nhiên, trước tiên hãy cùng phân biệt những điểm cơ bản của CSTT tùy nghị và CSTT theo nguyên tắc.

7.4.1. Chính sách tiền tệ tùy nghị

Về khái niệm, CSTT tùy nghị hay điều hành linh hoạt là CSTT trong đó các nhà điều hành không đưa ra cam kết cụ thể nào về những can thiệp trong tương lai, thay vào đó, họ sẽ căn cứ vào tình hình lúc đó để đưa ra những quyết định đúng đắn và phù hợp nhất có thể.

Ưu điểm lớn nhất của CSTT tùy nghị là đem lại sự linh hoạt và chủ động cao cho nhà điều hành. Những người đứng đầu NHTW có thể dựa trên khả năng phán đoán, phân tích của mình để có những quyết định điều chỉnh mà không chịu sự ràng buộc vào một nguyên tắc hay quy định cụ thể nào. Tuy nhiên, vấn đề lớn nhất của chính sách này là sự không thống nhất về chính sách theo thời gian (time-inconsistency problem), khi các nhà hoạch định có xu hướng đi chệch khỏi các kế hoạch dài hạn tối ưu khi thực thi các quyết định ngắn hạn. Mục tiêu cơ bản và dài hạn của CSTT các quốc gia trên thế giới đều là ổn định giá cả và tỷ lệ lạm phát nhưng khi thực thi chính sách theo hướng tùy nghị, các nhà hoạch định lại luôn có xu hướng theo đuổi một chính sách nới lỏng hơn so với kỳ vọng của dân chúng và nhà đầu tư, nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và giảm tỷ lệ thất nghiệp trong ngắn hạn. Thực tế là, một CSTT tối ưu không thể là một CSTT mở rộng liên tục bởi xu hướng điều hành chính sách của NHTW là một trong những nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến kỳ vọng tiền lương và giá cả của công chúng. Khi người lao động và doanh nghiệp nhận thấy CSTT mở rộng tùy nghị từ NHTW, họ sẽ có xu hướng dự tính lạm phát cao trong tương lai. Kỳ vọng lạm phát cao sẽ gây sức ép khiến tiền lương và giá cả tăng cao, kết quả là lạm phát thực sự tăng lên trong nền kinh tế, nhưng sản lượng trung bình thì không tăng. Rõ ràng, các nhà hoạch định chính sách sẽ duy trì được mức lạm phát tốt hơn trong dài hạn nếu họ không đưa ra một CSTT mở rộng bất ngờ, ngoài dự tính.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

7.4.2. Chính sách tiền tệ theo nguyên tắc

Ngược lại với chính sách tùy nghi, CSTT theo nguyên tắc là CSTT được vận hành tự động theo một quy tắc nhất định. Có hai dạng CSTT theo nguyên tắc gắn liền với hai quy tắc nổi tiếng nhất.

Quy tắc thứ nhất là tăng trưởng tiền tệ cố định (constant-money-growth-rate rule) được ủng hộ bởi Milton Friedman và những người theo trường phái tiền tệ. Theo đó, cung tiền được điều chỉnh tăng trưởng với một tỷ lệ xác định bất kể tình trạng của nền kinh tế. Các học giả tiền tệ khác như Bennett MacCallum và Alan Meltzer đã đề xuất các biến thể khác cho quy tắc này trong đó cho phép tỷ lệ tăng cung tiền sẽ được điều chỉnh theo sự dịch chuyển của vòng quay tiền tệ bởi vòng quay tiền tệ thường không ổn định trong ngắn hạn. Về cơ bản, các quy tắc này rất thiếu chủ động bởi áp dụng quy tắc này đồng nghĩa với việc các nhà điều hành không phản ứng hay điều chỉnh gì trước những thay đổi trong nền kinh tế, mà chỉ đều đặn thực hiện việc tăng cung tiền. Các học giả tiền tệ ủng hộ quy tắc này bởi họ tin rằng, tiền tệ là nguyên nhân duy nhất gây ra sự biến động trong tổng cầu. Ngoài ra, họ cho rằng do CSTT có tác động dài hạn và có độ trễ, nên nếu NHTW chủ động phản ứng với thất nghiệp thì có thể ảnh hưởng tiêu cực lâu dài đến lạm phát và các hoạt động kinh tế.

Trái với nguyên tắc tăng trưởng tiền tệ cố định mang tính bị động, chính sách theo nguyên tắc chủ động lại theo quan điểm CSTT nên phản ứng với những thay đổi trong sản lượng cũng như lạm phát. Quy tắc chủ động nổi tiếng nhất là quy tắc Taylor được John B. Taylor, Giáo sư Đại học Stanford (Mỹ) đưa ra vào năm 1993. Taylor đã tiến hành nghiên cứu thực nghiệm đối với chính sách lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Federal Reserve - FED) trong giai đoạn 1980-1990 và phát hiện ra rằng biến động lãi suất điều hành của FED tuân thủ theo một nguyên tắc nhất định trong mối tương quan với lạm phát và tăng trưởng kinh tế. Ông đã tiến hành mở rộng nghiên cứu và khái quát hóa mẫu hình của lãi suất giai đoạn đó thành một nguyên tắc điều hành lãi suất của NHTW và nguyên tắc đó được gọi là Nguyên tắc Taylor. Theo nguyên tắc này, lãi suất điều hành cần điều chỉnh phù hợp với thay đổi của chênh lệch sản lượng (output gap - chênh lệch giữa GDP tiềm năng và GDP thực tế trong một thời kỳ) và chênh lệch lạm phát (chênh lệch giữa mức lạm phát thực tế và mức lạm phát mục tiêu) trong nền kinh tế. John Taylor đã chỉ ra biến động lãi suất điều hành của Cục dự trữ Liên bang Mỹ (FED) tuân theo nguyên tắc nhất định

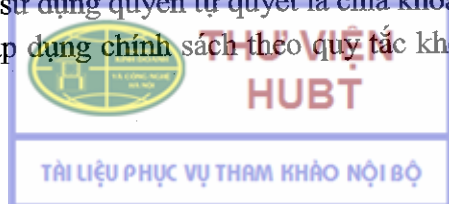
trong mối tương quan với tăng trưởng kinh tế và lạm phát, được biểu diễn bằng hàm phản ứng chính sách có dạng sau:

$$i = \pi + r + \alpha * (\pi - \pi^*) + \beta * (\gamma - \gamma^*).$$

Trong đó: i là lãi suất, r là lãi suất thực cân bằng, π và γ lần lượt là lạm phát và tăng trưởng GDP, π^* và γ^* lần lượt là lạm phát mục tiêu và sản lượng tự nhiên của nền kinh tế, α và β là các tham số phản ứng chính sách.

CSTT theo nguyên tắc đã khắc phục được hạn chế của CSTT tùy nghi là sự không thống nhất theo thời gian. Một khi đã cam kết tuân thủ nguyên tắc, các nhà điều hành sẽ phải tuân thủ theo một kế hoạch đã định trước, họ không được phép có những điều chỉnh tùy ý và phải cố gắng tận dụng sự cân bằng giữa lạm phát và việc làm trong ngắn hạn. Bằng cách ràng buộc với một quy tắc cụ thể, NHTW có thể hướng CSTT đi theo hướng đã định, và đạt được mục tiêu trong dài hạn. Một lập luận khác ủng hộ trường phái CSTT theo quy tắc đó là, khi thực thi chính sách theo hướng này, những nhà hoạch định chính sách tại NHTW cũng như các chính trị gia sẽ khó có thể can thiệp hay tác động theo hướng có lợi cho mình. Milton Friedman và Anna Swchartz trong tác phẩm Lịch sử tiền tệ Hoa Kỳ đã chỉ ra những hạn chế của CSTT tùy nghi mà Cục dự trữ liên bang Mỹ FED đã mắc phải khi chỉ đứng nhìn và để cho hệ thống ngân hàng và nền kinh tế sụp đổ trong thời kỳ Đại suy thoái. Các chính trị gia, những người điều hành chính sách tài khóa cũng không được tin tưởng bởi họ có động cơ theo đuổi các chính sách giúp họ giành chiến thắng trong cuộc bầu cử tiếp theo. Do đó, nhiều khả năng họ sẽ tập trung tạo việc làm trong một thời gian ngắn để gây ấn tượng với cử tri mà không quan tâm đến hậu quả là lạm phát có thể cao hơn nữa trong tương lai.

Mặc dù chính sách theo quy tắc có những ưu điểm quan trọng, nhưng đồng thời cũng có những hạn chế nhất định. Một là, các quy tắc đôi khi có thể quá cứng nhắc, bởi chính các nhà điều hành cũng không thể đoán trước những tình huống, sự cố có thể xảy ra. Ví dụ, không ai có thể dự đoán được những vấn đề trong một bộ phận nhỏ của hệ thống tài chính – thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn sẽ dẫn đến cuộc khủng hoảng tài chính nghiêm trọng nhất trong vòng 70 năm qua tại Mỹ. Rõ ràng, những sự cố như vậy không thể được viết thành quy tắc chính sách cho thời gian tới. Chính vì vậy, việc có thể điều hành linh hoạt bằng cách sử dụng quyền tự quyết là chìa khóa cho một CSTT thành công. Hai là, việc áp dụng chính sách theo quy tắc không dễ để kết hợp với



phương thức phán xét chủ quan. Việc điều hành CSTT cũng là một nghệ thuật. Các nhà hoạch định phải nhìn vào rất nhiều thông tin để quyết định hướng đi nào là tốt nhất, và không phải thông tin nào cũng có thể định lượng được. Chính vì vậy, những phán xét mang tính chủ quan cũng là một yếu tố cần thiết trong điều hành, và cũng rất khó để viết dưới dạng một quy tắc. Và chỉ khi có được sự chủ động nhất định, các nhà hoạch định mới có thể đưa ra các nhận định, phán xét của mình. *Ba là*, không ai biết và có thể đảm bảo được mô hình vận hành thực sự của nền kinh tế ra sao, và vì thế, bất kỳ chính sách nào dựa trên một mô hình cụ thể sẽ không có tác dụng nếu mô hình là không chính xác. Sự linh hoạt sẽ tránh được những tác động không mong muốn trong trường hợp nguyên tắc không đúng. *Bốn là*, ngay cả khi mô hình là chính xác, những thay đổi trong cơ cấu của nền kinh tế sẽ dẫn đến mô hình vận hành thay đổi. Và những thay đổi trong chính sách cũng chính là một trong những nhân tố tác động làm thay đổi hệ số trong mô hình kinh tế vĩ mô. Một vấn đề nữa là mối quan hệ giữa cung tiền ($M1$ và $M2$) với tổng chi tiêu đã bị phá vỡ trong những năm 1980 như là kết quả của đổi mới tài chính. Vì vậy, nếu dựa vào quy tắc tăng trưởng cung tiền ổn định thì sẽ dẫn đến những tác động tiêu cực cho nền kinh tế. Ví dụ như trường hợp của Thụy Sĩ vào cuối những năm 80, đầu 90, khi NHTW Thụy Sĩ theo đuổi quy tắc tăng trưởng cung tiền với tốc độ ổn định và hậu quả là lạm phát tăng cao tại quốc gia này. Sự linh hoạt cho phép các nhà hoạch định chính sách thay đổi khi cần, đặc biệt trong trường hợp cơ cấu nền kinh tế thay đổi.

7.4.3. Chính sách tiền tệ tùy nghi hạn chế (trong khuôn khổ)

Sự khác biệt giữa sự linh hoạt và các quy tắc là chủ đề tranh luận của rất nhiều các nhà nghiên cứu trên thế giới trong nhiều năm qua. Như đã phân tích ở trên, cả hai cách thức, điều hành tùy ý và theo quy tắc đều có những nhược điểm nhất định, và do đó, sự phân chia rạch ròi hai chính sách không giúp các nhà điều hành nắm bắt được những thách thức trong thực tế. Chính vì vậy, Ben Bernanke – cựu chủ tịch Cục dự trữ liên bang và Frederic Mishkin đã đưa ra một khuôn khổ kết hợp giữa hai xu hướng trên, gọi là CSTT tùy nghi hạn chế. Chính sách này đưa ra một khung các khái niệm và những kỷ luật cố hữu cho những nhà điều hành nhưng không loại trừ sự linh hoạt. Khuôn khổ này kết hợp một số lợi thế của quy tắc với ưu điểm của tùy nghi.

7.5. KÊNH TRUYỀN DẪN TÁC ĐỘNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

7.5.1. Khái niệm

Sự thay đổi khối lượng tiền cung ứng ảnh hưởng đến nền kinh tế bằng những con đường nào là câu hỏi quan trọng đặt ra cho các nhà nghiên cứu cũng như các nhà điều hành bởi điều này quyết định đến việc thiết kế và thực hiện CSTT một cách đúng đắn và hiệu quả. Theo quan điểm của Mishkin, *cơ chế truyền dẫn CSTT mô tả các kênh (con đường) qua đó CSTT tác động đến tổng cầu của nền kinh tế*. Bằng cách thay đổi lượng tiền cung ứng hoặc lãi suất ngắn hạn, thông qua các cơ chế truyền tải của thị trường, NHTW sẽ tác động tới các biến số thực cuối cùng của nền kinh tế như sản lượng, giá cả, việc làm. Trong hệ thống tài chính hiện đại, CSTT ảnh hưởng đến tổng cầu và sau đó là các biến số kinh tế vĩ mô thông qua ba con đường chính: Lãi suất, giá tài sản và hoạt động tín dụng ngân hàng.

7.5.2. Kênh truyền dẫn tác động của chính sách tiền tệ

Sự thay đổi trong điều hành CSTT của NHTW sẽ tác động đến hành vi kinh tế của các chủ thể trong nền kinh tế, từ đó ảnh hưởng đến tổng cầu và các biến số kinh tế vĩ mô như sản lượng, giá cả. Có ba kênh chính trong đó CSTT tác động đến các khu vực kinh tế, bao gồm: Kênh lãi suất, kênh giá tài sản và kênh tín dụng.

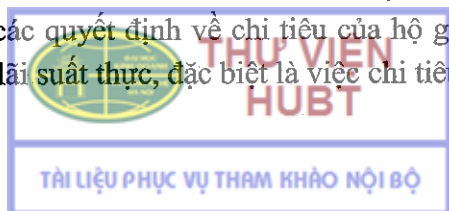
7.5.2.1. Kênh lãi suất

Theo quan điểm truyền thống, CSTT tác động đến các mục tiêu thông qua lãi suất theo sơ đồ sau đây:

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow$ & $C \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (1)

Trong đó, r là lãi suất thực, I và C lần lượt là đầu tư và tiêu dùng, Y^{ad} là tổng cầu.

Về lý thuyết, khi NHTW thực hiện CSTT mở rộng làm lãi suất thực giảm, lãi suất ngắn hạn giảm sẽ kéo theo sự thay đổi trong lãi suất trung và dài hạn, giúp giảm chi phí vốn, các chủ thể trong nền kinh tế tăng vay mượn để đầu tư, tổng cầu gia tăng, từ đó làm tăng sản lượng đầu ra. Mặc dù ban đầu, nhà kinh tế học John M. Keynes nhấn mạnh rằng, kênh truyền dẫn này chỉ hoạt động thông qua quyết định đầu tư của các chủ thể kinh tế, nhưng các nghiên cứu sau này đã chỉ ra rằng, các quyết định về chi tiêu của hộ gia đình cũng chịu ảnh hưởng từ việc giảm lãi suất thực, đặc biệt là việc chi tiêu vào những hàng hóa



lâu bền có thời gian sử dụng dài (đồ điện gia dụng, ô tô...) và mua sắm nhà cửa, bất động sản.

Có hai điểm quan trọng của kênh truyền tải lãi suất truyền thống cần được chú ý ở đây. **Thứ nhất**, lãi suất thực là nhân tố có ảnh hưởng quan trọng tới quyết định đầu tư và chi tiêu của các chủ thể kinh tế và hộ gia đình chứ không phải là lãi suất danh nghĩa. **Thứ hai**, lãi suất thực dài hạn mới thực sự có ảnh hưởng lớn đến chi tiêu và đầu tư chứ không phải lãi suất ngắn hạn. Câu hỏi đặt ra là vậy làm cách nào để lãi suất ngắn hạn danh nghĩa được điều hành bởi NHTW có thể tác động đến lãi suất thực ngắn hạn và dài hạn của trái phiếu? Vấn đề cốt lõi ở đây là giá cả rất chậm thay đổi theo thời gian, hay nói cách khác, giá cả được coi là không đổi trong ngắn hạn. Điều này có nghĩa là khi NHTW thực hiện CSTT mở rộng, lãi suất ngắn hạn danh nghĩa giảm cũng sẽ khiến lãi suất ngắn hạn thực tế giảm bởi lạm phát dự tính là không đổi. Lý thuyết dự tính giải thích về cấu trúc kỳ hạn của lãi suất chỉ ra mối liên hệ giữa lãi suất ngắn hạn và lãi suất dài hạn, trong đó lãi suất dài hạn bằng trung bình các mức lãi suất ngắn hạn dự tính trong tương lai. Điều này hàm ý rằng, việc giảm lãi suất thực ngắn hạn và duy trì được mức lãi suất này sẽ làm giảm lãi suất thực dài hạn. Lãi suất thực các kỳ hạn giảm sẽ dẫn đến sự gia tăng nhu cầu đầu tư tài sản cố định cho kinh doanh, nhu cầu đầu tư vào nhà ở, bất động sản, nhu cầu đầu tư vào hàng tồn kho, và nhu cầu chi tiêu hàng hóa lâu bền, từ đó làm tăng sản lượng đầu ra.

Như vậy, lãi suất thực có tác động đến chi tiêu và đầu tư, và là một kênh truyền dẫn quan trọng giúp CSTT thúc đẩy nền kinh tế, kể cả trong trường hợp lãi suất danh nghĩa chạm mức 0% trong giai đoạn giảm phát. Khi lãi suất danh nghĩa ở mức đáy, việc NHTW cam kết thực thi CSTT mở rộng trong tương lai sẽ làm tăng kỳ vọng mức giá ($P_e \uparrow$) và vì thế, lạm phát kỳ vọng cũng tăng lên ($\pi_e \uparrow$), vì vậy, kể cả khi lãi suất danh nghĩa ở mức 0% thì lãi suất thực cũng sẽ vẫn giảm xuống ($r = [i - \pi_e] \downarrow$) và làm gia tăng chi tiêu thông qua kênh lãi suất:

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow P_e \uparrow \rightarrow \pi_e \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (2)

Trong đó, P_e là kỳ vọng giá cả, π_e là lạm phát kỳ vọng, r là lãi suất thực, I là đầu tư và Y^{ad} là tổng cầu.

Cơ chế tác động này chỉ ra rằng, CSTT có thể hiệu quả ngay kể cả khi cơ quan điều hành chủ động điều chỉnh lãi suất danh nghĩa giảm xuống mức 0%. Cơ chế này cũng là cơ sở quan trọng giúp giải thích tại sao nền kinh tế Mỹ



không bị rơi vào tình trạng bất thanh khoản (là trường hợp tăng cung tiền nhưng không thể làm giảm lãi suất) trong giai đoạn Đại khủng hoảng cũng như giai đoạn khủng hoảng tài chính năm 2008. Bằng việc cam kết duy trì lãi suất quỹ liên bang kỳ vọng ở mức 0% trong một khoảng thời gian dài, Cục dự trữ liên bang (Federal Reserve – FED) đảm bảo rằng lãi suất thực sẽ được giữ ở mức thấp và giúp thúc đẩy nền kinh tế. Ngoài ra, việc thực thi cam kết còn đảm bảo giữ lãi suất ở mức thấp trong một thời gian dài còn giúp giảm lãi suất dài hạn, tạo động lực tăng chi tiêu và đầu tư.

Một số nhà nghiên cứu khác, điển hình như John Taylor (1995) tại đại học Stanford cho rằng các bằng chứng thực nghiệm đã chỉ ra tác động bền vững của lãi suất đến chi tiêu và đầu tư thông qua tác động đến chi phí thực của việc đi vay, khiến lãi suất trở thành kênh truyền dẫn mạnh mẽ và hiệu quả của CSTT. Tuy nhiên, quan điểm này của Taylor vẫn còn nhiều tranh cãi, các nhà nghiên cứu khác, bao gồm Ben Bernanke – cựu Thống đốc Cục dự trữ liên bang và Mark Gertler – một nhà nghiên cứu tại đại học New York, lại tin rằng các bằng chứng thực nghiệm này không đủ mạnh để chứng minh cho tác động mạnh mẽ của lãi suất đến chi phí đi vay thực. Bởi khi NHTW mở rộng tiền tệ, các chủ thể trong nền kinh tế dự tính lạm phát sẽ tăng lên trong tương lai, lãi suất danh nghĩa ngắn hạn trong tương lai cũng sẽ tăng lên. Theo lý thuyết dự tính, lãi suất ngắn hạn tăng sẽ làm tăng lãi suất trung và dài hạn, chi phí vốn đi vay tăng dẫn đến nhu cầu đầu tư và tiêu dùng của nền kinh tế giảm, tổng cầu và sản lượng cũng suy giảm. Các nhà nghiên cứu này chỉ ra rằng, trên thực tế trong một số trường hợp, cơ chế truyền tải tác động thông qua kênh lãi suất truyền thống không có tác dụng.

7.5.2.2. Kênh giá tài sản

Một hạn chế của phương pháp phân tích tổng cầu là chỉ tập trung vào giá của một tài sản là lãi suất trái phiếu mà chưa đề cập đến giá của các loại tài sản khác. Ngoài giá trái phiếu, hai loại tài sản khác cũng có mức giá chịu ảnh hưởng bởi CSTT và cũng là hai kênh truyền dẫn quan trọng của CSTT là kênh tỷ giá và kênh giá cổ phiếu.

Thứ nhất, kênh tỷ giá

Với xu hướng quốc tế hóa các nền kinh tế đang diễn ra rộng khắp các quốc gia trên thế giới và tỷ giá ngày càng linh hoạt hơn, tác động của CSTT đến xuất khẩu ròng và tổng cầu thông qua tỷ giá lại càng trở nên quan trọng hơn và được quan tâm nhiều hơn.



Kênh truyền dẫn này cũng liên quan đến lãi suất, bởi khi lãi suất thực nội địa giảm, giá trị tài sản trong nước trở nên kém hấp dẫn hơn so với các tài sản nước ngoài, tài sản ngoại tệ. Kết quả là, giá trị tài sản nội tệ so với tài sản ngoại tệ giảm, đồng nội tệ giảm giá, và khiến tỷ giá tăng ($E \uparrow$). Đồng nội tệ giảm giá làm cho hàng hóa trong nước rẻ hơn tương đối so với hàng hóa nước ngoài, kích thích xuất khẩu nhiều hơn, làm xuất khẩu ròng tăng ($NX \uparrow$) và tổng cầu tăng ($Y^{ad} \uparrow$). Sơ đồ cơ chế truyền dẫn thông tỷ giá được khái quát như sau:

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow r \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (3)

Trong đó, r là lãi suất thực, E là tỷ giá, NX là xuất khẩu ròng và Y^{ad} là tổng cầu

Thứ hai, kênh giá cổ phiếu

Kênh giá cổ phiếu được hình thành dựa trên lý thuyết hệ số q của Tobin (1969). Nhà kinh tế học James Tobin đã phát triển lý thuyết này, trong đó giải thích cách thức chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế thông qua tác động đến giá cổ phiếu. Tobin định nghĩa hệ số q là tỷ lệ giữa giá trị thị trường của doanh nghiệp với chi phí cần bỏ ra để thay thế tài sản của doanh nghiệp. Nếu hệ số q cao, có nghĩa là giá thị trường của doanh nghiệp cao tương đối so với chi phí thay thế tài sản, nói cách khác, vốn để mua thiết bị mới và xây dựng nhà xưởng mới là tương đối rẻ so với giá trị thị trường của công ty. Vì thế, các doanh nghiệp có thể phát hành cổ phiếu với mức giá cao so với chi phí trang thiết bị và máy móc họ đang mua. Chi phí đầu tư tăng bởi vì doanh nghiệp có thể mua được nhiều thiết bị sản xuất chỉ bằng cách phát hành một số lượng ít cổ phiếu.

Ngược lại, khi hệ số q thấp, doanh nghiệp sẽ không đầu tư mua mới các thiết bị bởi giá trị thị trường của công ty hiện nay đang thấp hơn tương đối so với chi phí thay thế tài sản. Nếu công ty muốn huy động thêm vốn khi hệ số q đang ở mức thấp, họ có thể thực hiện mua lại các doanh nghiệp rẻ và tận dụng trang thiết bị sản xuất cũ thay cho việc đầu tư mua mới. Chi đầu tư, mua sắm thiết bị sản xuất vì thế sẽ giảm xuống. Lý thuyết hệ số q của Tobin đưa ra lời giải thích tương đối thấu đáo cho việc suy giảm tốc độ chi tiêu đầu tư trong suốt giai đoạn Đại khủng hoảng. Trong giai đoạn này, giá cổ phiếu tại Mỹ giảm mạnh, và trước năm 1933, cổ phiếu chỉ bằng 1/10 giá trị thị trường năm 1929, hệ số q giảm ngoài dự tính, xuống mức rất thấp.

Như vậy, lý thuyết hệ số q của Tobin chỉ ra rằng, tồn tại một mối liên hệ giữa hệ số q của Tobin với chi tiêu đầu tư của doanh nghiệp, và ngoài ra,

những thay đổi trong điều kiện tiền tệ cũng ảnh hưởng tới giá cổ phiếu. Về cơ bản, khi NHTW thực hiện tăng cung tiền, khiến lãi suất thực giảm, đồng thời khiến lãi suất thực của trái phiếu giảm. Điều này có nghĩa là lợi tức dự tính của phương án đầu tư trái phiếu giảm hơn so với đầu tư cổ phiếu. Thị trường cổ phiếu hấp dẫn hơn so với thị trường trái phiếu, vì thế nhu cầu nắm giữ cổ phiếu tăng và làm tăng giá chứng khoán, hệ số q cao hơn, dẫn đến chi đầu tư cũng tăng theo. Như vậy, mức độ hiệu quả của kênh giá cổ phiếu phụ thuộc vào tỷ trọng nắm giữ tài sản dưới dạng cổ phiếu của công chúng cũng như sự phát triển của thị trường vốn nói chung.

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow r \downarrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (4)

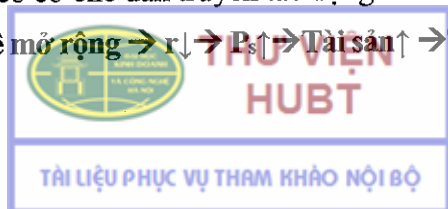
Trong đó, r là lãi suất thực, P_s là giá cổ phiếu, q là hệ số của Tobin, I là đầu tư và Y^{ad} là tổng cầu.

Thứ ba, kênh thu nhập, tài sản

Đối với kênh này, các nhà nghiên cứu cố gắng tìm hiểu xem CSTT ảnh hưởng đến bảng cân đối của người tiêu dùng, và từ đó ảnh hưởng đến các quyết định chi tiêu của họ như thế nào. Kênh này được xây dựng dựa trên lý thuyết chu kỳ tiêu dùng (Life-cycle theory of consumption) của Franco Modigliani. Ông là người đầu tiên tìm hiểu về khía cạnh này, và lý thuyết này phân tích những thay đổi trong bảng cân đối tài sản của người tiêu dùng ảnh hưởng thế nào đến quyết định chi tiêu của họ. Trước tiên, Modigliani (1963) phân biệt giữa tiêu dùng và chi phí tiêu dùng, trong đó, tiêu dùng (consumption) là những khoản chi tiêu của dân cư, cá nhân, hộ gia đình vào các hàng hóa và dịch vụ không lâu bền, còn chi phí tiêu dùng (consumer expenditure) bao gồm chi tiêu vào cả các hàng hóa lâu bền và không lâu bền. Quan điểm được Modigliani đưa ra trong lý thuyết của mình là dân chúng có xu hướng dần trải nhu cầu tiêu dùng của mình theo thời gian. Điều này có nghĩa là của cải, thu nhập dài hạn mới là nhân tố quyết định đến chi phí tiêu dùng chứ không phải là thu nhập tại thời điểm hiện tại.

Một thành phần quan trọng của nguồn lực dài hạn của dân chúng là tài sản tài chính, và phần lớn trong đó là cổ phiếu. Khi giá cổ phiếu tăng, giá trị tài sản tài chính tăng, vì thế làm tăng thu nhập dài hạn của dân chúng, tiêu dùng từ đó tăng lên. Như đã chứng minh ở trên, CSTT mở rộng có thể làm tăng giá cổ phiếu, và chúng ta có cơ chế dẫn truyền tác động như sau:

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow r \downarrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow$ Tài sản $\uparrow \rightarrow$ Tiêu dùng $\uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (5)



Trong đó, r là lãi suất thực, P_s là giá cổ phiếu, q là hệ số của Tobin, I là đầu tư và Y^{ad} là tổng cầu.

Tài sản và hệ số q của Tobin đã giải thích tác động của CSTT thông qua cổ phiếu, và vì thế thì hai kênh này cũng có thể được sử dụng để giải thích cho thị trường bất động sản – nhà ở, trong đó bất động sản cũng tương tự như cổ phiếu. Sự tăng lên của giá nhà, làm tăng giá trị so với chi phí thay thế, dẫn đến tăng hệ số q của Tobin cho bất động sản, vì thế làm thúc đẩy sản xuất. Tương tự, giá nhà cũng là một bộ phận cấu thành nên tài sản, và sự tăng lên của giá nhà sẽ giúp tăng thu nhập, tài sản cho dân chúng và từ đó giúp tăng tiêu dùng. CSTT mở rộng, sẽ làm tăng giá nhà thông qua hệ số q của Tobin và thu nhập, và từ đó làm tổng cầu tăng.

7.5.2.3. Kênh tín dụng

Ngoài tác động thông qua lãi suất, các nhà kinh tế học cho rằng CSTT còn tác động đến hành vi vay mượn của các chủ thể trong nền kinh tế: Hoạt động cho vay của ngân hàng và bảng cân đối tài sản của những người đi vay bao gồm doanh nghiệp và hộ gia đình.

Thứ nhất, kênh cấp tín dụng của ngân hàng

Như đã đề cập ở các chương trước, bất cân xứng thông tin xảy ra khi hai bên tham gia giao dịch không có đầy đủ thông tin về đối tác và vấn đề này phổ biến hơn trên thị trường tín dụng, đặc biệt khi các chủ thể thực hiện cho vay trực tiếp. Vì vậy, sự ra đời của ngân hàng có ý nghĩa vô cùng quan trọng trong hệ thống tài chính bởi các tổ chức này đặc biệt phù hợp trong việc giải quyết các vấn đề bất cân xứng thông tin. Một số những đối tượng vay nhất định sẽ không thể tiếp cận thị trường tín dụng trực tiếp trừ khi họ đến vay ngân hàng. Trong điều kiện không có sự thay thế hoàn hảo giữa tiền gửi ngân hàng với các nguồn khác, kênh truyền dẫn thông qua tín dụng ngân hàng được hoạt động như sau: CSTT mở rộng sẽ làm tăng lượng dự trữ cũng như tiền gửi ngân hàng, từ đó làm gia tăng lượng vốn tín dụng của ngân hàng cho nền kinh tế. Do những rủi ro từ bất cân xứng thông tin, những người đi vay khó có thể tự mình huy động vốn mà phải phụ thuộc nguồn vốn từ ngân hàng để tài trợ cho nhu cầu của mình, vì vậy, việc tín dụng ngân hàng tăng sẽ làm gia tăng chi tiêu cho đầu tư hoặc tiêu dùng.

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow$ Dự trữ ngân hàng $\uparrow \rightarrow$ Tiền gửi ngân hàng $\uparrow \rightarrow$ Tín dụng ngân hàng $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (6)

Tác động của CSTT thông qua kênh cấp tín dụng của ngân hàng có ý nghĩa quan trọng đối với chỉ tiêu đầu tư của các doanh nghiệp vừa và nhỏ, là những đối tượng phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay ngân hàng hơn là các doanh nghiệp lớn, những đối tượng có thể tự mình huy động vốn thông qua thị trường cổ phiếu và trái phiếu. Chính vì vậy, kênh tín dụng này phát huy tác dụng chủ yếu tại những quốc gia nhỏ, có hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng và số lượng các doanh nghiệp vừa và nhỏ chiếm đa số. Ngược lại, tác động của kênh tín dụng đến các nền kinh tế phát triển, đặc biệt là Hoa Kỳ không thực sự mạnh như nghiên cứu của các nhà kinh tế. Có hai lý do cho sự suy giảm tác động của kênh này: *Một là*, càng ngày, các quốc gia phát triển, điển hình là Hoa Kỳ không còn áp đặt những hình thức hạn chế khả năng huy động vốn của ngân hàng như trước nữa. Ví dụ như, giai đoạn đầu những năm 1980, Cục dự trữ liên bang Mỹ quy định DTBB với các chứng chỉ tiền gửi được phát hành bởi các ngân hàng (CDs) và áp trần lãi suất quy định, khiến cho các ngân hàng gặp khó khăn trong việc tìm kiếm các nguồn vốn thay thế cho lượng tiền gửi đang chảy dần ra khỏi hệ thống trong giai đoạn thắt chặt tiền tệ. Sau giai đoạn đó, FED dỡ bỏ các quy định này, và các ngân hàng có thể dễ dàng phát hành chứng chỉ tiền gửi với lãi suất thị trường trong những trường hợp suy giảm dự trữ và khi khách hàng rút tiền gửi. *Hai là*, sự suy giảm toàn cầu của hoạt động cho vay ngân hàng truyền thống đã làm cho kênh tín dụng phần nào kém hiệu quả. Tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế vẫn tin rằng kênh tín dụng ngân hàng vẫn đóng vai trò quan trọng trong sự hồi phục của Hoa Kỳ sau giai đoạn suy thoái 2007-2009.

Thứ hai, kênh băng cân đối tài sản của người đi vay.

Giống như kênh cho vay ngân hàng, kênh tác động thông qua băng cân đối tài sản của người đi vay phát sinh do sự bất cân xứng thông tin trên thị trường tín dụng. Các doanh nghiệp có giá trị tài sản ròng thấp thì nguy cơ lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức khi cho vay các doanh nghiệp này càng cao hơn. Giá trị tài sản ròng thấp hơn có nghĩa là người cho vay có ít tài sản thế chấp hơn cho khoản vay của họ, do đó, tổn thất tiềm tàng từ rủi ro lựa chọn đối nghịch với khách hàng này cao hơn. Ngoài ra, sự suy giảm trong giá trị tài sản ròng còn dẫn đến nguy cơ rủi ro đạo đức vì điều này có nghĩa là cổ phần công ty của chủ sở hữu giảm, tạo động lực cho họ tham gia vào các dự án đầu tư rủi ro hơn. Và vì tham gia vào các dự án rủi ro nên nhiều khả năng ngân hàng (hoặc người cho vay) sẽ không thu hồi được số tiền đã cho vay. Việc giảm giá trị tài sản ròng dẫn đến giảm cho vay và, từ đó giảm chỉ tiêu đầu tư. Như vậy, khi NHTW

thực hiện CSTT nói lỏng sẽ dẫn đến sự gia tăng giá cổ phiếu, làm tăng giá trị ròng của công ty và giúp tăng chi tiêu đầu tư và tổng cầu. Sơ đồ kênh truyền tải CSTT qua bảng cân đối dưới dạng như sau:

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow r \downarrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow$ Giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp $\uparrow \rightarrow$ Lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức $\downarrow \rightarrow$ Tín dụng $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (7)

Trong đó, r là lãi suất thực, P_s là giá cổ phiếu, I là đầu tư và Y^{ad} là tổng cầu

Thứ ba, kênh dòng tiền

Một kênh tác động khác đến bảng cân đối tài sản là thông qua ảnh hưởng đến dòng tiền, sự chênh lệch giữa thu và chi tiền mặt của doanh nghiệp. Khi NHTW thực thi CSTT nói lỏng, làm giảm lãi suất danh nghĩa, đồng thời cải thiện bảng cân đối của doanh nghiệp vì giúp tăng dòng tiền. Sự gia tăng dòng tiền làm tăng tính thanh khoản cho doanh nghiệp (hoặc hộ gia đình) và như vậy, những người cho vay sẽ dễ dàng biết được liệu doanh nghiệp (hoặc hộ gia đình) có đủ khả năng hoàn trả khoản nợ hay không. Kết quả là lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trở nên ít nghiêm trọng hơn, các ngân hàng cho vay nhiều hơn, hoạt động kinh tế cũng sôi nổi hơn. Sơ đồ mô tả kênh bổ sung này như sau:

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow i \downarrow \rightarrow$ Dòng tiền của doanh nghiệp $\uparrow \rightarrow$ Lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức $\downarrow \rightarrow$ Tín dụng $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (8)

Trong đó, i là lãi suất, I là đầu tư và Y^{ad} là tổng cầu.

Một đặc điểm quan trọng của cơ chế truyền dẫn này là lãi suất danh nghĩa ảnh hưởng đến dòng tiền của các công ty. Vì vậy, cơ chế lãi suất này khác với cơ chế lãi suất truyền thống như đã trình bày ở trên, trong đó lãi suất thực ảnh hưởng đến đầu tư. Ngoài ra, lãi suất ngắn hạn đóng vai trò đặc biệt trong cơ chế này, bởi các khoản thanh toán lãi đối với nợ ngắn hạn có ảnh hưởng nhiều nhất đến dòng tiền của các hộ gia đình và doanh nghiệp. Bên cạnh đó, CSTT mở rộng làm giảm lãi suất có thể kích thích tổng cầu thông qua cơ chế phân bổ tín dụng. Về cơ bản, phân bổ tín dụng xảy ra trong trường hợp người đi vay bị từ chối ngay kể cả khi họ sẵn sàng trả lãi suất cao hơn. Điều này xảy ra là do các cá nhân và doanh nghiệp với khoản đầu tư rủi ro nhất bao giờ cũng là những người chấp nhận mức lãi suất cao nhất, bởi nếu đầu tư thành công, họ sẽ là người hưởng lợi chính. Lãi suất cao làm tăng nguy cơ lựa chọn đối nghịch và lãi suất thấp sẽ làm giảm nguy cơ này. Việc thực thi CSTT nói lỏng của NHTW



làm giảm lãi suất, tỷ lệ những khoản vay rủi ro cao giảm, ngân hàng sẵn sàng cung ứng vốn nhiều hơn, đầu tư và tổng cầu đều tăng lên.

Thứ tư, kênh giá ngoài dự tính

CSTT tác động đến bảng cân đối thông qua một kênh thứ tư là mức giá chung. Trong nền kinh tế công nghiệp hóa, việc thanh toán các khoản nợ quốc gia thường được ký kết theo hợp đồng cố định với giá trị danh nghĩa, sự gia tăng giá ngoài dự tính sẽ làm giảm giá trị các khoản nợ của doanh nghiệp khi quy đổi ra giá trị thực nhưng không làm giảm giá trị tài sản thực của doanh nghiệp. Như vậy, trong điều kiện CSTT mở rộng, lạm phát tăng sẽ dẫn đến sự tăng giá ngoài dự tính và vì thế làm tăng giá trị thực tài sản ròng, giảm nguy cơ lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, kết quả là làm tăng chi tiêu đầu tư và tổng cầu, theo sơ đồ như sau:

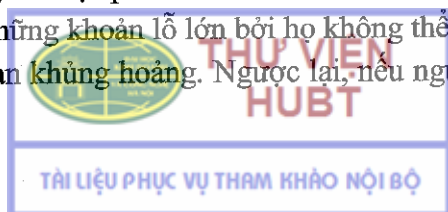
Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow r \downarrow \rightarrow$ Giá ngoài dự tính $\uparrow \rightarrow$ Giá trị thực tài sản ròng $\uparrow \rightarrow$ Lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức $\downarrow \rightarrow$ Tín dụng $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (9)

Trong đó, r là lãi suất thực, P_s là giá cổ phiếu, I là đầu tư và Y^{ad} là tổng cầu

Thứ năm, kênh tác động qua thanh khoản hộ gia đình

Mặc dù hầu hết các nghiên cứu về kênh tín dụng đều tập trung vào chi tiêu của doanh nghiệp, nhưng theo quan điểm của Mishkin và các nhà kinh tế khác, kênh tín dụng cũng nên xem xét cả chi tiêu của hộ gia đình, đặc biệt là với hàng hóa lâu bền và nhà ở. Khi NHTW thực thi CSTT thắt chặt, lượng tín dụng ngân hàng suy giảm khiến nhu cầu mua hàng hóa lâu bền và nhà ở của dân chúng cũng giảm dần bởi ngoài ngân hàng, người tiêu dùng không có khả năng tiếp cận nguồn tín dụng nào khác. Tương tự, khi lãi suất tăng sẽ làm suy giảm giá trị bảng cân đối của hộ gia đình bởi các dòng tiền của gia đình cũng chịu tác động tiêu cực.

Một cách khác để xem xét tác động của CSTT đến bảng cân đối hộ gia đình là thông qua hiệu ứng thanh khoản đến chi tiêu cho hàng hóa lâu bền và nhà ở. Do bất cân xứng thông tin về chất lượng, hay nói cách khác, người tiêu dùng với tư cách là người mua có ít thông tin về chất lượng các hàng hóa hơn so với người bán, vì vậy, các hàng hóa lâu bền và nhà ở, vốn là các tài sản dài hạn lại càng trở nên kém thanh khoản hơn. Nếu có những cú sốc thu nhập tiêu cực xảy ra đến, người tiêu dùng sẽ buộc phải bán các tài sản lâu bền hoặc nhà ở để có tiền, dự tính họ sẽ chịu những khoản lỗ lớn bởi họ không thể thu hồi toàn bộ giá trị tài sản trong gia đoạn khủng hoảng. Ngược lại, nếu người tiêu dùng nắm giữ



các tài sản tài chính (ví dụ tiền trong ngân hàng, chứng khoán, trái phiếu), họ có thể dễ dàng bán các tài sản này, thu hồi đầy đủ giá trị và có thể nhanh chóng có tiền mặt. Vì vậy, nếu người tiêu dùng dự tính khả năng cao họ có thể gặp phải khủng hoảng tài chính, họ sẽ có xu hướng nắm giữ ít các tài sản kém thanh khoản như tài sản lâu bền và nhà ở và nắm giữ nhiều hơn các tài sản tài chính.

Cơ cấu bảng cân đối của hộ gia đình là một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến dự tính của họ về khả năng xảy ra suy thoái tài chính. Đặc biệt, nếu người dân nắm giữ nhiều tài sản tài chính hơn so với nợ, họ sẽ tự tin và dự tính khả năng xảy ra khủng hoảng ở mức thấp, và họ sẵn sàng mua tài sản tài lâu bền và bất động sản. Khi giá cổ phiếu tăng, giá trị tài sản tài chính tăng lên, chi tiêu cho các tài sản lâu bền cũng sẽ tăng lên bởi hộ gia đình có nguồn thu từ tài sản tài chính đảm bảo và khả năng xảy ra suy giảm thu nhập cũng thấp hơn. Như vậy, kênh tác động của CSTT thông qua bảng cân đối của hộ gia đình như sau:

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow r \downarrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow$ Giá trị tài sản tài chính của hộ gia đình $\uparrow \rightarrow$ Khả năng xảy ra căng thẳng tài chính $\downarrow \rightarrow$ Chi tiêu cho hàng hóa lâu bền và nhà ở $\uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (10)

Trong đó, r là lãi suất thực, P_s là giá cổ phiếu, Y^{ad} là tổng cầu

Sự kém thanh khoản của các tài sản lâu bền và bất động sản cũng giải thích tại sao, trong điều kiện CSTT mở rộng, lãi suất giảm lại làm tăng dòng tiền cho hộ gia đình, khiến cho họ chi tiêu nhiều hơn vào các loại tài sản này và làm tăng tổng cầu. Lý do là quan điểm hiệu ứng thanh khoản cho rằng CSTT tác động vào bảng cân đối để từ đó ảnh hưởng đến sự sẵn lòng chi tiêu của dân chúng nhiều hơn so với sự sẵn lòng cấp tín dụng của người cho vay.

7.5.2.4. Kênh chấp nhận rủi ro

Từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008, đã có rất nhiều các nghiên cứu được thực hiện nhằm phân tích tác động của CSTT tới sự ổn định của hệ thống ngân hàng. Mặc dù các nhà kinh tế đều đồng nhất với nguyên nhân của cuộc khủng hoảng là do sự yếu kém của hệ thống giám sát tài chính và quản trị doanh nghiệp, sự phát triển quá nhanh của các công cụ tài chính và TTTC, nhưng ngoài ra, việc NHTW áp dụng CSTT nói lỏng trong thời gian dài cũng được coi là nguyên nhân quan trọng dẫn đến khủng hoảng. Việc FED thực hiện CSTT mở rộng bằng cách đưa mặt bằng lãi suất xuống mức rất thấp không chỉ gia tăng nhu cầu tín dụng của nền kinh tế còn khuyến khích các ngân hàng tìm kiếm và chấp nhận mức rủi ro cao hơn trong hoạt động kinh doanh. Tuy

nhiên, tại thời điểm đó, vấn đề ổn định tài chính chưa nhận được sự quan tâm của NHTW bởi các mục tiêu về lạm phát và tăng trưởng quan trọng hơn, thêm vào đó, sự phát triển mạnh mẽ của các công cụ phòng ngừa rủi ro khiến NHTW chủ quan hơn với những nguy cơ bất ổn tài chính. Cuộc khủng hoảng đã khiến NHTW các nước trên thế giới phải nhìn nhận lại tầm quan trọng của ổn định hệ thống ngân hàng cũng như sự bền vững của hệ thống tài chính. Bên cạnh đó, quá trình truyền tải CSTT cũng trở nên phức tạp hơn khi việc mở rộng hay thắt chặt cung tiền của NHTW không chỉ tác động đến tổng cầu, lạm phát mà còn ảnh hưởng đến xu hướng chấp nhận rủi ro của các chủ thể trong nền kinh tế.

Việc NHTW duy trì mức lãi suất thấp trong thời gian dài không chỉ tạo động lực cho các ngân hàng cấp tín dụng nhiều hơn đối với khách hàng mà còn khuyến khích ngân hàng tìm kiếm những hình thức đầu tư rủi ro hơn. Hành vi này của ngân hàng nếu không được kiểm soát tốt sẽ dẫn đến sự mất cân bằng giữa khả năng và mức độ chấp nhận rủi ro, gây nguy cơ đổ vỡ với hệ thống. Đây là nguyên nhân dẫn đến sự ra đời của kênh truyền dẫn thứ tư, kênh chấp nhận rủi ro. Đây là kênh truyền dẫn mới, được nghiên cứu từ đầu thế kỷ 21 và được tập trung tìm hiểu rõ hơn kể từ sau khủng hoảng tài chính toàn cầu. Borio và Zhu (2008) đã đưa ra định nghĩa về kênh truyền dẫn này như sau: *“lãi suất thay đổi do điều hành CSTT tác động tới sự nhận thức rủi ro hoặc khả năng chấp nhận rủi ro; từ đó, ảnh hưởng tới mức độ rủi ro của danh mục đầu tư”*.

Các kênh truyền thống như kênh lãi suất, giá cả và tín dụng chủ yếu tập trung vào ảnh hưởng của CSTT tới tín dụng trên phương diện khối lượng hơn là phương diện chất lượng. Riêng với kênh tín dụng, mức độ thay đổi trong rủi ro do thay đổi trong điều hành CSTT chủ yếu được phản ánh trên phương diện người đi vay, nhưng lại không được xem xét trên phương diện người cho vay là các ngân hàng. Chính vì vậy, các nghiên cứu về kênh truyền dẫn CSTT truyền thống đã không nhận dạng cũng như phản ánh hành vi của ngân hàng liên quan tới rủi ro vào trong các mô hình nghiên cứu. Hầu hết các nghiên cứu về kênh chấp nhận rủi ro đều nhận định CSTT nói lỏng có xu hướng làm gia tăng mức độ chấp nhận rủi ro trong hoạt động kinh doanh của ngân hàng. Tác động của kênh chấp nhận rủi ro được thể hiện qua 4 phương diện:

Thứ nhất, thông qua ảnh hưởng của lãi suất đến định giá, thu nhập và dòng tiền.

Lãi suất thấp do CSTT nói lỏng trong thời gian dài làm tăng giá trị tài sản



ròng và giá trị tài sản thế chấp của doanh nghiệp và dân chúng. Ngân hàng có xu hướng lạc quan hơn với những rủi ro, nói cách khác, mức độ rủi ro, khả năng không trả nợ, khả năng phá sản của người vay sẽ giảm xuống theo nhận định của ngân hàng. Như vậy, lãi suất thấp sẽ làm tăng khả năng chấp nhận rủi ro của cả khách hàng đi vay lẫn ngân hàng cho vay.

Thứ hai, chính sách lãi suất thấp khiến nhà quản trị ngân hàng và doanh nghiệp có xu hướng chấp nhận rủi ro cao hơn do các quy định trong hợp đồng với chủ sở hữu.

Sự giảm xuống của lãi suất so với các mục tiêu lợi nhuận cố định của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành tài chính khiến cho các nhà quản lý buộc phải chấp nhận mức rủi ro cao hơn nhằm đạt được mức lợi nhuận cao hơn so với mặt bằng của ngành hay nền kinh tế. Ví dụ như giai đoạn 2003-2004, các nhà đầu tư đã thực hiện dịch chuyển danh mục đầu tư từ trái phiếu chính phủ với lợi suất thấp sang trái phiếu danh nghiệp và trái phiếu thị trường mới nổi với mức lãi suất cao hơn tương ứng với rủi ro cao. Những nhà đầu tư này cố gắng tìm kiếm mức lợi nhuận cao mà họ đã đạt được trong giai đoạn trước đó, đây gọi là hiện tượng tìm kiếm lợi nhuận.

Chính sách tiền tệ mở rộng $\rightarrow i \downarrow \rightarrow$ Khả năng chấp nhận rủi ro $\uparrow \rightarrow$

Tín dụng, đầu tư $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$ (11)

Trong đó, i là lãi suất, I là đầu tư và Y^{ad} là tổng cầu.

Thứ ba, lãi suất thấp làm tăng giá trị vốn chủ sở hữu và khuyến khích ngân hàng chấp nhận rủi ro nhiều hơn.

Adrian và Shin (2009) đã lý giải tác động của CSTT đến xu hướng chấp nhận rủi ro của ngân hàng, đây còn được gọi là kênh đòn bẩy. Cụ thể, các tổ chức tài chính thường có xu hướng duy trì mức đòn bẩy tài chính cố định (đối với NHTM) và theo chu kỳ (đối với ngân hàng đầu tư). Khi có những cú sốc làm thay đổi danh mục đầu tư và ảnh hưởng đến lợi nhuận, các ngân hàng thường phản ứng lại bằng cách thực hiện các giao dịch liên quan đến tài sản hơn là phân phối lại lợi nhuận hoặc huy động thêm vốn. Việc NHTW thực hiện gia tăng lượng tiền sẽ làm tăng giá trị tài sản, lợi nhuận và cả vốn chủ sở hữu của ngân hàng. Các tổ chức này sẽ phản ứng lại với sự giảm xuống của đòn bẩy bằng cách tăng giá trị tài sản của mình, điều này khiến các ngân hàng đối mặt với nhiều rủi ro hơn do những biến động của giá tài sản.



Thứ tư, kênh chấp nhận rủi ro bắt nguồn từ quá trình thông báo chính sách của NHTW và mức độ hiệu quả của hàm phản ứng.

Mức độ minh bạch thông tin và cam kết chính sách của NHTW tăng lên sẽ củng cố lòng tin của công chúng, giảm nguy cơ cho bất ổn định và tăng mong muốn chấp nhận rủi ro của ngân hàng. Hầu hết các NHTW có xu hướng tăng cường mức độ minh bạch thông tin và tạo dựng niềm tin của công chúng đối với các chính sách điều hành, đặc biệt tại các quốc gia theo đuổi chính sách lạm phát mục tiêu. Cụ thể, nếu công chúng có những hiểu biết tốt hơn về việc điều hành CSTT của NHTW, và biết rằng trong điều kiện suy thoái, NHTW sẽ có những biện pháp điều chỉnh phù hợp thì tình trạng suy thoái của nền kinh tế có thể được giảm nhẹ. Tương tự, nếu các ngân hàng nhận thức được về khả năng NHTW sẽ can thiệp hỗ trợ các ngân hàng trong trường hợp rủi ro phá sản sẽ khuyến khích các ngân hàng chấp nhận rủi ro ở mức cao hơn so với năng lực quản trị rủi ro của mình.

**Hộp 7.6. Khủng hoảng tài chính toàn cầu
và thay đổi kênh truyền dẫn tại Mỹ và châu Âu**

Tại Mỹ, cuộc khủng hoảng tài chính bắt nguồn từ Mỹ vào mùa hè năm 2007 đã trở thành cuộc khủng hoảng nghiêm trọng nhất trong 70 năm trở lại đây và ảnh hưởng của nó đã lan ra toàn thế giới. Đây cũng là lần đầu tiên Cục dự trữ liên bang Mỹ Fed phải thực hiện một CSTT nói lỏng cực độ nhằm hỗ trợ hệ thống tài chính cũng như nền kinh tế Mỹ. Lãi suất quỹ liên bang (lãi suất liên ngân hàng qua đêm) tại Mỹ đã giảm từ mức 5,25% xuống 0,25% và tiếp tục xuống mức 0% chỉ trong vòng 15 tháng kể từ tháng 9 năm 2007 đến tháng 12 năm 2008. Đầu tiên, những nhà điều hành nghĩ rằng những động thái của Fed khi giảm lãi suất sẽ giúp kìm hãm suy giảm tăng trưởng kinh tế và ngăn chặn suy thoái. Tuy nhiên, thực tế, nền kinh tế đã rơi vào tình trạng suy yếu hơn nhiều so với dự tính của Fed cũng như các chuyên gia, thậm chí còn suy thoái nghiêm trọng hơn giai đoạn sau Chiến tranh thế giới thứ II.

Bắt nguồn từ sự đổ vỡ của một bộ phận trong hệ thống tài chính - thị trường cho vay thế chấp dưới chuẩn đã gây ra những tác động tiêu cực lớn đến toàn bộ nền kinh tế Mỹ thông qua các kênh đã được phân tích ở trên, ví dụ như:

- **Kênh tín dụng:** Các khoản thế chấp dưới chuẩn lần lượt vỡ nợ, đã làm cho giá trị các chứng khoán được đảm bảo bằng khoản vay thế chấp (mortgage-backed securities) và đảm bảo bằng các khoản tín dụng (CDOs)

suy giảm, gây ra những khoản lỗ lớn trên bảng cân đối của các tổ chức tài chính. Bảng cân đối suy giảm giá trị, các tổ chức tài chính, cụ thể là ngân hàng bị giảm đòn bẩy tài chính, buộc phải cắt giảm việc cho vay. Kênh tín dụng còn phát huy tác dụng khi tác động đến dòng tiền của các tổ chức. Khủng hoảng xảy ra, các tổ chức bị thua lỗ khiến dòng tiền bị suy giảm, hoạt động cập nhật thông tin và cấp tín dụng bị ngừng trệ, rủi ro lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức tăng lên, nguy cơ đổ vỡ, phân đoạn tài chính gia tăng trên thị trường tín dụng, nền kinh tế rơi vào tình trạng suy thoái. Chênh lệch lãi suất tín dụng (credit spreads) chạm đến mức trần, cùng với sự gia tăng bất ổn do sự đổ vỡ từ rất nhiều các mảng TTTC.

- *Kênh giá tài sản*: Sự đổ vỡ thị trường trái phiếu chứng khoán hóa đã kéo theo sự mất điểm của thị trường cổ phiếu và giảm giá bất động sản cũng làm suy yếu nền kinh tế thông qua làm giảm giá trị thu nhập và tài sản của công chúng. Hộ gia đình bị giảm sút thu nhập có xu hướng thắt chặt chi tiêu và đầu tư. Về phía các doanh nghiệp, giá cổ phiếu giảm làm giảm hệ số q của Tobin, các doanh nghiệp thắt chặt chi tiêu đầu tư, khiến nền kinh tế càng suy thoái nặng nề hơn.

Như vậy, khủng hoảng xảy ra và tất cả các kênh truyền dẫn tại Mỹ đều hoạt động, Cục dự trữ liên bang Mỹ đã phải thực hiện các điều chỉnh cắt giảm lãi suất đến mức tối đa, tuy nhiên nền kinh tế vẫn chịu một cú sốc suy thoái lớn.

Tại Châu Âu, dưới tác động lan truyền của cuộc khủng hoảng tài chính bắt nguồn từ Mỹ và cùng với cuộc khủng hoảng nợ công tại khu này năm 2011, NHTW Châu Âu (ECB) đã phải sử dụng đến các công cụ phi truyền thống nhằm đối phó với nguy cơ suy thoái này. ECB đã sử dụng một nhóm các công cụ bao gồm: định hướng chính sách, cung cấp thanh khoản, các chương trình mua tài sản quy mô lớn và cả chính sách lãi suất âm. Các công cụ này cũng có cơ chế tác động tương tự như trường hợp của Fed, riêng chính sách lãi suất âm là công cụ lần đầu tiên được ECB đề xuất và sử dụng. Công cụ này được ECB bắt đầu sử dụng vào ngày 11/6/2014 khi ECB giảm mức lãi suất tiền gửi từ mức 0% về -0,1%. Với mục tiêu kích thích tín dụng, hỗ trợ nền kinh tế, ECB tiếp tục nỗ lực giảm lãi suất và đưa mức lãi suất tiền gửi xuống mức -0,4% vào tháng 3/2016. Chính sách lãi suất âm được duy trì cũng phát huy tác dụng, thể hiện thông qua các kênh truyền dẫn như sau:

- *Kênh lãi suất*: Việc ECB áp dụng lãi suất tiền gửi qua đêm ở mức âm liên tục từ năm 2014 đến nay đã giúp cho lãi suất cho vay danh nghĩa và thực



giảm xuống, khuyến khích các chủ thể vay vốn ngân hàng để chi tiêu và đầu tư, giúp gia tăng tổng cầu.

- *Kênh giá tài sản*: Việc cắt giảm đồng thời các mức lãi suất của ECB đã khiến giá trị các tài sản của các chủ thể kinh tế tăng nhanh hơn so với nợ, giá trị tài sản ròng của cả doanh nghiệp và cá nhân tăng khuyến khích chủ thể này tăng chi tiêu, đầu tư. Ngoài ra, lãi suất âm khiến dòng vốn có xu hướng chảy ra nước ngoài để tìm kiếm cơ hội đầu tư với lợi tức cao hơn, làm giảm giá đồng nội tệ. Nhu cầu nhập khẩu hàng hóa giảm, xuất khẩu tăng do giá hàng hóa trong nước rẻ hơn tương đối với hàng hóa nước ngoài, chi tiêu cho hàng hóa nội địa vì thế cũng tăng lên.

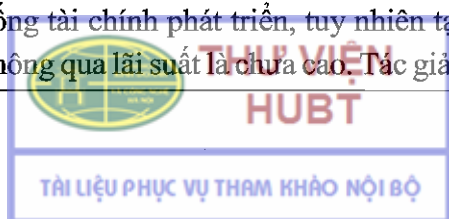
- *Kênh tín dụng*: Lãi suất tiền gửi âm đồng nghĩa với việc các NHTM khi gửi tiền vào ECB sẽ phải trả phí, điều này khiến các NHTM phải tìm kiếm các phương án cho vay và đầu tư thay vì gửi tiền. Các chủ thể kinh tế đồng thời cũng phải tìm kiếm các cơ hội đầu tư với mức lợi tức cao hơn, dịch chuyển danh mục đầu tư từ các chứng khoán có lợi tức thấp (gửi tiền tại ngân hàng hoặc nắm giữ trái phiếu chính phủ) sang các chứng khoán có lợi tức cao hơn (trái phiếu doanh nghiệp).

- *Kênh chấp nhận rủi ro*: Lãi suất thấp khiến cho các TCTD có thể chấp nhận rủi ro ở mức cao hơn, khuyến khích các tổ chức cung ứng tín dụng nhiều hơn để đảm bảo mức sinh lời như kỳ vọng.

Hộp 7.7. Kênh truyền dẫn tác động chính sách tiền tệ tại Việt Nam

CSTT của NHNN là vô cùng quan trọng trong việc kiểm soát lạm phát và hỗ trợ phát triển nền kinh tế. Hiệu lực truyền dẫn CSTT đến nền kinh tế cũng là chủ đề được nhiều tác giả, nhà kinh tế quan tâm nghiên cứu. Các tác giả Hà Thị Sáu (2014), Phạm Thị Hoàng Anh (2013), Nguyễn Thanh Nhân (2017), Chu Khánh Lâm (2016) đã thực hiện phân tích, đánh giá tác động của từng kênh truyền dẫn đến nền kinh tế và từ đó đưa ra các khuyến nghị chính sách cho cơ quan quản lý, nhằm nâng cao hiệu lực điều hành CSTT. Cụ thể:

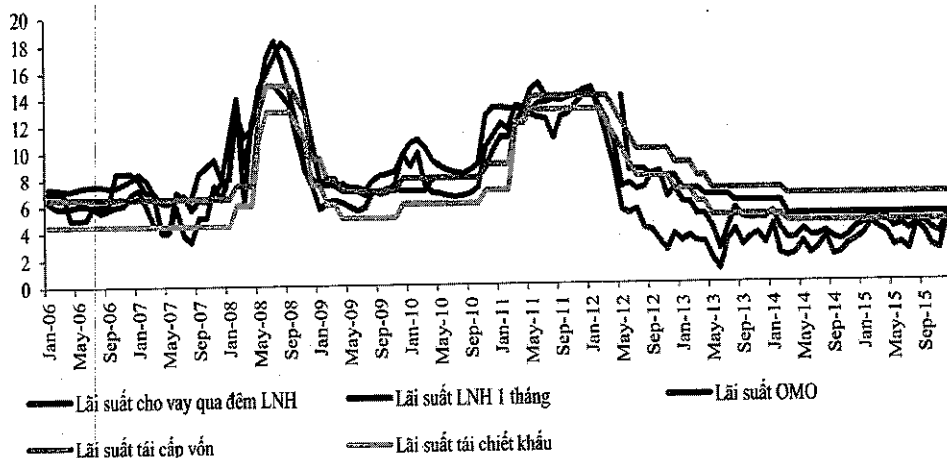
Đối với kênh lãi suất, đây là một trong những kênh truyền dẫn quan trọng tại các hệ thống tài chính phát triển, tuy nhiên tại Việt Nam, hiệu lực truyền dẫn CSTT thông qua lãi suất là chưa cao. Tác giả Nguyễn Thanh Nhân



(2017) đã thực hiện phân tích kênh lãi suất thông qua hai giai đoạn truyền dẫn: (i) cơ chế lan truyền từ lãi suất chỉ đạo đến lãi suất thị trường và (ii) cơ chế lan truyền từ lãi suất thị trường đến tiêu dùng và đầu tư.

Đối với cơ chế lan truyền thứ nhất, tác giả cho rằng lãi suất liên ngân hàng có biến động cùng chiều với cặp lãi suất chỉ đạo của NHNN (lãi suất tái cấp vốn, lãi suất tái chiết khấu) nhưng mối quan hệ còn lỏng lẻo. Sự điều chỉnh cặp lãi suất chỉ đạo của NHNN giai đoạn 2008-2010 không đóng vai trò hình thành khung lãi suất hướng dẫn cho lãi suất liên ngân hàng mà bị động thay đổi theo lãi suất liên ngân hàng và lãi suất thị trường. Có rất nhiều thời điểm lãi suất liên ngân hàng tăng cao hơn so với lãi suất tái cấp vốn, và đặc biệt, trong năm 2011, lãi suất liên ngân hàng luôn ở trên mức lãi suất tái cấp vốn của NHNN.

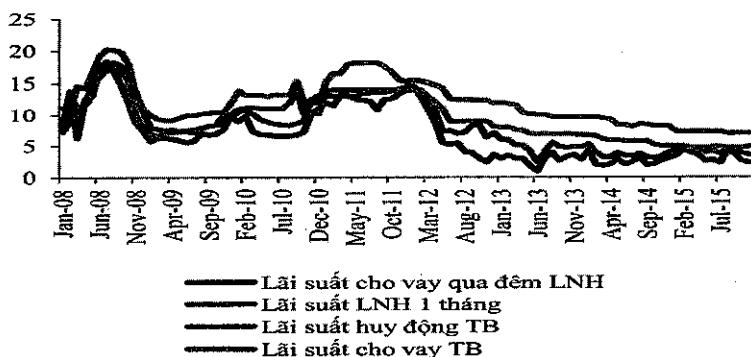
Hình 7.6. Lãi suất liên ngân hàng và lãi suất điều hành của NHNN Việt Nam



Nguồn: NHNN

Bên cạnh đó, lãi suất cho vay với các kỳ hạn khác nhau của hệ thống ngân hàng có xu hướng diễn biến theo nhau một cách rõ rệt thể hiện sự liên kết giữa lãi suất liên ngân hàng với các mức lãi suất thị trường ngày càng chặt chẽ hơn. Tuy nhiên, cũng có một vài thời điểm như cuối năm 2012, khi NHNN cắt giảm mạnh lãi suất điều hành, khiến lãi suất liên ngân hàng cũng giảm nhanh chóng nhưng lãi suất cho vay trên thị trường lại giảm rất từ từ.

Hình 7.7. Lãi suất liên ngân hàng, lãi suất huy động và cho vay



Nguồn: NHNN

Đối với cơ chế lan truyền thứ hai, tác giả nhận định rằng lãi suất thực và tiêu dùng có mối quan hệ ngược chiều đúng như lý thuyết, tuy nhiên, tác động của lãi suất đến tiêu dùng là không thực sự lớn. Tương tự, đầu tư ít nhạy cảm với sự biến động của lãi suất và trong một số giai đoạn lại có xu hướng biến động cùng chiều. Sự thiếu nhạy cảm, thậm chí biến động cùng chiều của đầu tư với sự thay đổi của lãi suất thực cho thấy tổng cầu chịu ảnh hưởng lớn bởi các yếu tố phi lãi như tỷ trọng đầu tư nhà nước lớn, tình hình tài chính doanh nghiệp suy yếu, thiếu nhạy cảm với lãi suất.

Đối với kênh giá tài sản, Phạm Thị Hoàng Anh (2013) thực hiện đánh giá hiệu lực cơ chế truyền tải chính sách thông qua ba kênh: tỷ giá, giá cổ phiếu và thu nhập, tài sản.

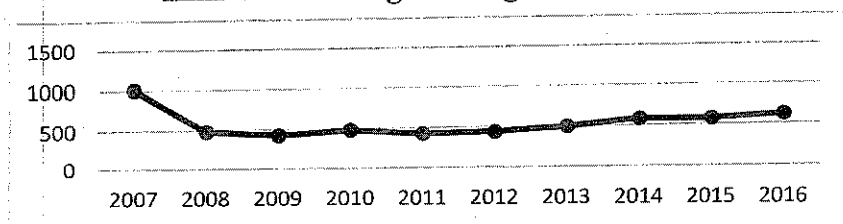
- **Đối với kênh tỷ giá,** tác giả phân tích mối liên hệ giữa sự thay đổi mức cung tiền của NHNN với tỷ giá và giữa tỷ giá với hoạt động xuất nhập khẩu của quốc gia trước khi đưa ra nhận xét. Thực tế tại Việt Nam cho thấy, những biến động của tỷ giá không chịu nhiều ảnh hưởng từ những thay đổi trong lãi suất cũng như CSTT của NHNN, đặc biệt là giai đoạn từ năm 2012 về trước. Mặt bằng lãi suất không chi phối được tỷ giá cho mục tiêu chính sách tỷ giá mà ngược lại, lãi suất phải điều chỉnh để đảm bảo mức tỷ giá trong biên độ NHNN đã đưa ra. Kết quả cho thấy, mối quan hệ nhân quả, lãi suất tác động đến tỷ giá đã bị đảo ngược trong trường hợp của Việt Nam.

Mối quan hệ giữa tỷ giá với hoạt động xuất nhập khẩu cũng không rõ ràng khi việc giảm giá đồng nội tệ không có tác dụng tích cực đến cán cân thương mại như lý thuyết. Kết quả mô hình trong nghiên cứu của Phạm Thị Hoàng Anh (2013) cho thấy, việc duy trì đồng nội tệ ở mức thấp chỉ giúp cán

cân thương mại gia tăng được trong một vài quý, nhưng sau đó sẽ dần xấu đi và cuối cùng là ảnh hưởng không đáng kể. Hai nguyên nhân cơ bản được chỉ ra: *một là*, sự thiếu nhạy cảm giữa nhu cầu xuất nhập khẩu với tỷ giá, nói cách khác, hệ số co giãn của xuất nhập khẩu theo tỷ giá ở mức thấp nên khi dù tỷ giá giảm thì cán cân thương mại cũng không được cải thiện như kỳ vọng và *hai là*, đặc điểm cơ cấu nhập khẩu của Việt Nam là nhu cầu lớn về nhập khẩu máy móc thiết bị để đổi mới công nghệ và nhập khẩu nguyên liệu vật liệu phụ vụ sản xuất trong nước (khoảng 90% tổng nhu cầu nhập khẩu). Cơ cấu nhập khẩu như hiện tại cho thấy nền kinh tế bị lệ thuộc nhiều vào các nhà cung cấp nước ngoài, nên dễ bị tổn thương trước các cú sốc bên ngoài và dù có giảm giá đồng nội tệ thì nhu cầu nhập khẩu cũng không giảm. Ngoài ra, cơ cấu hàng xuất khẩu lại chủ yếu là hàng nông thủy sản, sản phẩm tài nguyên mà giá trị xuất khẩu các mặt hàng này dựa nhiều vào hoạt động sản xuất và thị trường hơn là điều chỉnh tỷ giá.

- *Đối với kênh giá cổ phiếu*, tác giả nhận định rằng mối quan hệ giữa CSTT và giá chứng khoán chưa thực sự rõ ràng. Theo lý thuyết, lãi suất thực và giá chứng khoán có mối tương quan nghịch, tuy nhiên trong một số giai đoạn lại thể hiện mối quan hệ cùng chiều. Cụ thể như trong thời kỳ bùng nổ của lãi suất năm 2008, lãi suất huy động với đỉnh cao được ghi nhận là hơn 14%/năm, lãi suất liên ngân hàng cũng lên mức kỷ lục 25-27%/năm, lãi suất thực âm ở mức 5% thì TTCK giảm xuống mức thấp kỷ lục từ 1000 điểm năm 2007 xuống mức 300 điểm năm 2008. Giá chứng khoán sụt giảm phản ánh phần nào những mất cân đối của nền kinh tế như lạm phát gia tăng, lãi suất thực âm, thâm hụt thương mại lớn... Sang năm 2009, khi lãi suất huy động đã được NHNN điều chỉnh giảm về mức 9%, lãi suất thực dương thì chỉ số chứng khoán lại tiếp tục sụt giảm. Từ năm 2011 đến nay, mặt bằng lãi suất đã giảm mạnh và lãi suất duy trì ổn định thì TTCK cũng không tăng giá được như giai đoạn 2005-2006.

Hình 7.8. Chỉ số giá chứng khoán VN Index



Nguồn: VNDirect

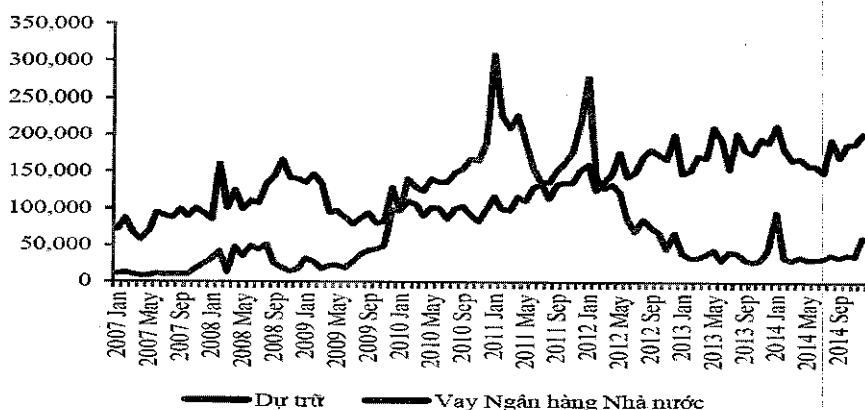


- *Đối với kênh thu nhập và tài sản*, tác giả nhận thấy rằng lãi suất gần như không ảnh hưởng đến giá bất động sản, vốn là tài sản đảm bảo tiền vay chủ yếu của người đi vay. Thông thường, mối quan hệ giữa lãi suất và giá bất động sản là ngược chiều, tương tự như với giá chứng khoán. Tuy nhiên, trên thực tế Việt Nam, trong nhiều giai đoạn, lãi suất lại có mối quan hệ cùng chiều với giá nhà đất. Điều này cho thấy lãi suất dường như không phải nguyên nhân thúc đẩy thị trường này. Cụ thể, năm 2007-2008 là giai đoạn thị trường bất động sản đạt đỉnh cao trong bối cảnh lãi suất tăng vọt cùng với nhiều yếu tố bất lợi như kinh tế vĩ mô bất ổn, lạm phát cao. Nguyên nhân của việc thị trường bất động sản tăng giá là do các yếu tố bên ngoài như: các dòng vốn đầu tư chính thức và không chính thức ồ ạt chảy vào Việt Nam, chính sách tín dụng nới lỏng trong những năm trước, nền kinh tế tăng trưởng tốc độ cao trong giai đoạn trước thúc đẩy giá trị tài sản tăng... Đặc biệt, yếu tố đầu cơ xuất phát từ tình trạng thông tin bất cân xứng cũng đóng góp đáng kể vào tình trạng sốt giá năm 2007.

Đối với kênh tín dụng, tác giả Chu Khánh Lân (2016) cũng nghiên cứu hiệu lực của kênh này thông qua việc xem xét tác động của CSTT đến bảng cân đối tài sản của người đi vay và khả năng cấp tín dụng của NHTM.

Hình 7.9. Quy mô dự trữ và vay NHNN của hệ thống NHTM

Đơn vị: tỷ VND



Nguồn: Thống kê tài chính quốc tế (International Financial Statistics – IFS) của IMF

Theo tác giả, kênh tín dụng là kênh dẫn truyền chủ yếu của CSTT đối với hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng Việt Nam. Bằng cách điều chỉnh

cấp lãi suất chỉ đạo, can thiệp linh hoạt trên thị trường mở cùng với những công cụ trực tiếp như áp trần lãi suất huy động và hạn mức tăng trưởng tín dụng, NHNN đã nhanh chóng tác động đến bảng cân đối tài sản của các doanh nghiệp, hay cũng chính là người đi vay chính đối với hệ thống NHTM Việt Nam. Ngoài những tác động trực tiếp, các công cụ CSTT của NHNN cũng làm thay đổi giá trị ròng trên bảng cân đối tài sản của các doanh nghiệp, ảnh hưởng đến nhu cầu vay vốn của nhóm chủ thể này. Trên phương diện cho vay của NHTM, tác động của CSTT cũng được thể hiện rõ nét trong năm 2011. Dưới tác động của CSTT thắt chặt trong năm này, thanh khoản của hệ thống ngân hàng đã bị chịu ảnh hưởng lớn, khả năng cấp tín dụng cũng suy giảm nhanh chóng. Trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng không như kỳ vọng, môi trường kinh doanh rủi ro hơn khiến bản thân các ngân hàng cũng dè dặt trong việc cho vay, và tìm đến những cơ hội đầu tư an toàn hơn như trái phiếu Chính phủ. Cộng hưởng những tác động này, CSTT của NHNN đã có tác động đến khối lượng tín dụng trong nền kinh tế và theo đó ảnh hưởng đến những biến số kinh tế vĩ mô như tăng trưởng kinh tế và tỷ lệ lạm phát tại Việt Nam.

Đối với kênh chấp nhận rủi ro, kênh truyền dẫn này mới chỉ được đề cập và nghiên cứu trong giai đoạn sau khủng hoảng tài chính thế giới năm 2008. Tác giả Hà Thị Sáu (2014) cho rằng, thực trạng về kênh chấp nhận rủi ro tại Việt Nam chưa được thể hiện rõ rệt, bởi NHNN Việt Nam trong những năm qua đã và đang điều hành CSTT một cách linh hoạt, phù hợp với nhu cầu điều tiết nền kinh tế vĩ mô. Khi tỷ lệ lạm phát trong nước được kiềm chế ở mức thấp và ổn định, các mức lãi suất điều hành của NHNN mà trong đó cấp lãi suất điều hành giữ vai trò chủ đạo là lãi suất tái cấp vốn và tái chiết khấu đều được từng bước điều chỉnh giảm và ổn định ở mức thấp. Động thái điều hành này của NHNN cũng tạo điều kiện giảm bớt căng thẳng thanh khoản hệ thống sau những đợt thắt chặt tiền tệ, cũng vừa tạo sự ổn định trong hoạt động của hệ thống các NHTM tại Việt Nam nói chung. Tuy nhiên, việc các ngân hàng thả lỏng những quy định tín dụng có thể dẫn đến tình trạng tín dụng kém chất lượng, tiềm ẩn nguy cơ rủi ro tín dụng cho toàn hệ thống. Theo đó, ngoài điều hành CSTT một cách ổn định, NHNN Việt Nam cũng cần áp dụng những công cụ an toàn vĩ mô để hạn chế những rủi ro mà hệ thống tài chính có thể gặp phải, cũng như kiểm soát được kênh chấp nhận rủi ro trong cơ chế truyền tải CSTT một cách hiệu quả.



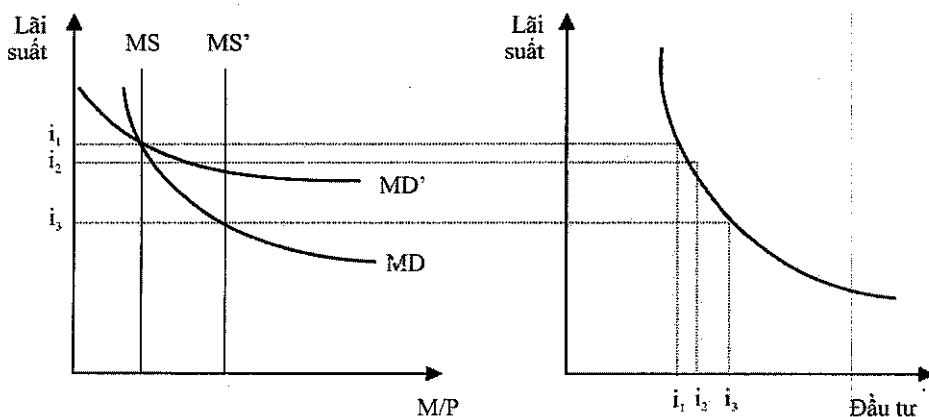
7.6. NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Là một chính sách kinh tế vĩ mô, CSTT không phải là cứu cánh cho mọi vấn đề liên quan đến kinh tế vĩ mô. Điều này liên quan đến tính hiệu quả của CSTT, được đo lường bằng mức độ ảnh hưởng của sự thay đổi khối lượng tiền cung ứng đến tổng sản lượng và giá cả. Mỗi quan hệ này, đến lượt nó lại phụ thuộc vào hiệu quả của các kênh truyền dẫn (đã trình bày phần trên), vào mức độ nhạy cảm của mức cầu tiền và cầu đầu tư đối với lãi suất và tốc độ ảnh hưởng của CSTT, cơ chế tỷ giá và mức độ mở cửa của nền kinh tế và cuối cùng hiệu quả tác động của nó còn bị chi phối đáng kể bởi khả năng kiểm soát và điều hành của NHTW. Vì thế trong nhiều trường hợp, khả năng tác động đến tổng cầu của nền kinh tế chỉ có thể có hiệu quả khi sử dụng phối hợp giữa CSTT và CSTC.

7.6.1. Mức độ nhạy cảm của tổng cầu AD đối với lãi suất

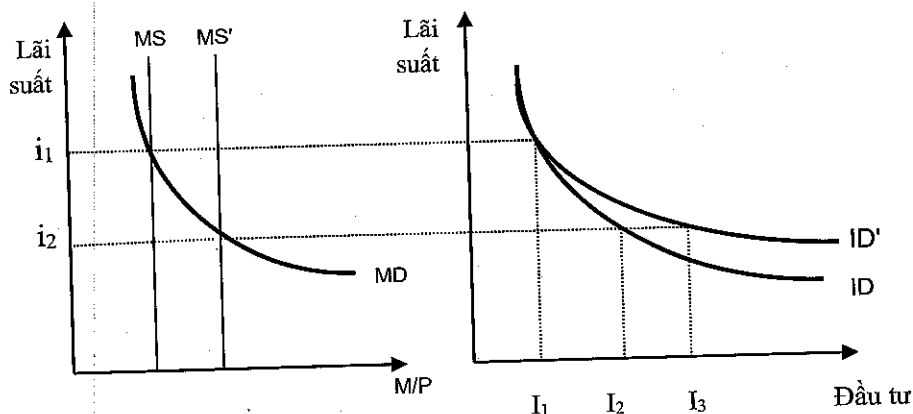
Mức độ ảnh hưởng của CSTT và CSTC đối với tổng cầu AD phụ thuộc vào hai yếu tố: Độ nhạy cảm của mức cầu tiền tệ với lãi suất và độ nhạy cảm của nhu cầu đầu tư với lãi suất. Một mức cầu tiền tệ ít nhạy cảm với lãi suất và mức cầu đầu tư có mức nhạy cảm cao với lãi suất sẽ làm cho CSTT có hiệu quả. Trong trường hợp này chỉ cần một sự thay đổi nhỏ trong tổng lượng tiền cung ứng có thể dẫn đến sự biến động mạnh của tổng cầu.

Hình 7.10: Hiệu quả của chính sách tiền tệ và nhu cầu tiền



Đường cầu tiền tệ MD ít nhạy cảm với lãi suất hơn đường MD'. Vì thế khi mức cung tiền tệ tăng từ MS đến MS', mức lãi suất giảm từ i_1 đến i_3 và do đó đầu tư tăng từ I_1 đến I_3 . Với đường cầu tiền tệ MD', cùng sự biến động của MS, lãi suất chỉ giảm từ i_1 đến i_2 và do đó đầu tư chỉ tăng từ I_1 đến I_2 .

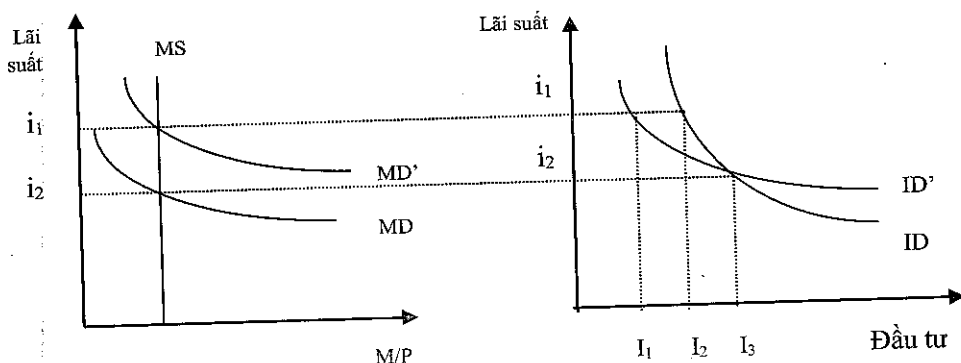
Hình 7.11: Tính hiệu quả của chính sách tiền tệ và nhu cầu đầu tư



Đường ID' nhạy cảm với lãi suất hơn đường ID vì thế đối với đường cầu đầu tư ID' , khi mức cung tiền tệ tăng từ MS lên MS' , lãi suất giảm từ i_1 đến i_2 làm cho đầu tư tăng từ I_1 đến I_3 trong khi với đường cầu đầu tư ID , đầu tư chỉ tăng từ I_1 đến I_2 .

Ngược lại, sự thay đổi trong chi tiêu của Chính phủ và thay đổi chính sách thuế ảnh hưởng đến tổng cầu mạnh khi mức cầu tiền tệ có mức nhạy cảm cao với lãi suất và mức cầu đầu tư ít nhạy cảm với lãi suất (hạn chế tình trạng crowding out).

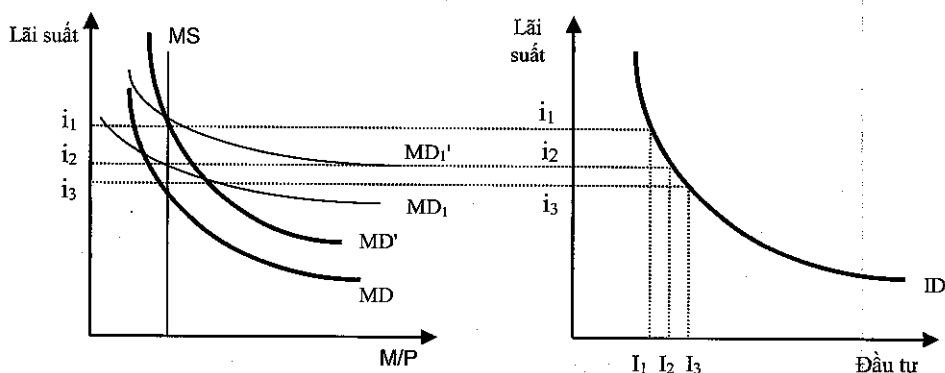
Hình 7.12: Hiệu quả của chính sách tài chính và nhu cầu đầu tư



Đường cầu đầu tư ID' nhạy cảm với sự biến động lãi suất hơn đường cầu đầu tư ID . Khi chi tiêu của Chính phủ tăng lên, sản lượng tăng dẫn đến nhu cầu tiền thực tế tăng lên từ MD đến MD' , lãi suất tăng từ i_2 đến i_1 . Với đường cầu

đầu tư ID, đầu tư giảm từ I_3 đến I_2 , trong khi cùng mức biến động lãi suất đó, đầu tư giảm từ I_3 đến I_1 trên đường cầu đầu tư ID'. Với một mức tăng lên của chi tiêu Chính phủ, sự giảm sút của nhu cầu đầu tư càng lớn (hiệu ứng crowding out cao) thì hiệu quả đối với sự tăng lên của GDP càng nhỏ. Vì vậy, chính sách tài chính kém hiệu quả với đường cầu đầu tư ID' hơn đường cầu đầu tư ID.

Hình 7.13: Hiệu quả của chính sách tài chính và nhu cầu tiền tệ



Đường cầu tiền tệ MD ít nhạy cảm với sự biến động lãi suất hơn đường cầu tiền tệ MD_1 . Khi Chính phủ mở rộng chi tiêu, sản lượng tăng lên, đường cầu tiền tệ dịch chuyển từ MD đến MD' và từ MD_1 đến MD_1' nhưng sự thay đổi lãi suất khác nhau trong hai trường hợp. Ở trường hợp 1 lãi suất tăng từ i_3 đến i_1 và nhu cầu đầu tư giảm từ I_3 đến I_1 . Đối với trường hợp thứ hai, lãi suất chỉ tăng từ i_3 đến i_2 và do đó nhu cầu đầu tư chỉ giảm từ I_3 đến I_2 . Với một mức tăng lên của chi tiêu Chính phủ, mức giảm đi của nhu cầu đầu tư càng nhỏ thì khả năng làm tăng sản lượng càng lớn. Vì thế chính sách tài chính kém hiệu quả với đường cầu tiền tệ MD hơn MD_1 .

Như vậy, CSTT và chính sách tài chính chỉ phát huy hiệu quả tối đa trong những điều kiện nhất định. Sự kết hợp hài hoà cả hai chính sách vĩ mô nhằm tác động và tổng cầu sẽ khắc phục được những hạn chế của từng chính sách trong điều kiện độ nhạy cảm của mức cầu tiền tệ và mức cầu đầu tư đối với lãi suất không thuận tiện. Nếu tổng cầu tăng lên do ảnh hưởng của lượng tiền cung ứng thì lãi suất sẽ giảm và đầu tư tăng lên. Ngược lại nếu tổng cầu tăng lên do Chính phủ mở rộng chi tiêu, thì lãi suất sẽ tăng lên và đầu tư giảm xuống.

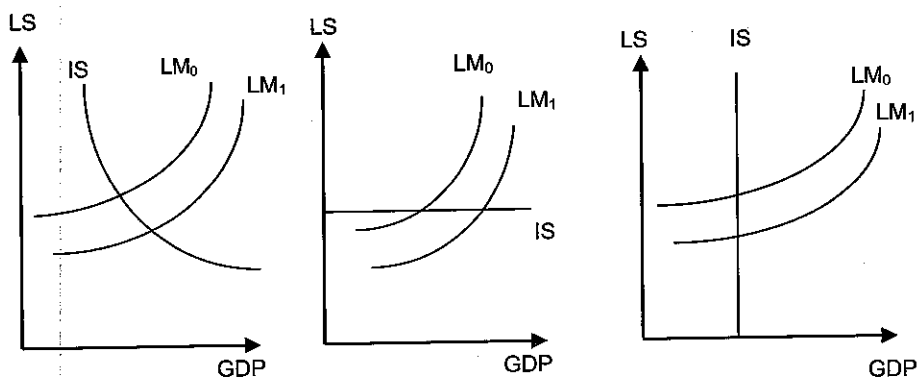
Điều kiện phát huy hiệu quả chính sách

Sự nhạy cảm của mức cầu tiền tệ với lãi suất			
		Cao	Thấp
	Cao		CSTT có hiệu quả CSTC không hiệu quả
	Thấp	CSTT không hiệu quả CSTC có hiệu quả	

* Hiệu quả chính sách tiền tệ và mô hình IS-LM

Mô hình IS -LM cho phép nghiên cứu một cách sâu sắc và toàn diện hiệu quả của CSTT và chính sách tài chính đối với tổng cầu. Mô hình này là sự kết hợp giữa sự cân bằng của thị trường hàng hoá và TTTT trong việc quyết định tổng cầu và lãi suất của nền kinh tế. Đường IS (Investment - Savings) chỉ ra sự kết hợp giữa lãi suất và GDP thực tế mà tại đó đạt được sự cân bằng giữa GDP thực thể và tổng chi tiêu. Đường LM (Liquidity preference - Money supply) chỉ ra sự kết hợp giữa lãi suất và GDP thực tế mà tại đó TTTT cân bằng.

Hình 7.14. Ảnh hưởng của chính sách tiền tệ tới tổng cầu



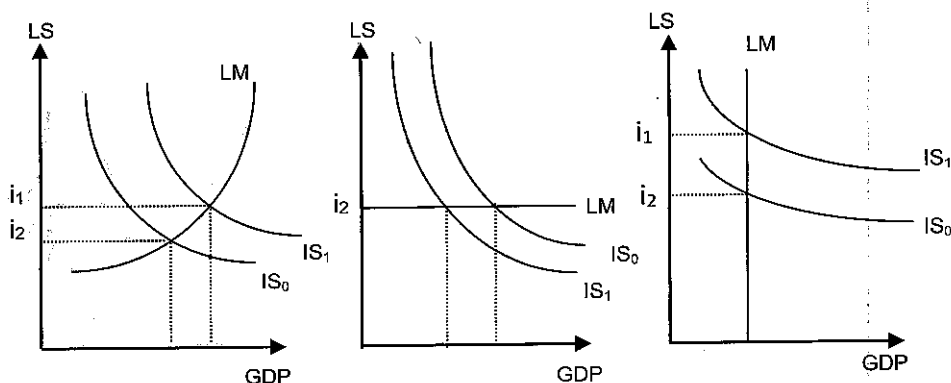
a. Ảnh hưởng thường b. Hiệu quả tối đa c. Không hiệu quả.

Sự tăng lên của lượng tiền cung ứng làm dịch chuyển đường LM. Hiệu quả CSTT phụ thuộc vào vị trí của đường IS, thể hiện mức độ nhạy cảm của nhu cầu đầu tư đối với lãi suất. Trong trường hợp bình thường (a) lãi suất giảm và GDP thực tế tăng lên, lãi suất giảm làm mức đầu tư tăng lên. Trong những trường hợp đặc biệt, phần (b), đường IS thể hiện hiệu ứng “crowding out” hoàn



toàn, CSTT có hiệu quả tối đa: Sự tăng lên của mức cung ứng tiền tệ làm tăng GDP thực tế trong khi giữ lãi suất không đổi. Trong phần (c) khi nhu cầu đầu tư hoàn toàn không nhạy cảm với lãi suất, CSTT không có hiệu quả. Sự tăng lên của lượng tiền cung ứng chỉ làm giảm lãi suất mà không làm thay đổi nhu cầu đầu tư và do đó GDP thực tế.

Hình 7.15: Ảnh hưởng của chính sách tài chính và tổng cầu



a. Trường hợp thông thường b. Hiệu quả tối đa. c. Không hiệu quả.

Sự tăng lên của chi tiêu Chính phủ hoặc sự cắt giảm thuế sẽ làm dịch chuyển đường IS sang bên phải từ IS_0 đến IS_1 . Mức độ ảnh hưởng của chính sách tài chính đến GDP và lãi suất phụ thuộc vào vị trí của đường LM. Trong trường hợp thông thường (a), sự dịch chuyển của đường IS sẽ làm cho cả lãi suất và GDP tăng lên. Trong trường hợp “liquidity trap” (b), đường LM sẽ song song với trục hoành, biểu thị sự tăng lên của GDP trong khi lãi suất không thay đổi. Nếu nhu cầu tiền không nhạy cảm với lãi suất, đường LM thẳng đứng (c); lãi suất tăng trong khi GDP không đổi. Đây là trường hợp của hiệu ứng “crowding out” hoàn toàn; sự tăng lên của lãi suất cắt giảm mức đầu tư và tiêu dùng cá nhân đúng bằng mức đầu tư tăng lên của Chính phủ.

7.6.2. Tốc độ ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đến tổng cầu (time lag)

Chính sách tiền tệ cũng như chính sách tài chính không ảnh hưởng ngay lập tức đến tổng cầu của nền kinh tế. Hiệu quả tác động của chúng thường chậm một thời gian sau sự tăng (giảm) tiền trung ương hoặc tăng (giảm) chi tiêu Chính phủ và sửa đổi chính sách thuế. Khoảng thời gian cần thiết để một chính sách phát huy hiệu quả gồm:

+ Thời gian lập chính sách từ khi nhận ra các vấn đề của nền kinh tế vĩ mô

cần điều chỉnh cho đến khi hoàn thành các chỉ tiêu cụ thể của chính sách.

- + Thời gian ảnh hưởng đến thành phần của tổng chi tiêu của xã hội.
- + Thời gian gây ra những hiệu ứng lan truyền đến tổng chi tiêu
- + Thời gian điều chỉnh giá.

Khoảng thời gian này tương đối dài, thường xuyên thay đổi và khác nhau giữa CSTT với chính sách tài chính. Vì thế việc dự đoán những biến động tiềm năng của nền kinh tế là yếu tố quan trọng trong lập và điều hành chính sách kinh tế vĩ mô nói chung và CSTT nói riêng.

a. Thời gian lập chính sách

Thời gian lập chính sách là khoảng thời gian cần thiết cho các nhà làm chính sách để phát hiện ra các vấn đề vĩ mô, thời gian thảo luận và lựa chọn các giải pháp cần thiết và sau đó là thời gian để thực hiện các giải pháp đó. Với cả CSTT và CSTC, khoảng thời gian này được chia thành hai giai đoạn: *giai đoạn nhận dạng vấn đề* và *giai đoạn hành động*. Ở giai đoạn đầu NHTW hoặc Chính phủ phải khẳng định một cách chắc chắn và chính xác các vấn đề kinh tế đang phát sinh và sự cần thiết phải có các giải pháp để khắc phục. Đây là giai đoạn quan trọng và thông thường “time lags” kéo dài. Đôi khi các dấu hiệu của nền kinh tế không phản ánh chính xác những vấn đề kinh tế phát sinh. Vì thế các nhà làm chính sách phải có khả năng dự báo sự biến động kinh tế trong tương lai và ảnh hưởng của các chính sách sẽ được áp dụng đến tình trạng đó. Trên cơ sở dự báo, các công cụ chính sách cũng như liều lượng sử dụng được thiết lập. *Giai đoạn hành động* là giai đoạn sử dụng các công cụ chính sách để thay đổi các điều kiện tiền tệ nhằm giải quyết các vấn đề kinh tế phát sinh.

Nói chung, thời gian cho giai đoạn này đối với CSTT thường ngắn hơn cho chính sách tài chính bởi *giai đoạn hành động* trong CSTT thường là ngắn hơn bởi NHTW có khả năng can thiệp hàng ngày trên TTTT ngắn hạn. Ngược lại, các thay đổi trong chính sách tài chính (thay đổi chính sách thuế, chi tiêu Chính phủ) chỉ được thực hiện sau một loạt các thủ tục hành chính liên quan đến luật lệ, quy định.

Nếu như giai đoạn này phụ thuộc vào bản thân các nhà làm chính sách thì các giai đoạn tiếp theo nhằm phát huy hiệu quả của các chính sách lại phụ thuộc vào thị trường và công chúng (*outside lag*).

b. Thời gian ảnh hưởng đến các khoản chi tiêu độc lập (autonomous expenditure)

CSTC và CSTT ảnh hưởng chi tiêu độc lập và làm dịch chuyển đường tổng chi tiêu cũng như điểm cân bằng GDP. Tuy nhiên mỗi chính sách ảnh hưởng đến các khoản chi tiêu này theo các cách khác nhau: CSTC ảnh hưởng trực tiếp đến tổng chi tiêu thông qua hành vi chi tiêu của Chính phủ và ảnh hưởng tức thời của nó đến thị trường hàng hoá. Xét về phía cạnh này, CSTC có tác động nhanh và tức thời. CSTT, trái lại, cũng ảnh hưởng đến chi tiêu nhưng qua những kênh gián tiếp hơn. Ảnh hưởng trực tiếp của CSTT là đối với mức lãi suất ngắn hạn trên TTTT, sau đó ảnh hưởng đến chi tiêu (đầu tư hoặc tiêu dùng). Sự truyền tác động của lãi suất ngắn hạn tới sự thay đổi của chi tiêu phải mất một khoảng thời gian nhất định và biến động tùy các nhân tố ảnh hưởng. Vì vậy so với CSTC, CSTT ảnh hưởng đến chi tiêu một cách gián tiếp và khó dự đoán trước.

c. Thời gian ảnh hưởng đến các chi phí phụ thuộc (induced expenditure)

Sự thay đổi của các chi phí độc lập kéo theo sự thay đổi của GDP thực tế và sau đó kéo theo sự thay đổi của chi phí tiêu dùng và điểm cân bằng của tổng chi tiêu. Những ảnh hưởng này gây tác động theo bội số và phải có một thời gian nhất định. Thí dụ, khi doanh nghiệp thay đổi mức dự trữ của nó thì GDP thực tế chỉ thay đổi sau khi doanh nghiệp đã điều chỉnh dự trữ đến mức mong muốn, sau khi GDP thực tế thay đổi thì các chi phí phụ thuộc mới bắt đầu thay đổi, sự thay đổi của các chi phí này lại làm cho GDP thực tế thay đổi tiếp.

Nhu cầu dự trữ thay đổi $\Rightarrow$ Điều chỉnh dự trữ $\Rightarrow$ GDP thay đổi $\Rightarrow$ Chi phí phụ thuộc thay đổi $\Rightarrow$ GDP thay đổi.

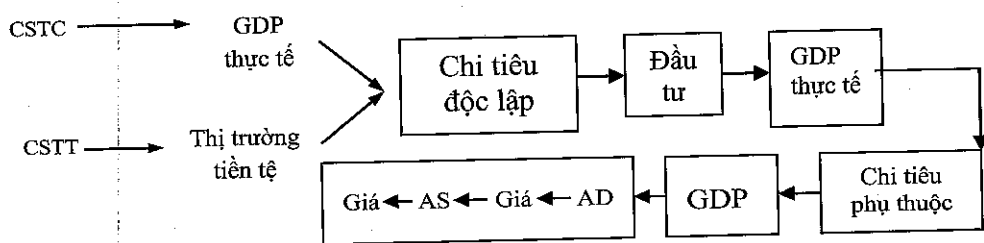
Quá trình ảnh hưởng này kết thúc khi GDP thực tế cân bằng với tổng chi tiêu. Cả CSTC và CSTT đều mất thời gian như nhau để có ảnh hưởng này.

d. Thời gian cho sự điều chỉnh giá

Đó là khoảng thời gian để sự thay đổi của điểm cân bằng mới GDP ảnh hưởng đến mức giá cả. Sự tăng lên của điểm cân bằng chi tiêu làm cho tổng cầu AD dịch sang bên phải, mức giá bắt đầu tăng lên nhưng sự chuyển động này thường là chậm chạp ban đầu và sau đó tăng lên khi nó kéo theo sự tăng giá của các yếu tố sản xuất, những yếu tố này, đến lượt nó lại làm dịch chuyển đường AS sang bên trái.



Quá trình ảnh hưởng của CSTT và CSTC đối với GDP và mức giá cả (time lags):



7.6.3. Sự thiếu chính xác của mô hình kinh tế vĩ mô được lựa chọn

Các chính sách kinh tế vĩ mô được hình thành trên cơ sở phân tích các mô hình kinh tế vĩ mô. Việc sử dụng một mô hình kinh tế vĩ mô không đúng hoặc cách xa thực tế để xây dựng CSTT có thể gây nên những phản ứng ngược chiều với mục tiêu đề ra. Đây cũng là lý do để việc thực hiện CSTT được thực hiện một cách tuần tự thông qua các mục tiêu trung gian. Điều này giúp các nhà làm chính sách có thể kịp thời điều chỉnh những sai lầm nếu có trong quá trình điều hành CSTT.

7.6.4. Sự mâu thuẫn giữa các mục tiêu chính sách

Bản thân các mục tiêu chính sách là mâu thuẫn, vì thế trong ngắn hạn việc lựa chọn một mục tiêu thích hợp đồng nghĩa với việc hy sinh, trong một chừng mực nhất định, các mục tiêu khác tùy thuộc vào sự phân tích và quan điểm của các nhà làm chính sách. Tuy nhiên các quan điểm này có thể thay đổi khi có sự thay đổi của các chủ thể quản lý chính sách và điều này có thể dẫn đến việc lựa chọn một mục tiêu ngắn hạn khác với mục tiêu đã được lựa chọn trước đó. Kết quả là khả năng thực hiện mục tiêu dài hạn của CSTT trở nên khó khăn.

7.6.5. Mâu thuẫn giữa các nhà làm chính sách

Các nhà làm chính sách có thể mâu thuẫn trong việc lựa chọn mục tiêu, đặc biệt giữa CSTT và chính sách tài khoá trong trường hợp NHTW độc lập với Chính phủ. CSTT thường theo đuổi mục tiêu ổn định giá cả trong khi chính sách tài khoá theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Giả sử khi tổng cung tăng lên các chính sách này sẽ có những phản ứng trái ngược nhau; trong trường hợp này, NHTW muốn đẩy tổng cầu lên trong khi Bộ Tài chính lại có ý muốn làm cho tổng cầu giảm xuống để duy trì mục tiêu tổng sản lượng. Ảnh hưởng ròng của các phản ứng trái ngược này là không rõ ràng.

7.7. CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TRONG NỀN KINH TẾ MỞ

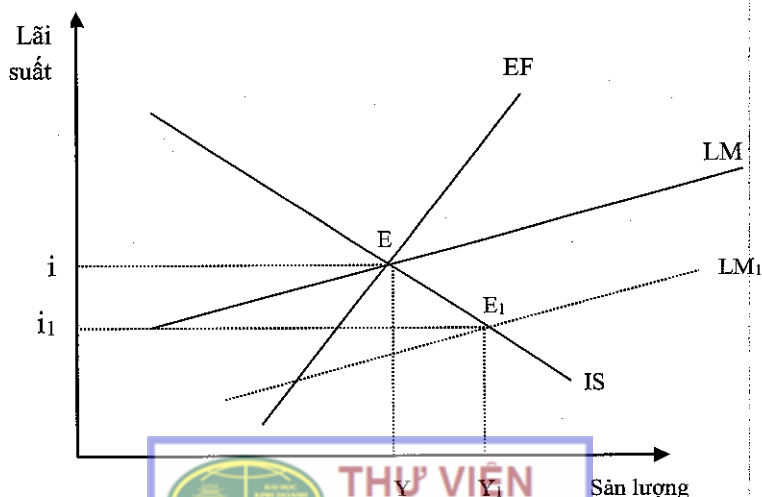
Chúng ta đã đề cập đến các khái niệm cơ bản về CSTT trong điều kiện nền kinh tế đóng - tức là không có quan hệ giao dịch với phần còn lại của thế giới. Trong trào lưu mở cửa và hội nhập hiện nay điều này là không thực tế. Mặc dù nền kinh tế Việt Nam mới tiếp cận với trào lưu này, nhưng tỷ trọng kim ngạch xuất nhập khẩu/ GDP đang tăng lên nhanh chóng hàng năm là một minh chứng cho tính chất mở cửa của nền kinh tế Việt Nam. Các di chuyển về vốn giữa các quốc gia và cơ chế tỷ giá có ảnh hưởng lớn đến quá trình điều hành và hiệu quả của CSTT.

7.7.1. Chính sách tiền tệ trong điều kiện cơ chế tỷ giá cố định

Việc giải thích ảnh hưởng ròng của các hành vi can thiệp của NHTW trong nền kinh tế mở được phản ánh bằng mô hình IS-LM với sự xuất hiện của đường EF - đường tập hợp các điểm mà tại đó cán cân thanh toán quốc tế cân bằng tương ứng với các giá trị khác nhau của thu nhập và lãi suất.

Khi NHTW mở rộng chính sách tiền tệ, đường LM dịch sang phải tới LM_1 , lãi suất giảm xuống i_1 và tổng sản lượng tăng lên tới Y_1 . Những thay đổi này làm xấu đi tình trạng của cả tài khoản thanh toán vãng lai và tài khoản vốn. Kết quả là cán cân thanh toán quốc tế rơi vào tình trạng bội chi. Trong điều kiện tỷ giá cố định, mức bội chi này được bù đắp bởi sự giảm sút của dự trữ quốc tế, đồng nghĩa với sự giảm đi của lượng tiền cung ứng. Đường LM_1 , vì thế di chuyển dần về vị trí ban đầu và điểm cân bằng E được khôi phục.

Hình 7.16: Chính sách tiền tệ trong cơ chế tỷ giá cố định



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Trong chế độ tỷ giá cố định, CSTT khó có thể ảnh hưởng đến thu nhập và lãi suất, ngoại trừ sự ảnh hưởng trong ngắn hạn khi điểm cân bằng của nền kinh tế tạm thời di chuyển đến điểm E_1 .

Trong nhiều trường hợp, các nhà làm chính sách sử dụng *chính sách can thiệp triệt tiêu* (sterilized intervention) nhằm duy trì điểm cân bằng E_1 . Theo đó NHTW sử dụng nghiệp vụ thị trường mở nhằm khôi phục lại mức tiền cung ứng mục tiêu khi nó bị giảm đi do hoạt động can thiệp thị trường ngoại hối của NHTW. Nhờ đó mức sản lượng Y_1 và lãi suất i_1 được duy trì trong một khoảng thời gian nhất định. Việc sử dụng chính sách này, tuy nhiên, luôn trong điều kiện cán cân thanh toán bội chi vì thế mà đòi hỏi các hoạt động triệt tiêu của NHTW qua nghiệp vụ thị trường mở phải được thực hiện liên tục. Mặc dù vậy các hoạt động can thiệp triệt tiêu cũng không thể bù đắp hoàn hảo những thay đổi của lượng tiền cung ứng do sự biến đổi của tình trạng cán cân thanh toán quốc tế.

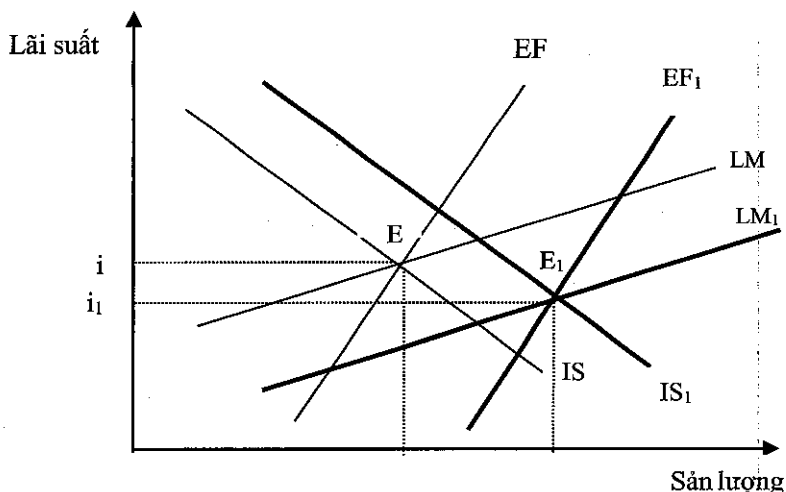
7.7.2. Chính sách tiền tệ trong điều kiện chế độ tỷ giá thả nổi

Khi chế độ tỷ giá thả nổi được áp dụng, bội thu hay bội chi cán cân thanh toán sẽ được phản ánh thông qua sự thay đổi của tỷ giá, đến lượt nó sự thay đổi này sẽ tự phát khôi phục lại điểm cân bằng của cán cân thanh toán.

Giả sử NHTW mở rộng khối lượng tiền cung ứng, đường LM dịch sang phải tới LM_1 làm cho cán cân thanh toán quốc tế bội chi, đồng nội tệ bị giảm giá so với ngoại tệ. Tỷ giá giảm dẫn đến giảm giá xuất khẩu và tăng giá nhập khẩu làm cho đường EF dịch sang bên phải tới EF_1 .

Điểm cân bằng cán cân thanh toán quốc tế được thiết lập lại với mức tỷ giá thấp hơn tương ứng với mức lãi suất thấp hơn. Mặt khác, khi tỷ giá giảm xuất khẩu tăng và nhập khẩu giảm làm tăng mức xuất khẩu ròng và đẩy đường IS sang bên phải tới IS_1 , nơi nền kinh tế đạt được điểm cân bằng mới E_1 với tổng sản lượng Y_1 và lãi suất i_1 .

Hình 7.17: Chính sách tiền tệ trong cơ chế tỷ giá thả nổi



Trong điều kiện cơ chế tỷ giá thả nổi, CSTT có thể theo đuổi mục tiêu độc lập của nó mà không bị chi phối bởi các biến động của cán cân thanh toán quốc tế. Tuy vậy hiệu quả thực sự của CSTT còn tùy thuộc vào mức độ di chuyển vốn giữa các quốc gia và khả năng chi phối thị phần thế giới của quốc gia đó.

CSTT mới được giới thiệu vào Việt Nam từ đầu những năm 90, và hiệu quả của CSTT trong việc điều chỉnh lượng tiền cung ứng còn rất hạn chế. Các công cụ chủ yếu là các công cụ trực tiếp được ấn định bởi NHTW như: hạn mức tín dụng, lãi suất, tỷ giá. Các công cụ gián tiếp hầu như chưa có và nếu có cũng không phát huy hiệu quả vì nền tảng thị trường của các công cụ gián tiếp chưa hình thành. Mặc dù vậy, CSTT đã góp phần đáng kể vào thành quả kiềm chế lạm phát và tăng trưởng kinh tế đất nước liên tục trong suốt thập kỷ 90.

PHẦN ĐỌC THÊM

CHÍNH SÁCH MỤC TIÊU LẠM PHÁT

*** Cơ sở của chính sách**

Chính sách mục tiêu lạm phát hay lạm phát mục tiêu (LPMT) được xuất phát từ lý luận cho rằng tỷ lệ lạm phát thấp và ổn định sẽ góp phần quan trọng vào quá trình tăng trưởng kinh tế trong dài hạn và giảm thất nghiệp, đồng thời tránh được những mâu thuẫn trong các mục tiêu của CSTT (chẳng hạn trong ngắn hạn, nếu quá tập trung vào tăng trưởng kinh tế thì lại gặp khó khăn trong việc kiểm soát lạm phát). CSTT nhằm thúc đẩy sự tăng trưởng khi nền kinh tế đã vượt quá mức sản lượng tiềm năng sẽ dẫn tới mức lạm phát cao hơn.

*** Nội dung của chính sách**

LPMT là một cơ chế CSTT, trong đó NHTW cam kết một cách công khai, rõ ràng về việc giữ tỷ lệ lạm phát trong một vùng mục tiêu nhất định với 5 nội dung:

Thứ nhất, có sự công bố rộng rãi về những mục tiêu lạm phát trong trung hạn bằng những con số cụ thể. Mục tiêu lạm phát thường được Chính phủ hoặc Quốc hội đặt ra. Mục tiêu đó có thể là CPI (như Anh) hoặc lạm phát cơ bản (như Balan), hoặc các chỉ số giá khác.

Thứ hai, có cam kết của cơ quan chức năng về việc coi bình ổn giá cả là mục tiêu duy nhất hay mục tiêu hàng đầu của CSTT, các mục tiêu khác được xếp sau về thứ tự quan trọng.

Thứ ba, có chiến lược tập trung thông tin, trong đó nhiều biến số được tổng hợp phân tích để quyết định sử dụng các công cụ chính sách (số liệu về tỷ giá, diễn biến lãi suất, xuất nhập khẩu, giá nguyên liệu đầu vào...)

Thứ tư, tính minh bạch của CSTT được tăng cường thông qua đối thoại với công chúng, với thị trường về các kế hoạch, mục tiêu và quyết định của NHTW.

Thứ năm, trách nhiệm của NHTW được tăng cường để hướng tới các mục tiêu lạm phát đề ra.

*** Ưu điểm của chính sách**

Thứ nhất, thiết lập được một khuôn khổ CSTT minh bạch, một cơ chế đảm

bảo chịu trách nhiệm trước công chúng. Nó tạo cho NHTW sự tự do, linh hoạt và chủ động hơn trong điều hành CSTT.

Thứ hai, cơ chế này hướng vào mục tiêu duy nhất (hoặc mục tiêu hàng đầu) là mức lạm phát thấp, ổn định, tạo tiền đề cho các mục tiêu quan trọng khác trong dài hạn như tăng trưởng kinh tế giảm thất nghiệp.

Thực tế cho thấy các nước theo đuổi mục tiêu lạm phát đã duy trì được mức lạm phát thấp đồng thời có sự cải thiện chung về kinh tế vĩ mô và hiệu quả CSTT.

**** Điều kiện để thực hiện chính sách mục tiêu lạm phát***

Điều kiện tiên quyết về thể chế:

Thứ nhất, CSTT có một mục tiêu duy nhất là đạt được chỉ tiêu lạm phát: Phải có cam kết mang tính thể chế được phổ biến rộng rãi về việc bình ổn giá cả và phải hiểu là mục tiêu quan trọng nhất của CSTT trong dài hạn. Sự ủng hộ của các nhà chính trị và của đông đảo quần chúng cho bình ổn giá cả cũng rất quan trọng. CSTT không bị chi phối bởi các mục tiêu khác như tăng trưởng kinh tế, thất nghiệp hay tỷ giá. Khi ngân hàng duy trì cùng một lúc hai hay nhiều mục tiêu thì thị trường không hiểu trong trường hợp xấu (lạm phát cao, kinh tế suy thoái, tỷ giá biến động) thì mục tiêu nào sẽ được ưu tiên thực hiện.

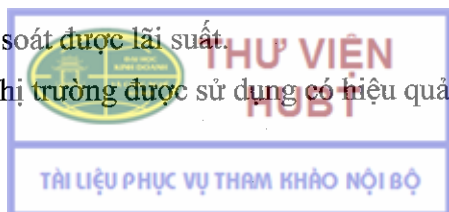
Thứ hai, CSTT không bị chi phối bởi chính sách tài khoá: Thể chế tài khoá, tài chính vững mạnh thể hiện sự cân bằng, kỷ luật rõ ràng trong thu chi ngân sách. NHTW không tài trợ cho thâm hụt ngân sách hoặc phát hành tiền để chính phủ tài trợ.

Thứ ba, đảm bảo tính độc lập của NHTW trong điều hành CSTT, đặc biệt là độc lập về công cụ: Phải có cam kết về tổ chức và được công bố rộng rãi về việc NHTW được độc lập trong việc sử dụng các công cụ CSTT, không không bị chi phối bởi chính phủ. Chẳng hạn chính phủ yêu cầu NHTW phải giảm lãi suất để tăng thuế, cho vay theo chỉ định của Chính phủ.

Thứ tư, khu vực tài chính lành mạnh và phát triển: Sự phát triển vững vàng của hệ thống ngân hàng và hệ thống các định chế tài chính phi ngân hàng.

Điều kiện tiên quyết về kỹ thuật:

- Có số liệu kinh tế vĩ mô tốt.
- NHTW kiểm soát được lãi suất.
- Các công cụ thị trường được sử dụng có hiệu quả.



- Những người làm chính sách hiểu về cơ chế truyền tải CSTT, có khả năng dự báo lạm phát tốt.

- Lạm phát vốn đã ở mức thấp.

*** Cơ chế truyền dẫn của lạm phát mục tiêu**

LPMT được vận hành chủ yếu thông qua công cụ lãi suất. Việc tăng lãi suất chỉ đạo có thể làm giảm lạm phát và ngược lại. Cơ chế truyền dẫn từ lãi suất chính thức đến lạm phát có độ trễ nhất định về thời gian, thường mất khoảng 1,5 đến 2 năm.

*** Các nước áp dụng cơ chế LPMT**

Một số nước đã áp dụng cơ chế LPMT bao gồm cả các nước phát triển, các nước đang phát triển và các nước đang trong quá trình chuyển đổi: Anh, Úc, Canada, NewZealand), Thái lan, Philipines, Hàn Quốc, Brazil, Chi lê, Balan, Hungary, Colombia, Cộng hoà Sec, Ghana, Iceland, Israel, Mexico, Noway, Peru, Nam Phi, Thụy Sĩ, Thụy Điển. Việt Nam cũng đang hướng tới thực hiện chính sách mục tiêu lạm phát trong thời gian tới.

TÓM TẮT

1. Chính sách tiền tệ được thực hiện thông qua việc thiết kế một hệ thống mục tiêu thích hợp: mục tiêu cuối cùng, mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động. Trong đó các nhóm mục tiêu có mối quan hệ chặt chẽ nhằm đảm bảo tác động đúng hướng của CSTT thông qua các dấu hiệu của nhóm mục tiêu trung gian và mục tiêu hoạt động.

2. Việc lựa chọn từng mục tiêu cụ thể trong nhóm mục tiêu trung gian phải căn cứ vào tương quan giữa mức độ nhạy cảm của tổng cầu và nhu cầu tiền tệ đối với lãi suất. Mục tiêu hoạt động được lựa chọn căn cứ vào mục tiêu trung gian và cuối cùng hệ thống công cụ CSTT được lựa chọn nhằm tác động có hiệu quả nhất đến mục tiêu hoạt động.

3. Một số nước đã thực hiện chính sách mục tiêu lạm phát hướng nhằm kiểm soát lạm phát trong dài hạn. Việt Nam cũng đang hướng tới thực hiện chính sách mục tiêu lạm phát trong thời gian tới.

4. Các công cụ CSTT điều tác động trực tiếp vào dự trữ của hệ thống NHTM và qua đó tác động đến mức lãi suất thị trường tiền tệ liên ngân hàng. Lãi suất thị trường tiền tệ liên ngân hàng sẽ tăng lên khi NHTW thực hiện nghiệp vụ bán các chứng khoán, tăng lãi suất tái chiết khấu, thắt chặt các điều kiện tái chiết khấu hoặc tăng tỷ lệ DTBB. Lãi suất TTTT liên ngân hàng sẽ giảm xuống khi NHTW điều tiết các công cụ của nó theo chiều hướng ngược lại. Tuy nhiên, hiệu quả, tính linh hoạt, chủ động của từng công cụ khác nhau và thích hợp với từng điều kiện cụ thể về mức độ phát triển của TTTC, khả năng kiểm soát của NHTW, mức độ phụ thuộc của NHTW đối với Chính phủ và mức độ điều tiết các điều kiện tài chính của NHTW.

5. Sự tác động của CSTT vào mục tiêu vĩ mô được chuyển tải thông qua các kênh: giá tài sản, lãi suất và kênh tín dụng ngân hàng. Hiệu quả CSTT phụ thuộc vào hiệu quả chuyển tải tác động của các kênh này. Điều này, đến lượt nó lại phụ thuộc vào mức độ minh bạch của các mối quan hệ giữa các hoạt động kinh tế. Sự minh bạch làm cho các mối quan hệ đó mang tính quy luật và do đó phản ứng chính xác với sự thay đổi của các yếu tố tác động. Sự chi phối chủ quan của các thực thể điều tiết, mức độ

thị trường hoá thấp là các yếu tố làm giảm tính minh bạch trong các mối quan hệ kinh tế.

6. Mỗi thay đổi trong lượng tiền cung ứng hoặc mức lãi suất ngắn hạn của NHTW đều sẽ tác động đến các biến số sản lượng, giá cả và việc làm của nền kinh tế. Cơ chế truyền dẫn tác động của CSTT đến tổng cầu và các biến số này được thực hiện chủ yếu thông qua các kênh, bao gồm: lãi suất, giá tài sản và kênh tín dụng ngân hàng.

7. Hiệu quả điều hành CSTT của NHTW phụ thuộc rất lớn vào hiệu quả truyền tải tác động của các kênh này. Ngược lại, hiệu quả của cơ chế truyền tải CSTT lại phụ thuộc vào mức độ minh bạch của các mối quan hệ giữa các hoạt động kinh tế. Sự minh bạch giúp cho các mối quan hệ thể hiện đúng quy luật và do đó, phản ứng nhanh hơn và chính xác hơn với những thay đổi trong CSTT của NHTW.

8. Kinh nghiệm thực tế từ các quốc gia phát triển cho thấy, khi hệ thống tài chính càng phát triển, càng minh bạch thì các kênh truyền tải CSTT càng phát huy tác dụng nhanh và hiệu quả hơn, ngay cả trong giai đoạn khủng hoảng tài chính. Đối với trường hợp Việt Nam, với đặc điểm là hệ thống tài chính dựa vào ngân hàng và chưa hoàn thiện, những thay đổi trọng điều hành CSTT của NHNN Việt Nam chủ yếu được truyền tải thông qua kênh tín dụng ngân hàng, các kênh còn lại như lãi suất, giá tài sản hay chấp nhận rủi ro có hiệu quả hoạt động chưa cao.

9. Hiệu quả CSTT phụ thuộc vào:

- a/ Mức độ nhạy cảm của nhu cầu tiền tệ và nhu cầu đầu tư đối với lãi suất
- b/ Tốc độ phát huy hiệu quả của CSTT
- c/ Hiệu quả kênh dẫn truyền CSTT
- d/ Cơ chế tỷ giá và mức độ mở cửa của nền kinh tế.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Tầm quan trọng của mục tiêu trung gian và giải thích điều kiện lựa chọn mục tiêu lượng tiền cung ứng và lãi suất?

2. Tại sao nói việc quản lý DTBB theo nguyên tắc bình quân lại là một trong những lý do làm cho công cụ này kém hiệu quả so với các công cụ CSTT khác.

3. “Cách duy nhất một NHTW có thể ảnh hưởng đến mức vay tái chiết khấu của các NHTM là điều chỉnh lãi suất tái chiết khấu”. Nói như vậy có đúng không? Giải thích.

4. Khi Kho bạc chi trả các khoản phúc lợi theo kế hoạch, tiền gửi Kho bạc ở NHTW giảm xuống. Trong trường hợp này, NHTW điều chỉnh khối tiền MB thông qua nghiệp vụ thị trường mở như thế nào?

5. Vào dịp tết cổ truyền, nhu cầu tiền mặt của công chúng tăng lên, NHTW thực hiện nghiệp vụ thị trường mở như thế nào để điều tiết sự thay đổi này, tại sao?

6. So sánh các công cụ: DTBB, tái chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở về các khía cạnh: tính linh hoạt, chủ động, khả năng đảo ngược tình thế, tốc độ thực hiện. Nhận xét việc sử dụng các công cụ CSTT hiện nay của NHNN VN.

7. Giải thích khả năng truyền tải tác động của CSTT qua kênh lãi suất. Liên hệ với điều kiện Việt Nam.

8. Giải thích khả năng truyền tải tác động của CSTT qua kênh tín dụng ngân hàng. Liên hệ với điều kiện Việt Nam.

9. Điều kiện để kênh giá tài sản phát huy hiệu quả là gì? Liên hệ Việt Nam.

10. Khi NHTW thực hiện CSTT nói lỏng, giá cổ phiếu sẽ thay đổi như thế nào? Tại sao?

11. Tại sao kênh tín dụng ngân hàng lại tác động đến các doanh nghiệp nhỏ nhiều hơn là doanh nghiệp lớn?

12. “Hiện nay, CSTT ở Việt Nam có thể tác động đến mục tiêu cuối cùng thông qua kênh lãi suất và kênh tín dụng ngân hàng.” Anh/chị có đồng ý với nhận định trên không? Tại sao?



Chương 8

MỘT SỐ VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

8.1. HỆ THỐNG TIỀN TỆ QUỐC TẾ

8.1.1. Khái niệm

Tiền tệ quốc tế là đồng tiền được sử dụng trong thanh toán quốc tế và là phương tiện dự trữ quốc tế. Dưới chế độ bản vị vàng, vàng đóng vai trò là tiền tệ quốc tế, là phương tiện thanh toán quốc tế, di chuyển tài sản giữa các nước và là phương tiện dự trữ quốc tế. Tuy nhiên ngay trong chế độ bản vị vàng, để thực hiện thanh toán quốc tế thuận lợi, các nước vẫn phải so sánh đồng tiền của mình với đồng tiền của các nước khác căn cứ vào nội dung vàng. Ngày nay, với việc lưu hành tiền giấy, không phải đồng tiền quốc gia nào cũng đóng vai trò là tiền tệ quốc tế. Để quan hệ thanh toán, đầu tư quốc tế được thuận lợi, phải có một hệ thống tiền tệ quốc tế.

Hệ thống tiền tệ quốc tế (HTTTQT) là một loạt các nguyên tắc, quy định, các công cụ và các tổ chức để cho việc thanh toán quốc tế có hiệu quả.

Hệ thống tiền tệ quốc tế có thể được phân chia theo chế độ tỷ giá hoặc theo cách xác định tài sản dự trữ quốc tế. Theo chế độ tỷ giá có hệ thống tiền tệ quốc tế theo chế độ tỷ giá cố định và theo chế độ tỷ giá thả nổi. Phân loại theo cách xác định tài sản dự trữ quốc tế chúng ta có hệ thống tiền tệ theo chế độ bản vị vàng (vàng là tài sản dự trữ quốc tế duy nhất); Hệ thống tiền tệ theo chế độ bản vị của một đồng tiền quốc gia (ví dụ như bản vị đồng đôla).

Trong thực tế, thường có những sự kết hợp khác nhau trong các cách phân loại trên. Ví dụ: Hệ thống tiền tệ theo chế độ bản vị vàng là hệ thống tỷ giá cố định. Nhưng cũng có hệ thống tỷ giá cố định mà không có sự liên hệ với vàng. Trong chế độ này, dự trữ quốc tế là một số đồng tiền quốc gia (chẳng hạn như đôla Mỹ) không được chuyển đổi ra vàng.

Hệ thống tiền tệ quốc tế tốt là một hệ thống mà tối đa hoá được các quan hệ thương mại và đầu tư quốc tế, đảm bảo sự cân bằng về lợi ích của các quốc gia do thương mại và đầu tư quốc tế đem lại.

8.1.2. Quá trình phát triển của hệ thống tiền tệ quốc tế

*** Trước chiến tranh thế giới lần thứ nhất: Hệ thống tiền tệ quốc tế theo chế độ bản vị vàng (1880 - 1914)**

Dưới chế độ này, mỗi quốc gia xác định nội dung vàng cho đơn vị tiền tệ của mình và sẵn sàng mua hoặc bán vàng ở giá đó. Các nước tự do xuất nhập khẩu vàng. Vì nội dung vàng trong một đơn vị tiền tệ của mỗi nước là cố định nên tỷ giá cũng cố định.

*** Giữa hai cuộc chiến tranh thế giới**

Từ năm 1914 đến 1924, chế độ bản vị vàng truyền thống sụp đổ, đồng tiền các nước không được chuyển đổi ra vàng và không còn tự do xuất nhập khẩu vàng.

Từ năm 1924 đến 1928, một số nước xác lập và thi hành chế độ bản vị vàng thoi (Anh, Pháp, ...), còn đa số các nước khác theo chế độ bản vị hối đoái. Cả hai chế độ này đều là hình thức biến tướng của chế độ bản vị vàng. Trong lưu thông không còn tiền đúc bằng vàng, đồng tiền giấy được chuyển đổi ra những thoi vàng hoặc thông qua những ngoại tệ mạnh như đồng đôla Mỹ, bảng Anh. HTTTQT trong thời kỳ này theo chế độ bản vị bảng Anh.

Từ năm 1929 đến 1944 là thời kỳ sụp đổ của chế độ bản vị vàng thoi và chế độ bản vị vàng hối đoái. Đến năm 1936 không nước nào còn duy trì chế độ chuyển tiền giấy ra vàng. HTTTQT rơi vào tình trạng hỗn loạn, các nước đua nhau giảm giá trị đồng tiền của mình để cạnh tranh xuất khẩu, giành giật thị trường.

*** Từ năm 1944 đến 1971: hệ thống tiền tệ Bretton Woods**

Năm 1944, trước khi kết thúc cuộc chiến tranh thế giới lần thứ hai, các nước đồng minh đã nhóm họp nhau tại Bretton Woods, bang New Hampshire (Mỹ) để triển khai một hệ thống tiền tệ quốc tế mới nhằm thúc đẩy buôn bán quốc tế và sự phồn vinh của thế giới. Theo chế độ này, các NHTW mua và bán đồng tiền của mình với một tỷ giá cố định.

Vì Mỹ nổi lên từ chiến tranh thế giới thứ hai như là một sức mạnh kinh tế lớn nhất của thế giới và là nước có dự trữ vàng lớn nhất nên hệ thống Bretton Woods dựa trên đồng đôla Mỹ được chuyển đổi ra vàng theo giá 35 USD một ounce vàng (nội dung vàng của một đôla Mỹ là 0,886771g vàng). Tuy nhiên việc chuyển đổi đôla ra vàng chỉ được thực hiện với Chính phủ và NHTW của các nước là thành viên của Quỹ tiền tệ Quốc tế. Đồng đôla Mỹ được các nước khác giữ làm dự trữ quốc tế và được gọi là đồng tiền dự trữ. Một đặc điểm quan trọng của hệ thống tiền tệ Bretton Woods là việc đặt Mỹ thành

nước của đồng tiền dự trữ. Đây là chế độ bản vị hối đoái vàng, chính xác hơn là bản vị hối đoái đôla vàng.

Trong những năm 1960, đặc biệt là vào những năm cuối của thập kỷ này, đồng USD tràn ngập thị trường và mất giá mạnh. NHTW các nước không đủ sức can thiệp để giữ giá đồng USD theo nguyên tắc của chế độ tỷ giá cố định Bretton Woods. Trong bối cảnh đó, tháng 1 năm 1970 các chuyên gia của IMF đã tạo ra đồng SDR (quyền rút vốn đặc biệt) nhằm thiết lập một chế độ tiền tệ quốc tế lấy đồng tiền tập thể thay cho vàng. Nhưng trong thực tế đồng SDR không làm được vai trò này. Nó chỉ là một đồng tiền ghi sổ, là một trong những đồng tiền thực hiện chức năng thanh toán và dự trữ quốc tế.

Hệ thống Bretton Woods bị cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế làm sụp đổ bắt đầu từ đầu năm 1971. Đến tháng 8/1971, Tổng thống Nixon tuyên bố đình chỉ việc đổi USD ra vàng, chấm dứt hệ thống Bretton Woods. Những nỗ lực nhằm khôi phục hệ thống này bằng hiệp định Smithsonian tháng 12 năm 1971 đã không thành công.

*** HTTTQT hiện tại và tương lai**

Từ tháng 3/1973, thế giới đã hoạt động dưới hệ thống thả nổi có quản lý. Đó là sự kết hợp giữa hệ thống tỷ giá cố định với tỷ giá linh hoạt. Đồng tiền của các nước có nền kinh tế mạnh được sử dụng như đồng tiền quốc tế (USD, DM, JPY...) đặc biệt là USD. Nhiều nước gắn giá trị đồng tiền của mình với các đồng tiền khác. Một số nước gắn đồng tiền của mình với đôla Mỹ. Một điểm quan trọng của hệ thống tiền tệ hiện nay là việc không nhấn mạnh đến vàng trong các giao dịch tài chính quốc tế.

Năm 1979 hệ thống tiền tệ châu Âu được thành lập với kế hoạch tạo ra một đồng tiền chung châu Âu (ECU) và Ngân hàng Tung ương châu Âu vào năm 1997 hoặc 1999.

Ngày 2/5/1998 các nước trong khối liên minh tiền tệ và kinh tế châu Âu đã chính thức cho ra đời đồng EURO - đồng tiền chung của một số nước châu Âu. Một số quốc gia đã cam kết đưa đồng EURO thành đồng tiền chính thức của nước mình từ ngày 1/1/1999 gồm Bỉ, Đan Mạch, Bồ Đào Nha, Tây Ban Nha, Phần Lan, Pháp, Đức, Ý, Luých Xăm Bua, Hà Lan, Ai Len. Anh quyết định không tham gia trong thời gian trước mắt. Hy Lạp không đạt các chỉ tiêu cần thiết. Thụy Điển cũng không tham gia vì không tuân thủ các tiêu chuẩn do hiệp ước Masstricht đề ra. Việc đưa đồng EURO vào thực tế được thực hiện theo hai thời kỳ khác nhau:



- Từ ngày 1/1/1999 đến 31/12/2001 là giai đoạn đầu của thời kỳ quá độ. Trong thời kỳ này những người sống trong các nước có sử dụng đồng EURO có quyền lựa chọn quyền sử dụng đồng EURO hay không theo nguyên tắc không bắt buộc, không cấm. Trong thời kỳ quá độ đồng EURO được sử dụng chủ yếu trên sổ sách (séc, séc du lịch, thẻ tín dụng, thẻ thanh toán). Giá cả hàng hoá, dịch vụ, có thể được ghi bằng đồng tiền quốc gia và đồng EURO.

- Từ ngày 1/1/2002, tiền EURO giấy và xu trở thành tiền chính thức hợp pháp và được lưu hành song song với đồng tiền cũ của các quốc gia trong một thời gian. Những đồng tiền riêng của các quốc gia dần được thu hồi cho đến ngày 1/7/2002.

Từ khi ra đời, đồng EURO đã dần trở thành đồng tiền quốc tế mạnh, là một đối thủ cạnh tranh của đồng đô la Mỹ, được sử dụng ngày càng rộng rãi trong các giao dịch tài chính quốc tế.

Một số nước Châu Á cũng có mong muốn hình thành một đồng tiền chung trong khu vực nhưng chưa đủ điều kiện để thực hiện.

8.2. TỶ GIÁ HỐI ĐOÁI

8.2.1. Khái niệm tỷ giá hối đoái

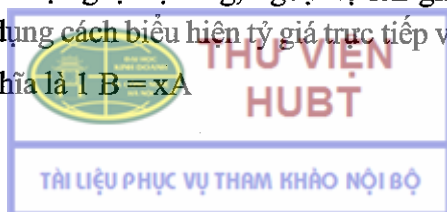
Các quan hệ kinh tế, chính trị, ngoại giao, du lịch giữa các nước đã phát sinh quan hệ thanh toán quốc tế. Do hầu hết các quốc gia đều có đồng tiền riêng, nên khi giao dịch quốc tế phải chuyển đổi đồng tiền nước này sang đồng tiền nước khác theo một tỷ lệ nhất định. Điều này đã dẫn đến khái niệm tỷ giá hối đoái.

Tỷ giá hối đoái là giá cả của đồng tiền nước này thể hiện bằng đồng tiền nước khác. Tỷ giá chính là sự so sánh giá trị giữa đồng tiền của các nước với nhau.

Có hai phương pháp biểu hiện tỷ giá là phương pháp trực tiếp và phương pháp gián tiếp.

Phương pháp trực tiếp biểu hiện giá trị một đơn vị ngoại tệ bằng các đơn vị bản tệ, ví dụ: tại Việt Nam thị trường ngoại hối yết giá $1\text{USD} = 16.500\text{VND}$. Trong phương pháp này, chúng ta coi ngoại tệ là một loại hàng hoá và giá cả của hàng hoá được thể hiện bằng các đơn vị bản tệ (VND), do đó khi tỷ giá tăng, giá của một đơn vị ngoại tệ tăng, ngoại tệ lên giá, bản tệ giảm giá và ngược lại. Có thể sử dụng cách biểu hiện tỷ giá trực tiếp với những ký hiệu sau:

$$E(A/B) = x : \text{Nghĩa là } 1\text{ B} = x\text{ A}$$



Trong đó,

E : Ký hiệu tỷ giá

A : Đồng tiền đứng trước là đồng tiền định giá.

B : Đồng tiền đứng sau là đồng tiền yết giá.

x : Tỷ lệ trao đổi giữa 2 đồng tiền.

Trong ví dụ trên, ta có thể viết:

$$E (\text{VND/USD}) = 16.500$$

VND là đồng tiền định giá.

USD là đồng tiền yết giá.

Tương quan giữa hai đồng tiền trên là $1\text{USD} = 16.500\text{VND}$.

Phương pháp yết giá gián tiếp là phương pháp biểu hiện tỷ giá của một đơn vị bản tệ bằng các đơn vị ngoại tệ, ví dụ tại Anh, thị trường ngoại hối yết giá $1\text{GBP} = 1,9169\text{USD}$. Trong phương pháp trên, người ta cố định một đơn vị bản tệ (GBP) và biến động các đơn vị ngoại tệ (USD). Do vậy, khi tỷ giá tăng, bản tệ lên giá, ngoại tệ giảm giá và ngược lại. Hiện nay chỉ có một số nước áp dụng phương pháp này bao gồm Anh, Úc, Châu Âu, Newzealand.

8.2.2. Các loại tỷ giá

Tỷ giá danh nghĩa song phương (Nominal Exchange Rate)

Tỷ giá danh nghĩa song phương là tỷ giá phổ biến được sử dụng hàng ngày trong giao dịch trên thị trường ngoại hối. Ví dụ, tại Việt Nam tỷ giá danh nghĩa giữa USD và VND được yết và sử dụng trong giao dịch ngoại hối như sau: $E(\text{VND/USD}) = 15.000$; tại London $E(\text{USD/GBP}) = 1,6 \dots$. Như vậy, tỷ giá danh nghĩa chính là tỷ lệ trao đổi số lượng tuyệt đối giữa hai đồng tiền. Hay nói cách khác, tỷ giá danh nghĩa là giá cả của một đồng tiền được biểu thị thông qua đồng tiền khác mà chưa đề cập đến tương quan sức mua hàng hoá và dịch vụ giữa chúng.

Tỷ giá thực song phương (Real Exchange rate)

Tỷ giá thực bằng tỷ giá danh nghĩa được điều chỉnh bởi tương quan giá cả trong nước và nước ngoài. Tương quan giữa tỷ giá thực E_R và tỷ giá danh nghĩa E được biểu diễn như sau:

$$E_R = \frac{EP^*}{P} \quad (8.1)$$



Trong đó: P^* - Mức giá cả nước ngoài

P - Mức giá cả ở trong nước

Công thức (8.1) cho thấy tỷ giá thực bằng tỷ giá danh nghĩa đã được điều chỉnh bởi tỷ số giữa mức giá cả ở nước ngoài và mức giá cả trong nước. Tỷ giá thực là thước đo đầy đủ sức cạnh tranh hàng hoá của một nước so với hàng hoá nước ngoài xét về phương diện giá cả.

Tỷ giá danh nghĩa đa phương - Nominal Effective Exchange Rate – NEER) hay còn gọi là tỷ giá trung bình. NEER là chỉ số tỷ giá trung bình của một tiền tệ so với tiền tệ khác. NEER cho biết một tiền tệ lên giá hay giảm giá so với tất cả các tiền tệ còn lại trong rổ tiền tệ.

Tỷ giá thực đa phương (Real Effective Exchange Rate – REER) bằng tỷ giá danh nghĩa đa phương được điều chỉnh bởi tỷ lệ lạm phát ở trong nước với tất cả các nước còn lại.

Tỷ giá giao ngay là tỷ giá được xác định vào ngày hôm nay và việc tiến hành thanh toán xảy ra trong vòng hai ngày làm việc tiếp theo.

Tỷ giá phái sinh là tỷ giá được thoả thuận ngày hôm nay nhưng việc thanh toán xảy ra trong tương lai.

8.2.3. Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá hối đoái

Là giá cả của ngoại tệ, tỷ giá chịu ảnh hưởng bởi quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường hối đoái. Quan hệ cung cầu ngoại tệ lại chịu ảnh hưởng bởi một loạt các yếu tố, các yếu tố này có thể tác động đến tỷ giá trong dài hạn hoặc trong ngắn hạn hoặc cả ngắn và dài hạn.

8.2.3.1. Các yếu tố ảnh hưởng đến tỷ giá dài hạn

a/ Lạm phát (mức giá cả tương đối giữa hai nước)

Ảnh hưởng của mức lạm phát ở hai nước đến tỷ giá xuất phát từ thuyết ngang giá sức mua (Purchasing power parity - PPP). Thuyết ngang giá sức mua là sự sử dụng qui luật một giá. Nội dung cơ bản của qui luật này là: Nếu hai nước cùng sản xuất một loại hàng hoá giống nhau thì giá của nó sẽ là như nhau trên toàn toàn thế giới, không phụ thuộc nước nào sản xuất ra nó. Ví dụ, nếu một tấn thép do Mỹ sản xuất giá 100 USD còn 1 tấn thép do Nhật sản xuất giá 10.000 JPY (với giả thiết thép giống hệt nhau) thì có nghĩa là tỷ giá E (JPY/USD) = 100.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Thuyết PPP phát biểu rằng tỷ giá giữa bất kỳ hai đồng tiền nào sẽ điều chỉnh để phản ánh những thay đổi mức giá cả của hai nước. Thuyết PPP là sự áp dụng qui luật một giá vào mức giá cả của hai nước chứ không áp dụng cho từng hàng hoá đơn lẻ. Nếu mức giá cả của Nhật tăng 10% so với mức giá cả của Mỹ thì USD sẽ tăng giá 10% so với JPY. Một cách tổng quát:

$$\frac{E_t - E_0}{E_0} = \Pi - \Pi^*$$

Trong đó:

E_t : Tỷ giá dự tính (thời điểm t).

E_0 : Tỷ giá hiện hành (thời điểm 0)

Π : Mức lạm phát trong nước.

Π^* : Mức lạm phát nước ngoài.

Về lâu dài, một sự tăng giá cả hàng hoá của một nước (tương đối so với nước ngoài) làm cho đồng tiền nước này giảm giá; ngược lại, sự giảm xuống của mức giá tương đối của một nước làm cho đồng tiền nước đó lên giá.

Thuyết PPP thường có ít khả năng đoán trước trong ngắn hạn. Xét từ đầu năm 1985 đến cuối năm 1987, mức giá cả ở Anh tăng lên so với mức giá của Mỹ. Thay vì tăng giá như PPP dự đoán USD lại giảm 40%. Như vậy, mặc dù thuyết PPP cung cấp cho ta một số hướng dẫn về sự vận động lâu dài của tỷ giá nhưng nó không được hoàn hảo trong ngắn hạn.

Thuyết PPP không giải thích được đầy đủ biến động của tỷ giá vì:

Thứ nhất, thuyết PPP giả thiết rằng mọi hàng hoá đều giống y như nhau ở cả hai nước, nhưng giả thiết này không phải bao giờ cũng đúng với các chủng loại hàng hoá khác nhau.

Thứ hai, nhiều hàng hoá và dịch vụ không được mua bán qua biên giới như nhà cửa, đất đai và dịch vụ như nhà hàng, cắt tóc... Do vậy mặc dù ngay cả khi giá cả của những mặt hàng đó có thể tăng lên và dẫn đến mức giá cả tăng lên nhưng rất ít có tác động đến tỷ giá.

Thứ ba, các quan hệ thương mại quốc tế phải chịu chi phí giao dịch như vận chuyển, bảo hiểm.

Mặc dù vậy, PPP luôn là chỉ dẫn hữu ích để dự đoán chiều hướng biến động của tỷ giá và giải thích nguyên nhân biến động tỷ giá trong dài hạn.

b/ Chính sách ngoại thương: Thuế quan và quota

Những hàng rào ngăn cản tự do buôn bán như thuế quan (thuế nhập khẩu) và quota (hạn chế khối lượng hàng ngoại nhập) có thể tác động đến tỷ giá. Khi một nước áp dụng một loại thuế hoặc quota với hàng nhập khẩu sẽ làm tăng nhu cầu về hàng nội địa, bản tệ có xu hướng tăng giá bởi vì hàng nội sẽ tiếp tục được bán tốt ngay cả khi đồng bản tệ lên giá.

Do vậy, áp dụng thuế quan và quota, về lâu dài làm cho bản tệ lên giá, tức tỷ giá giảm.

c/ Ứng xử của công chúng: Sự ưa thích hàng nội hay hàng ngoại

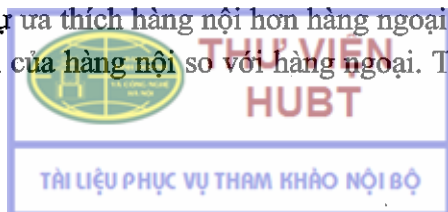
Nếu sự ưa thích hàng ngoại tăng lên thì cầu về hàng nhập tăng làm cho ngoại tệ tăng giá vì hàng ngoại sẽ được bán tốt ngay cả với giá trị cao của đồng ngoại tệ. Nếu cầu về hàng xuất khẩu của một nước tăng lên về lâu dài làm cho đồng tiền của nước đó tăng giá.

d/ Năng suất lao động và mức thu nhập giữa các quốc gia

Nếu năng suất lao động của một nước cao hơn nước khác thì những nhà kinh doanh ở nước có năng suất lao động cao có thể hạ giá hàng nội tương đối so với hàng ngoại mà vẫn thu được lãi. Kết quả là cầu về hàng nội tăng và đồng nội tệ có xu hướng tăng. Ngược lại, nếu năng suất lao động của một nước thấp hơn nước khác thì hàng hoá nước đó trở nên tương đối đắt hơn và đồng tiền của nước đó có xu hướng giảm giá. Về lâu dài, năng suất lao động của một nước cao hơn tương đối so với nước khác dẫn đến đồng tiền nước đó tăng giá.

Tương quan so sánh mức thu nhập của hai quốc gia cũng quyết định sự thay đổi tương quan giá trị giữa hai đồng tiền về mặt dài hạn do nó ảnh hưởng đến nhu cầu xuất nhập khẩu và nhu cầu đầu tư của hai nước. Nếu GDP tính theo đầu người của một nước tăng nhanh hơn nước khác sẽ làm cho nhu cầu nhập khẩu của nước đó tăng lên, cầu về ngoại tệ tăng, dẫn đến ngoại tệ tăng giá. Tuy nhiên, khi thu nhập theo đầu người tăng có nghĩa là tỷ suất sinh lời của các khoản đầu tư vào nước này sẽ tăng nhanh hơn, luồng vốn đầu tư đi vào nhiều hơn và lại làm cho bản tệ tăng giá. Hai ảnh hưởng này xảy ra đồng thời và tác động vào tỷ giá. Sự thay đổi của tỷ giá phụ thuộc vào ảnh hưởng ròng của hai tác động trên.

Cũng cần lưu ý rằng, một nước có thể bé đến nỗi sự thay đổi trong năng suất lao động hoặc sự ưa thích hàng nội hơn hàng ngoại sẽ không có tác động đến giá cả tương đối của hàng nội so với hàng ngoại. Trong trường hợp này,



những thay đổi trong năng suất lao động và ứng xử của người tiêu dùng tác động đến thu nhập của một nước nhưng không nhất thiết tác động đến tỷ giá.

Tóm lại, về lâu dài, các nhân tố làm tăng cầu về hàng nội so với hàng ngoại một cách tương đối sẽ làm cho đồng nội tệ tăng giá. Ngược lại, một nhân tố làm giảm cầu tương đối về hàng nội sẽ làm đồng nội tệ giảm giá.

8.2.3.2. Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá trong ngắn hạn

Chìa khoá để hiểu sự vận động trong ngắn hạn của tỷ giá dựa trên khái niệm tỷ giá là giá cả của tiền gửi tại Ngân hàng nội địa (ghi bằng nội tệ) tính ra bằng tiền gửi của Ngân hàng nước ngoài (ghi bằng ngoại tệ). Do tỷ giá là giá cả của một tài sản này tính ra bằng một tài sản khác nên để khảo sát cách xác định tỷ giá là thông qua việc tiếp cận thị trường tài sản dựa trên thuyết cầu tài sản. Tuy nhiên, những nhân tố quyết định dài hạn của tỷ giá cũng ảnh hưởng đến tỷ giá trong ngắn hạn.

a/ Mức lãi suất so sánh ở hai nước

Thay đổi mức lãi suất ở hai nước ảnh hưởng đến tỷ giá dựa trên điều kiện ngang giá lãi suất (Interest Parity - IP).

Thuyết về cầu tài sản cho rằng nhân tố quan trọng nhất tác động đến cầu về tiền gửi trong nước và tiền gửi nước ngoài là thu nhập dự tính về tài sản đó so sánh với nhau. Khi các chủ thể kinh tế dự tính rằng lợi tức về tiền gửi nội tệ cao hơn so với lợi tức tiền gửi ngoại tệ thì nhu cầu về tiền gửi nội tệ cao và cầu tiền gửi ngoại tệ thấp.

Trong một thế giới có sự lưu thông vốn, các chủ thể kinh tế có thể mua tài sản của các nước khác. Chẳng hạn, người Mỹ có thể mua tài sản nước ngoài như tiền gửi JPY và người Nhật có thể mua tài sản Mỹ như tiền gửi USD. Do tiền gửi ngân hàng nước ngoài và tiền gửi ngân hàng trong nước có mức rủi ro như nhau, tính thanh khoản như nhau và có ít trở ngại cho việc lưu thông vốn nên các tài sản là thay thế hoàn hảo cho nhau (được ưa thích như nhau). Khi vốn được di chuyển và khi tiền gửi ngân hàng là các vật có thể thay thế hoàn hảo nếu lợi tức dự tính về tiền gửi nội tệ cao hơn tiền gửi ngoại tệ thì cả người nước ngoài và người trong nước sẽ chỉ thích tiền gửi bằng nội tệ và không thích giữ tiền gửi ngoại tệ. Ngược lại, nếu lợi tức dự tính về tiền gửi ngoại tệ cao hơn tiền gửi trong nước thì công chúng sẽ không muốn giữ tiền gửi nội tệ và sẽ chỉ muốn nắm giữ tiền gửi ngoại tệ.

Điều kiện ngang giá tiền lãi được phát biểu rằng, lãi suất trong nước bằng lãi suất nước ngoài trừ đi mức tăng giá của đồng nội tệ, hay lãi suất trong nước

bằng lãi suất nước ngoài cộng mức tăng giá dự tính của đồng ngoại tệ.

$$\frac{E_t - E_0}{E_0} = i - i^* = \Delta E$$

Trong đó:

i : Lãi suất trong nước (nội tệ).

i^* : Lãi suất nước ngoài (ngoại tệ)

E_0 : Tỷ giá hiện hành (thời điểm 0)

E_t : Tỷ giá dự tính (thời điểm t)

Nếu lãi suất trong nước cao hơn lãi suất nước ngoài có nghĩa là có sự tăng giá dự tính của ngoại tệ để bù vào mức lãi suất thấp hơn. Lãi suất trong nước 15% đối lại mức lãi suất nước ngoài 10% có nghĩa là mức tăng giá dự tính của ngoại tệ phải là 5% (hoặc tương đương tức là mức sụt giá dự tính của nội tệ phải là 5%).

Yếu tố ảnh hưởng đến sự biến động tỷ giá là:

- *Thay đổi lãi suất nước ngoài (i^*):*

Sự tăng lên của lãi suất nước ngoài (i^*) làm tăng lợi tức dự tính của tiền gửi nước ngoài và làm cho ngoại tệ tăng giá (E tăng). Sự giảm lãi suất nước ngoài làm giảm lợi tức dự tính tiền gửi nước ngoài và làm cho đồng ngoại tệ sụt giảm (E giảm).

- *Thay đổi lãi suất trong nước (i):*

Lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước là lãi suất về tiền gửi đó (i), nên lãi suất trong nước là nhân tố duy nhất làm thay đổi lợi tức dự tính và tiền gửi trong nước.

Một sự tăng lên của lãi suất trong nước làm tăng lợi tức dự đoán về tiền gửi trong nước và làm cho nội tệ tăng giá. Một sự sụt giảm của lãi suất trong nước (i) làm cho lợi tức dự tính về nội tệ giảm và nội tệ giảm giá.

Những thay đổi trong lãi suất thực trong nước thường được nêu lên như là nhân tố chính tác động đến tỷ giá trong ngắn hạn.

b/ Thay đổi trong tỷ giá dự tính

Một sự giảm xuống của tỷ giá dự tính trong tương lai làm giảm lợi tức dự tính của tiền gửi nước ngoài và làm cho nội tệ tăng giá. Một sự tăng lên của tỷ giá dự tính làm cho lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài tăng lên và nội tệ giảm giá.



Các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá trong dài hạn là những nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá dự tính trong tương lai bao gồm mức giá cả tương đối, thuế quan và quota, cầu nhập khẩu, cầu xuất khẩu, năng suất lao động và thu nhập theo đầu người tương đối. Thuyết PPP gợi ý rằng nếu một mức giá cả trong nước cao hơn mức giá cả nước ngoài được dự tính là kéo dài thì nội tệ sẽ sụt giá về lâu dài. Điều này sẽ dẫn đến xu hướng làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài và tăng tỷ giá. Tương tự như vậy, những yếu tố khác về dài hạn cũng ảnh hưởng đến lợi tức dự tính của tiền gửi nước ngoài và tỷ giá.

c/ Sự thay đổi trong mức cung tiền tệ

Giả sử NHTW quyết định tăng cung tiền tệ để giảm thất nghiệp, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

- Cung tiền tệ cao lên sẽ dẫn đến đồng bản tệ giảm giá trong dài hạn và do đó tỷ giá tương lai dự tính cao hơn. Kết quả là làm cho tăng lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài với bất kỳ một tỷ giá hiện hành đã cho nào.

- Hơn nữa, cung tiền tệ cao hơn sẽ dẫn đến một mức cung tiền tệ thực tế (M/P) cao hơn bởi vì mức giá không lập tức tăng lên trong thời gian ngắn. Kết quả là tăng cung tiền thực tế làm cho lãi suất trong nước giảm, điều này làm giảm lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước, kết quả là việc tỷ giá tăng.

Tuy nhiên trong thời gian dài, lãi suất lại tăng trở lại, lợi tức dự tính tiền gửi trong nước giảm và tỷ giá giảm về lâu dài.

8.2.4. Tác động của tỷ giá đến các hoạt động kinh tế

8.2.4.1. Tác động đến hoạt động ngoại thương

Khi tỷ giá biến động, nó sẽ làm cho giá cả hàng hoá xuất nhập khẩu “đắt” lên hoặc “rẻ” đi một cách tương đối từ đó ảnh hưởng đến khối lượng hàng hoá xuất nhập khẩu và kim ngạch ngoại thương.

Chẳng hạn, tỷ giá tăng làm cho giá hàng xuất khẩu tính bằng ngoại tệ rẻ hơn trên thị trường quốc tế do đó làm tăng khả năng cạnh tranh về giá, dễ tìm kiếm thị trường tiêu thụ. Do vậy khối lượng hàng xuất khẩu và kim ngạch xuất khẩu tăng. Đối với nhập khẩu, sự giảm giá của đồng bản tệ sẽ hạn chế nhập khẩu vì giá hàng nhập khẩu bán bằng đồng bản tệ trên thị trường trong nước tăng làm cho nhu cầu tiêu thụ hàng nhập khẩu giảm, do đó khối lượng và kim ngạch nhập khẩu giảm.

Xuất khẩu tăng, nhập khẩu giảm dẫn đến cán cân thương mại được cải

thiện, lượng ngoại tệ chuyển vào trong nước có xu hướng tăng lên. Do vậy, phá giá hay giảm giá nội tệ là một trong những biện pháp cải thiện cán cân thương mại, cán cân vãng lai và cán cân thanh toán quốc tế. Tuy nhiên tác động của nó còn tùy thuộc vào cơ cấu xuất nhập khẩu và do vậy mức độ tác động sẽ khác nhau ở các nước khác nhau và trong từng thời kỳ.

Trong trường hợp tỷ giá hối đoái giảm, tác động của nó đối với ngoại thương sẽ theo xu hướng ngược lại.

8.2.4.2. Tác động đến mức giá cả trong nước

Tỷ giá biến động sẽ ảnh hưởng đến giá hàng nhập khẩu bán trên thị trường nội địa từ đó tác động đến mức giá cả trong nước.

Chẳng hạn, khi tỷ giá tăng, giá hàng nhập khẩu bán bằng bản tệ tăng dẫn đến mức giá chung trong nước (mức lạm phát) tăng. Nếu hàng nhập khẩu là hàng tiêu dùng, nó trực tiếp làm tăng chỉ số CPI. Nếu đó là hàng tư liệu sản xuất, nó làm cho chi phí sản xuất tăng dẫn đến mức lạm phát cũng sẽ tăng, gây bất ổn cho nền kinh tế. Nếu tỷ giá giảm, mức giá chung trong nước cũng sẽ giảm và khi tỷ giá ổn định, nó là một trong những yếu tố ổn định giá cả trong nước, ổn định nền kinh tế.

Sự tác động trên được thể hiện qua công thức:

$$CPI = \alpha P + (1 - \alpha)E.P^*$$

Trong đó:

CPI : Chỉ số giá tiêu dùng

α : Tỷ trọng hàng hoá tiêu dùng nội địa

$(1 - \alpha)$: Tỷ trọng hàng hoá tiêu dùng nhập khẩu

P : Giá hàng nội địa

P* : Giá hàng nhập khẩu

E : Tỷ giá

Công thức trên cho thấy, khi tỷ giá tăng, chỉ số giá tiêu dùng tăng và khi tỷ giá giảm, CPI sẽ giảm.

8.2.4.3. Tác động đến môi trường đầu tư nước ngoài

Tỷ giá ổn định thúc đẩy đầu tư quốc tế vì khi tỷ giá ổn định sẽ hạn chế được những rủi ro trong đầu tư quốc tế, người đầu tư có thể dự đoán được kết quả kinh doanh. Ngược lại, tỷ giá biến động làm cho kết quả kinh doanh trở

nên không chắc chắn, làm phát sinh các rủi ro do đó hạn chế đầu tư, kìm hãm tăng trưởng.

Chính vì vậy, tỷ giá là một công cụ quản lý kinh tế vĩ mô, Chính phủ các nước luôn quan tâm đến việc ổn định tỷ giá, đôi khi sử dụng nó như một công cụ để điều chỉnh những mất mát cân đối của nền kinh tế (kể cả cân bằng nội và cân bằng ngoại): ổn định tiền tệ, tăng trưởng kinh tế, công ăn việc làm và thăng bằng cán cân thanh toán quốc tế.

8.2.5. Các chế độ tỷ giá

Về mặt lý thuyết, có thể nêu ra 3 chế độ tỷ giá, mức độ can thiệp của NHTW trên thị trường ngoại hối trong từng chế độ tỷ giá là khác nhau:

8.2.5.1. Chế độ tỷ giá cố định (a fixed hay pegged- exchange rate regime)

Chế độ tỷ giá cố định là chế độ tỷ giá mà trong đó NHTW buộc phải can thiệp trên thị trường ngoại hối để duy trì tỷ giá xung quanh tỷ giá cố định (tỷ giá trung tâm) do NHTW xác định trong một biên độ hẹp đã định trước.

Trong lịch sử đã tồn tại ba loại chế độ tỷ giá cố định:

Chế độ tỷ giá cố định theo bản vị vàng. Trong chế độ này tỷ giá được xác định căn cứ vào nội dung vàng chứa đựng trong một đơn vị tiền tệ của mỗi nước. Chế độ này tồn tại từ năm 1800 đến trước khi bước vào cuộc chiến tranh Thế giới thứ nhất (1914) thì suy giảm dần cho đến trước khi kết thúc cuộc chiến tranh Thế giới thứ hai (1944).

Chế độ tỷ giá cố định Bretton Woods được các nước thành viên của Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF-International Monetary Fund) thống nhất áp dụng từ Hội nghị Tài chính quốc tế họp tại Bretton Woods năm 1944. Trong chế độ này, các nước xác định tỷ giá cố định đồng tiền của mình với USD căn cứ vào nội dung vàng chứa đựng trong mỗi đơn vị tiền tệ và nội dung vàng của USD (35 USD/ounce vàng). NHTW mỗi nước phải can thiệp vào thị trường hối đoái khi tỷ giá biến động quá biên độ cho phép (1%), sau này tăng lên 2,5%. Tuy rằng các nước phải xác định nội dung vàng cho đồng tiền của mình nhưng chỉ có Mỹ còn duy trì việc đổi đồng USD ra vàng cho NHTW của các nước thành viên IMF. Về thực chất, chế độ tỷ giá cố định Bretton Woods là chế độ tỷ giá cố định theo bản vị Đô la Mỹ, đồng USD là đồng tiền thế giới. Nhưng từ những năm 1960 đồng đô la Mỹ đã bị mất giá nghiêm trọng, NHTW của các nước phải can thiệp vào thị trường hối đoái để giữ giá đồng USD. Lượng USD giấy đổ về Quỹ dự trữ liên bang Mỹ để đổi ra vàng ngày càng lớn. Tháng 8/1971 Tổng thống Mỹ phải



tuyên bố phá giá đồng USD lên 38 USD/OUNCE vàng và sau đó chấm dứt việc đổi Đô la Mỹ ra vàng. Chế độ tỷ giá Bretton Woods sụp đổ.

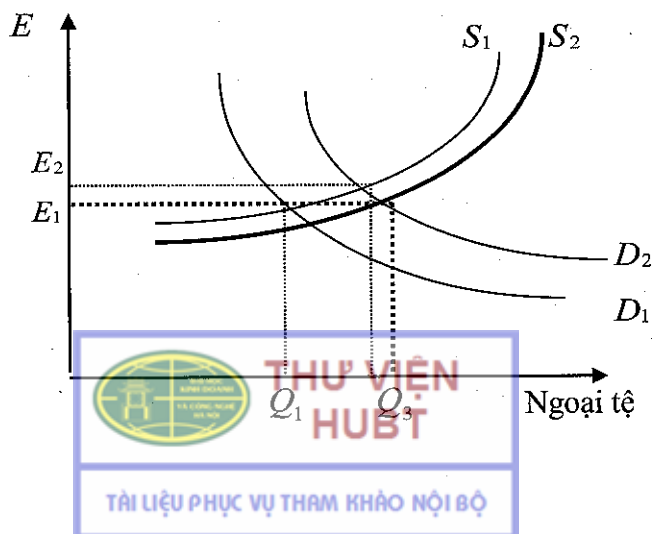
Chế độ tỷ giá “neo cứng” (Pegging Exchange Rate Regime)

Chế độ tỷ giá cố định Bretton Woods sụp đổ, các nước chuyển sang chế độ tỷ giá thả nổi. Nhưng sau đó nhiều nước đặc biệt là các nước đang phát triển đã gắn đồng tiền của mình với ngoại tệ hoặc một rổ ngoại tệ lựa chọn mà thực chất là chế độ tỷ giá cố định biến tướng tồn tại trong thời gian gần đây. Việc lựa chọn ngoại tệ nào làm đồng tiền để neo giá và tỷ trọng của mỗi đồng tiền là bao nhiêu trong “rổ” ngoại tệ được lựa chọn là do qui định của mỗi nước, không có sự thống nhất mang tính quốc tế. Do vậy loại chế độ tỷ giá neo cứng (Pegged exchange rate regime) khác với các chế độ tỷ giá cố định trước.

Trong chế độ tỷ giá cố định, NHTW buộc phải mua hay bán ngoại tệ, trực tiếp tác động đến cung cầu ngoại tệ nhằm giới hạn tỷ giá trong biên độ đã định. Để can thiệp NHTW phải có nguồn dự trữ ngoại hối đủ mạnh.

Trong hình 8.1, khi cầu ngoại tệ tăng từ D_1 đến D_2 , tỷ giá tăng từ E_1 đến E_2 , NHTW phải bán ngoại tệ để tăng cung ngoại tệ, làm dịch chuyển đường cung ngoại tệ từ S_1 đến S_2 và giá ngoại tệ trở về mức tỷ giá trung tâm E_1 (giả định rằng biên độ dao động là 0). Để duy trì mức tỷ giá E_1 , lượng ngoại tệ đã phải tăng từ Q_1 lên Q_3 , nghĩa là NHTW phải bán một lượng ngoại tệ ($Q_3 - Q_1$), do đó dự trữ ngoại tệ giảm, lượng tiền trung ương (MB) và tiền cung ứng (MS) giảm ảnh hưởng đến việc thực hiện CSTT. MS giảm có thể dẫn đến giảm phát. Để tránh hậu quả giảm phát, NHTW phải tiến hành các hoạt động “can thiệp triệt tiêu” (ví dụ mua chứng khoán trên thị trường mở để tăng MB và MS).

Hình 8.1: Chế độ tỷ giá cố định: Cầu tăng



Khi cung ngoại tệ tăng, NHTW can thiệp trên thị trường ngoại hối theo chiều hướng ngược lại. NHTW mua ngoại tệ trên thị trường ngoại hối, làm cầu ngoại tệ tăng, tỷ giá trở về mức cố định. Dự trữ ngoại tệ tăng, lượng tiền trung ương và lượng tiền cung ứng tăng, MS tăng có thể dẫn đến lạm phát, do vậy, có thể can thiệp vô hiệu hoá

Trong trường hợp không thể can thiệp, NHTW phải điều chỉnh tỷ giá trung tâm, phá giá (devaluation) hoặc nâng giá (revaluation).

Chế độ tỷ giá cố định có ưu điểm sau:

Thứ nhất, tỷ giá ổn định do đó góp phần ổn định giá cả trong nước và ổn định kinh tế.

Thứ hai, thúc đẩy thương mại và đầu tư quốc tế do hạn chế những rủi ro về biến động tỷ giá và do có sự ràng buộc lẫn nhau giữa các nước.

Thứ ba, chế độ tỷ giá cố định buộc Chính phủ phải có kỷ luật trong việc hoạch định và thực thi chính sách kinh tế vĩ mô nhằm tránh tình trạng cạn kiệt dự trữ ngoại hối hoặc lượng tiền cung ứng tăng quá lớn.

Thứ tư, hạn chế tình trạng đầu cơ ngoại tệ gây bất ổn nền kinh tế vì người đầu cơ không có tâm lý trông chờ sự biến động về tỷ giá.

Hạn chế của chế độ này có thể kể đến:

Một là, tỷ giá cố định có thể sai lệch với tỷ giá được xác định dựa trên các thông số cơ bản (tỷ lệ lạm phát, mức lãi suất, tăng trưởng kinh tế...) do đó sẽ hạn chế tác động tích cực của tỷ giá đối với nền kinh tế.

Hai là, dự trữ quốc tế của NHTW có thể bị cạn kiệt do NHTW phải bán ngoại tệ trên thị trường hối đoái để giữ tỷ giá ổn định. Ví dụ, năm 1997, NHTW Thái lan đã phải bỏ ra 6 tỷ USD dự trữ để can thiệp nhưng không giữ được tỷ giá cố định và cuối cùng phải thả nổi đồng Baht.

Ba là, NHTW không được chủ động trong việc thực hiện CSTT, bị chi phối bởi các yếu tố bên ngoài, CSTT trở nên kém hiệu quả. Ví dụ, khi cung ngoại tệ tăng, ngoại tệ chịu áp lực giảm giá, NHTW phải can thiệp vào thị trường bằng việc mua ngoại tệ, làm cho lượng tiền cung ứng tăng một cách bị động và dẫn đến lạm phát, gây hậu quả xấu cho nền kinh tế.

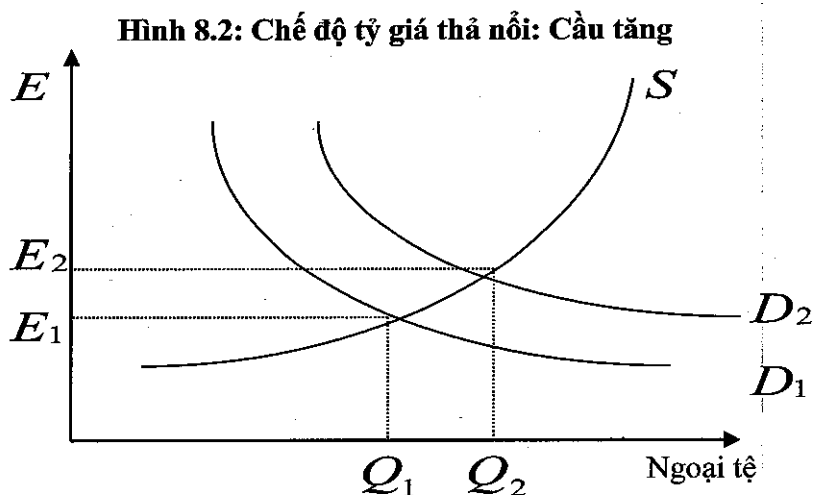
Do những hạn chế này, trong những năm gần đây, đặc biệt sau cuộc khủng hoảng tài chính tiền tệ Mexico (1995), Châu Á (1997), nhiều nước đã không còn áp dụng chế độ tỷ giá cố định nữa.



8.2.5.2. Chế độ tỷ giá thả nổi (A freely floating exchange rate)

Chế độ tỷ giá thả nổi tự do xuất hiện từ sau khi chế độ tỷ giá cố định Breetton Woods sụp đổ. Trong chế độ này, tỷ giá được xác định hoàn toàn tự do theo quan hệ cung cầu trên thị trường ngoại hối mà không có sự can thiệp của NHTW. Sự biến động của tỷ giá luôn phản ánh những thay đổi cung cầu trên thị trường ngoại hối, NHTW tham gia thị trường ngoại hối với tư cách là một thành viên bình thường, có thể mua vào hay bán ra một đồng tiền nhất định để phục vụ cho mục đích hoạt động của Chính phủ chứ không nhằm mục đích can thiệp ảnh hưởng lên tỷ giá hoặc để tỷ giá cố định.

Theo sơ đồ 8.2 vai trò của NHTW trên thị trường ngoại hối là trung lập, không can thiệp để điều chỉnh tỷ giá.



Khi cầu ngoại tệ tăng từ D_1 đến D_2 , ngoại tệ tăng giá từ E_1 lên E_2 , khối lượng giao dịch ngoại tệ tăng từ Q_1 đến Q_2 , NHTW không can thiệp trên thị trường để điều tiết tỷ giá. Khi cung ngoại tệ tăng, tỷ giá giảm, lượng ngoại tệ giao dịch trên thị trường tăng, NHTW đóng vai trò trung lập. Một số nước kinh tế thị trường phát triển áp dụng chế độ này và trong vài năm trở lại đây, nhiều nước đã chuyển sang chế độ thả nổi.

Ưu điểm của chế độ tỷ giá thả nổi là:

- Trong chế độ tỷ giá thả nổi, NHTW không phải quan tâm đến tình trạng cán cân thanh toán quốc tế, cán cân thanh toán sẽ tự điều chỉnh để đạt trạng thái cân bằng, chẳng hạn khi cán cân thanh toán thâm hụt sẽ làm cho tỷ giá tăng, tỷ giá tăng khuyến khích xuất khẩu, hạn chế nhập khẩu, kết quả là cán cân thương

mại được cải thiện, từ đó cải thiện cán cân vãng lai, cán cân thanh toán quốc tế, và sẽ dẫn đến cân bằng cán cân thanh toán.

Điều kiện của cơ chế tự điều chỉnh này là tỷ giá phải tác động mạnh đến xuất nhập khẩu nghĩa là xuất nhập khẩu nhạy cảm với tỷ giá.

- Đảm bảo tính độc lập của CSTT, không chịu ảnh hưởng bởi yếu tố bên ngoài (trong chế độ tỷ giá cố định các nước phải duy trì tỷ lệ lạm phát tương đương để giữ tỷ giá cố định).

- Chế độ tỷ giá thả nổi làm cho nền kinh tế trở nên độc lập, cho phép các nền kinh tế thích nghi được những ảnh hưởng của các cú sốc về giá cả từ bên ngoài.

- Tỷ giá thả nổi góp phần ổn định kinh tế vì không phải khắc phục hậu quả lạm phát như trong chế độ tỷ giá cố định.

Bất lợi của chế độ tỷ giá thả nổi là tỷ giá biến động sẽ gây rủi ro cho các hoạt động kinh tế quốc tế. Tuy nhiên, các nước theo chế độ này đều cố gắng ổn định tỷ giá để ổn định kinh tế mặc dù không ấn định tỷ giá.

Về mặt lý thuyết, trong chế độ này, NHTW không quan tâm đến sự biến động của tỷ giá hối đoái, không can thiệp vào thị trường hối đoái để điều chỉnh tỷ giá. Nhưng trong thực tế, NHTW của các nước theo chế độ này vẫn có sự can thiệp khi tỷ giá có ảnh hưởng xấu đến các hoạt động kinh tế thông qua việc điều chỉnh lãi suất, thay đổi lượng tiền cung ứng và cả sự can thiệp trực tiếp trên thị trường hối đoái. Tuy nhiên, can thiệp của Chính phủ là tùy ý và không đặt ra bất cứ mục tiêu bắt buộc cụ thể nào phải đạt được.

8.2.5.3. Chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý (A managed-floating exchange rate)

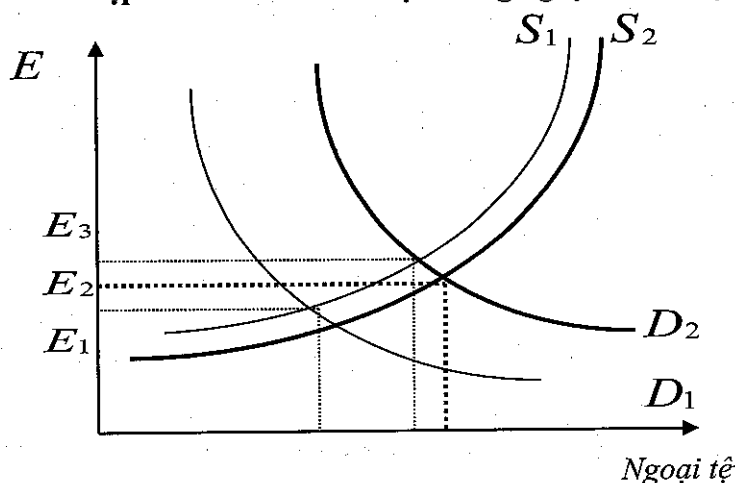
Chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý là chế độ mà trong đó tỷ giá biến động theo quan hệ cung cầu trên thị trường và NHTW có tiến hành can thiệp trên thị trường ngoại hối nhằm ảnh hưởng lên tỷ giá nhưng NHTW không cam kết duy trì một tỷ giá cố định hay biên độ dao động nào xung quanh tỷ giá trung tâm. Trong chế độ này, NHTW đã nhúng tay vào để điều tiết tỷ giá nên còn gọi là chế độ tỷ giá bẩn (dirty floating). Có thể hình dung sự can thiệp của trên thị trường ngoại hối qua hình 8.3.

Trong hình 8.3, ban đầu tỷ giá ở mức E_1 , cầu về ngoại tệ trên thị trường tăng vọt làm tỷ giá tăng mạnh đến E_2 , NHTW phải can thiệp trên thị trường (bán ngoại tệ) làm cung ngoại tệ tăng, tỷ giá giảm xuống E_3 (chứ không phải

E_2), kết quả là dự trữ ngoại tệ, MB, MS có giảm nhưng ở một mức độ nhất định và tỷ giá vẫn phản ánh cung cầu ngoại tệ trên thị trường.

Ngược lại, giả sử cung ngoại tệ tăng mạnh làm tỷ giá giảm, ngoại tệ sụt giá mạnh, NHTW can thiệp bằng cách mua ngoại tệ trên thị trường để kéo tỷ giá lên tránh những tác động xấu lên nền kinh tế.

Hình 8.3: Can thiệp của NHTW trên thị trường ngoại hối khi tỷ giá tăng



Chế độ tỷ giá thả nổi có quản lý là sự dung hoà giữa chế độ tỷ giá cố định và chế độ tỷ giá thả nổi tự do, vì vậy nó kết hợp được những ưu điểm của cả hai chế độ nhưng đồng thời cũng có những hạn chế nhất định.

Chế độ này có ưu điểm là tỷ giá tương đối ổn định do đó góp phần ổn định kinh tế, thúc đẩy các quan hệ kinh tế quốc tế. Đảm bảo tính độc lập tương đối của CSTT, hạn chế được những ảnh hưởng do các cú sốc từ bên ngoài đến nền kinh tế.

Nhưng để duy trì chế độ này, NHTW cũng phải có lượng ngoại tệ đủ mạnh để can thiệp vào thị trường khi cần thiết và phải xác định mức độ can thiệp phù hợp, nếu không sẽ trở thành chế độ tỷ giá cố định.

Trong thực tế, chế độ tỷ giá được thể hiện cụ thể trong các cơ chế điều hành tỷ giá khác nhau. Cơ chế điều hành tỷ giá là những qui định của một quốc gia phản ánh sự kết hợp khác nhau của các chế độ tỷ giá cố định và thả nổi. Do vậy, với 3 chế độ tỷ giá cơ bản, mỗi nước sẽ có cơ chế điều hành tỷ giá cho riêng mình trong từng thời kỳ, phù hợp với điều kiện kinh tế hiện tại và xu hướng phát triển trong tương lai. Nội dung của cơ chế điều hành tỷ giá bao gồm:

- **Đồng tiền lưu thông (currency):** Nội dung này qui định đồng tiền pháp định chính thức của một quốc gia. Một nước có thể chỉ có một đồng tiền của nước đó được phép lưu hành hoặc sử dụng đồng tiền của nước khác thay thế cho đồng tiền quốc gia. Đa số các nước lưu hành chính thức đồng tiền độc lập của mình. Một số nước, đặc biệt là những nước nhỏ sử dụng ngoại tệ mạnh như đồng tiền chính thức mặc dù họ vẫn có đồng tiền riêng. Đó là những nước đôla hoá hoàn toàn (như Ecuador). Các nước trong cộng đồng kinh tế Châu Âu sử dụng đồng tiền chung Châu Âu (EURO). Khi một nước sử dụng đồng tiền của nước khác hoặc đồng tiền chung, sự phụ thuộc và ràng buộc giữa các nước về các chính sách kinh tế trở nên rất rõ ràng (chủ yếu là các nước đang phát triển).

- **Cơ cấu tỷ giá (Exchange rate structure):** Một quốc gia có thể chỉ có một tỷ giá được gọi là hệ thống tỷ giá thống nhất (một tỷ giá) hoặc nhiều tỷ giá được sử dụng cho các mục đích khác nhau hoặc cho các thể nhân khác nhau (đa tỷ giá). Khi một nước sử dụng hệ thống đa tỷ giá, yếu tố thị trường phản ánh trong tỷ giá bị bóp méo, tỷ giá không phản ánh đúng quan hệ cung cầu ngoại tệ trên thị trường.

- **Thị trường kỳ hạn (Forward exchange market):** Qui định này phản ánh sự kiểm soát của NHTW hoặc Chính phủ vào hoạt động của thị trường kỳ hạn, kể cả giao dịch giao ngay và giao dịch hoán đổi của các chủ thể kinh tế.

- Các loại cơ chế điều hành tỷ giá

Chế độ tỷ giá cố định và thả nổi chỉ là hai trường hợp đặc trưng thuộc hai cực trong việc phân loại chế độ tỷ giá. Do các quốc gia khác nhau có những sự lựa chọn khác nhau, và sự lựa chọn của mỗi quốc gia cũng có thể thay đổi từ thời gian này sang thời gian khác, chính vì vậy trong thực tế đã và đang tồn tại rất nhiều loại chế độ tỷ giá khác nhau. Các chế độ tỷ giá này là sự kết hợp giữa hai chế độ tỷ giá cố định và thả nổi.

Bảng 8.1: Tỷ lệ chế độ tỷ giá mà các quốc gia đã lựa chọn (%)

Năm	Cố định	Thả nổi có quản lý	Thả nổi
2004	25.67	28.34	45.99
2008	12.23	43.09	44.68
2012	13.16	39.47	47.37
2016	13.02	39.58	47.40

Nguồn: IMF



Hộp 8.1: Cơ chế điều hành tỷ giá của Việt Nam

Trước năm 1989, Việt Nam đã áp dụng cơ chế tỷ giá cố định và đa tỷ giá. Tỷ giá do NHNN Việt Nam ấn định bao gồm tỷ giá mậu dịch áp dụng trong quan hệ ngoại thương, tỷ giá phi mậu dịch áp dụng trong quan hệ phi thương mại giữa Việt Nam với các nước trong hệ thống XHCN. Ngoài hai loại tỷ giá trên, NHNN Việt Nam còn qui định tỷ giá kế toán nội bộ trên cơ sở tỷ giá mậu dịch cộng thêm một tỷ lệ phần trăm, thực chất là để bù lỗ cho đơn vị xuất khẩu. Mặc dù mang tính chất cố định, nhưng từ năm 1987, sau Đại hội Đảng toàn quốc lần thứ IV (tháng 12/1986) về đổi mới nền kinh tế, tỷ giá chính thức đã nhiều lần được điều chỉnh và ngày càng tiếp cận với thị trường tự do, chênh lệch hai loại tỷ giá này giảm từ 431,2 năm 1986 xuống còn 66,6% năm 1988.

Từ năm 1989, cùng với những thay đổi cơ bản về cơ chế quản lý kinh tế và hoạt động kinh tế đối ngoại, cơ chế tỷ giá cố định, đa tỷ giá mang tính áp đặt, duy ý chí trước đây dần dần được xóa bỏ và thay vào đó là việc thực hiện cơ chế một tỷ giá và theo tín hiệu thị trường. Đồng tiền Việt nam do NHNN Việt Nam phát hành vẫn là đồng tiền lưu thông hợp pháp trên lãnh thổ Việt nam. Tuy nhiên, tình trạng đôla hoá đã xuất hiện và ở mức tương đối cao. Cơ chế điều hành tỉ giá ngày càng linh hoạt, tỷ giá phản ánh đúng hơn cung cầu ngoại tệ và đã có tác động tích cực đến nền kinh tế.

Trong thời kỳ 1989-1998, NHNN Việt Nam điều hành theo tỷ giá chính thức của NHNN có qui định biên độ dao động, *thực chất đây là cơ chế tỷ giá cố định có điều chỉnh và qui định biên độ dao động*. Cách xác định tỷ giá chính thức và biên độ dao động phản ánh mức độ linh hoạt của cơ chế điều hành tỷ giá trong mỗi giai đoạn có khác nhau:

Giai đoạn từ tháng 3/1989 đến tháng 8/1991, tỷ giá chính thức VND/USD được điều chỉnh thường xuyên theo sát biến động của thị trường, biên độ dao động lại khá rộng ($\pm 5\%$) nên tỷ giá chính thức và tỷ giá thị trường tự do biến động mạnh theo xu hướng tăng liên tục.

Giai đoạn từ 9/1991 đến 9/1994, tỷ giá chính thức được xác định trên cơ sở kết quả đấu thầu tại hai Trung tâm giao dịch ngoại tệ (TTGDNT). Biên độ dao động được thu hẹp còn $\pm 0,5\%$. Từ 2/7/1994, biên độ dao động chỉ còn $\pm 0,1\%$. Đây là cơ chế tỷ giá cố định có điều chỉnh với biên độ dao động hẹp nhằm ổn định tỷ giá, *kìm chế lạm phát*.

Giai đoạn từ 10/1994 đến 1/1997, tỷ giá chính thức đã được xác định trên cơ sở tỷ giá được hình thành tại thị trường ngoại tệ liên ngân hàng (TTNTLNH) nhưng vẫn do NHNN ấn định, biên độ dao động được qui định hẹp ($\pm 0,5\%$ theo Quyết định 245/QĐ-NH7 ngày 3/10/1994, $\pm 1\%$ theo Quyết định 311/QĐ - NH7 ngày 21/11/1996).

Giai đoạn từ 2/1997 đến 1/1999, biên độ dao động được nới lỏng lên $\pm 5\%$ theo Quyết định số 45/QĐ - NH ngày 27/2/1997 và $\pm 10\%$ theo quyết định số 342/QĐ - NHNN ngày 13/10/1997 rồi giảm xuống $\pm 7\%$ theo Quyết định 267/QĐ-NHNN do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính khu vực Châu Á năm 1997. Điểm thay đổi trong cơ chế điều hành tỷ giá của giai đoạn này là tỷ giá chính thức được điều chỉnh theo hướng tăng mạnh, biên độ được nới rộng để phù hợp với biến động tài chính quốc tế. Thực chất đây là cơ chế tỷ giá cố định có điều chỉnh trong biên độ dao động rộng.

Nhìn chung trong cả thời kỳ 1989-1999 cơ chế điều hành tỷ giá đã có sự thay đổi về phương pháp xác định tỷ giá chính thức theo hướng thị trường hơn, biên độ dao động được điều chỉnh trong từng giai đoạn theo mục tiêu chính sách tỷ giá và CSTT để tỷ giá càng linh hoạt. Tuy nhiên, cơ chế tỷ giá trong thời kỳ này vẫn còn nhiều hạn chế:

- Tỷ giá do NHNN công bố vẫn chưa linh hoạt, chưa thật sự theo sát quan hệ cung cầu tiền trên thị trường ngay cả khi tỷ giá chính thức được xác định dựa trên tỷ giá hình thành trên TTNTLNH. Với việc NHNN công bố tỷ giá hàng ngày, các NHTM căn cứ trên tỷ giá chính thức mua bán ngoại tệ với các doanh nghiệp trong biên độ cho phép đã làm tăng yếu tố hành chính trong việc quản lý tỷ giá.

- Biên độ dao động tỷ giá ở nhiều giai đoạn qui định quá hẹp, tỷ giá chính thức không được điều chỉnh kịp thời tuy có tác động ổn định tỷ giá nhưng lại thoát ly với thị trường, có tác động tiêu cực đến hoạt động ngoại thương.

Từ tháng 2/1999 đến 2015, NHNN điều hành theo tỷ giá trung bình TTNTLNH có qui định biên độ dao động. Ngày 25/2/1999, Thống đốc NHNN đã ký ban hành quyết định số 64/1999/QĐ - NHNN về việc công bố tỷ giá hối đoái của đồng Việt Nam với các ngoại tệ và Quyết định số 65/1999/QĐ NHNN về việc qui định nguyên tắc xác định tỷ giá mua bán ngoại tệ của các TCTD được phép kinh doanh ngoại tệ. Theo đó, NHNN công bố tỷ giá thực tế bình quân của VND với USD trên TTNTLNH, làm cơ sở để các TCTD kinh doanh

ngoại tệ xác định tỷ giá mua, bán, tính thuế xuất, nhập khẩu và làm cơ sở để công bố tỷ giá đồng Việt Nam với các ngoại tệ khác. Trên cơ sở tỷ giá thực tế bình quân TTNTLNH của ngày giao dịch gần nhất trước đó, các TCTD qui định tỷ giá giao dịch của VND với USD không vượt quá 0,1% so với tỷ giá này. Đối với ngoại tệ khác, tỷ giá mua, bán do Tổng Giám đốc, Giám đốc TCTD được phép kinh doanh ngoại tệ quyết định. NHNN Việt Nam sẽ can thiệp vào TTNTLNH để điều chỉnh tỷ giá căn cứ vào mục tiêu chính sách kinh tế vĩ mô từng thời kỳ. *Thực chất đây là cơ chế tỷ giá thả nổi có quản lý không công bố trước tỷ giá nhưng có qui định biên độ dao động hẹp.*

Thay đổi cơ bản là đã chuyển từ việc NHNN xác định và công bố tỷ giá chính thức hàng ngày sang thông báo tỷ giá giao dịch bình quân trên TTNTLNH. Điều đó làm cho tỷ giá được hình thành khách quan hơn, phản ánh đúng hơn cung cầu ngoại tệ trên thị trường. Để giữ tỷ giá ổn định hoặc điều chỉnh tỷ giá theo mục tiêu nào đó, NHNN sẽ điều chỉnh cung ngoại tệ bằng cách bán ngoại tệ ra hoặc mua ngoại tệ vào trên TTNTLNH. Với cơ chế mới, tỷ giá không được điều chỉnh mà hình thành trên thị trường, do vậy nó mềm dẻo hơn, linh hoạt hơn và vì thế phù hợp hơn với thông lệ quốc tế.

Từ năm 1999 tỷ lệ kết hối cũng đã được giảm dần từ 80% xuống 50%, 40%, 30% và hiện nay là 0% (Quyết định 46/2003/QĐ-TTg ngày 2/4/2003).

Cùng với việc điều hành tỷ giá giao ngay, Quyết định 64 và 65 cũng qui định tỷ giá kỳ hạn và hoán đổi tối đa bằng trần tỷ giá giao ngay cộng thêm một tỷ lệ qui định tương ứng với các kỳ hạn từ 30 đến 180 ngày.

Năm 2016 đánh dấu sự thay đổi lớn trong điều hành tỷ giá của NHNN, ngày 31/12/2015, NHNN ban hành Quyết định số 2730/QĐ-NHNN về việc công bố tỷ giá trung tâm của Đồng Việt Nam với Đô la Mỹ, tỷ giá tính chéo của Đồng Việt Nam với một số ngoại tệ khác. Theo cơ chế này, tỷ giá trung tâm của VND với USD do NHNN công bố hàng ngày là cơ sở để các NHTM xác định tỷ giá mua, tỷ giá bán của VND với Đô la Mỹ. Tỷ giá trung tâm được xác định trên cơ sở tham chiếu diễn biến tỷ giá bình quân gia quyền trên thị trường ngoại tệ liên ngân hàng, diễn biến tỷ giá trên thị trường quốc tế của một số đồng tiền của các nước có quan hệ thương mại, vay, trả nợ, đầu tư lớn với Việt Nam, các cân đối kinh tế vĩ mô, tiền tệ và phù hợp với mục tiêu CSTT. Cách thức điều hành tỷ giá mới này cho phép tỷ giá biến động linh hoạt hàng ngày theo diễn biến cung cầu ngoại tệ trong nước, biến động trên thị trường thế giới, nhưng vẫn đảm bảo vai trò quản lý của NHNN theo định hướng điều hành CSTT.

Bảng 8.2: Những thay đổi trong CCĐHTG của Việt Nam

Thời gian	Tỷ giá NHNN công bố	Biên độ dao động
1/ Từ 3/1989 đến 2/1999	NHNN công bố tỷ giá chính thức	
- Từ 3/1989 đến 7/1991	NHNN xác định tỷ giá chính thức căn cứ vào các biến số kinh tế vĩ mô	$\pm 5\%$
- Từ 8/1991 đến 9/1994	Tỷ giá chính thức xác định dựa trên tỷ giá đấu thầu tại TTGDNT	$\pm 0,5\%$ $\pm 0,1\%$
- Từ 10/1994 đến 1/1997	Tỷ giá chính thức xác định dựa trên tỷ giá hình thành tại TTNTLNH	$\pm 0,5\%$ $\pm 1\%$
- Từ 2/1997 đến 1/1999	Tỷ giá chính thức dựa trên tỷ giá hình thành tại TTNTLNH nhưng được điều chỉnh mạnh	$\pm 5\%$ $\pm 10\%$ $\pm 7\%$
2/ Từ 2/1999 đến nay	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch bình quân TTNTLNH	
- Từ 2/1999 đến 6/2002	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch bình quân TTNTLNH	0,1%
- Từ 7/2002 đến 12/2006	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch bình quân TTNTLNH	$\pm 0,25\%$
- Từ 1/2007 đến 12/2007	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch bình quân TTNTLNH	$\pm 0,5\%$
- Từ 1/2008 đến 9/3/2008	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch bình quân TTNTLNH	$\pm 0,75\%$
- Từ 10/3/2008 đến 26/6/08	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch bình quân TTNTLNH	$\pm 1\%$
- Từ 27/6/2008 đến 27/11/2009	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch bình quân TTNTLNH	$\pm 2\%$ $\pm 3\%$ $\pm 5\%$
- Từ 26/11/2009 đến	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch	$\pm 3\%$



11/8/2015	binh quân TTNTLNH	$\pm 2\%$ $\pm 1\%$
- Từ 12/8/2015 đến 3/1/2016	NHNN thông báo tỷ giá giao dịch binh quân TTNTLNH	$\pm 2\%$ $\pm 3\%$
3/ Từ năm 2016	NHNN thông báo tỷ giá trung tâm hàng ngày	
	NHNN thông báo tỷ giá trung tâm hàng ngày	$\pm 3\%$

Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam

8.3. CÁN CÂN THANH TOÁN QUỐC TẾ

8.3.1. Nội dung cán cân thanh toán quốc tế

Cán cân thanh toán quốc tế của một nước là một bảng cân đối ghi lại tất cả các giao dịch kinh tế của một nước với các nước trong một giai đoạn nhất định (thường là một năm). Nó là bảng ghi nhận các luồng di chuyển tiền tệ, hàng hoá, dịch vụ vào ra của một quốc gia.

Mục đích của việc lập cán cân thanh toán quốc tế là thông tin cho Chính phủ về địa vị quốc tế của một quốc gia và giúp Chính phủ thiết lập các chính sách về tiền tệ, tài chính và thương mại. Đồng thời nó cũng giúp cho các Công ty thương mại lớn, các ngân hàng, tổ chức tài chính và cá nhân có liên quan đến thương mại và tài chính quốc tế đề ra các quyết định kịp thời đúng đắn liên quan đến kinh doanh quốc tế.

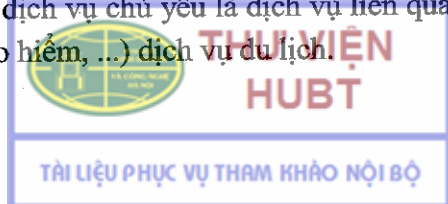
Nội dung của cán cân thanh toán quốc tế bao gồm các khoản mục sau đây:

8.3.1.1. Cán cân vãng lai

Cán cân vãng lai (hay còn gọi là tài khoản thường xuyên - Current account) khoản mục này ghi nhận lại các giao dịch kinh tế quốc tế xảy ra thường xuyên. Nó gồm các khoản mục sau:

+ Khoản mục hàng hoá (cán cân thương mại) phản ánh giá trị hàng hoá xuất, nhập khẩu của một nước với các nước khác.

+ Trao đổi dịch vụ: xác định trao đổi dịch vụ của một nước với phần còn lại của thế giới. Các dịch vụ chủ yếu là dịch vụ liên quan đến xuất khẩu hàng hoá (vận tải biển, bảo hiểm, ...) dịch vụ du lịch.



+ Thu nhập (thu nhập sơ cấp), bao gồm thu nhập của người lao động, thu nhập từ đầu tư và thu nhập khác

+ chuyển giao vãng lai (hoặc thu nhập thứ cấp) phản ánh việc di chuyển tiền tệ một chiều từ một nước đến một nước khác, như chuyển tiền kiều hối, quà biếu, viện trợ của Chính phủ và các tổ chức Chính phủ, cá nhân.

8.3.1.2. Tài khoản vốn

Tài khoản vốn (hay cán cân vốn - Capital account) phản ánh các khoản vốn được chuyển giao cũng như dùng để phản ánh việc xử lý các khoản tài sản phi tài chính, phi sản xuất

8.3.1.3. Tài khoản tài chính

Tài khoản tài chính ghi chép việc chuyển giao các tài sản tài chính và nợ giữa người cư trú và người không cư trú. Tài khoản tài chính ghi nhận các giao dịch liên quan đến: đầu tư trực tiếp, đầu tư gián tiếp, tài sản tài chính phái sinh và các khoản mục đầu tư khác

8.3.1.4. Sai lệch thống kê

Sai lệch thống kê thể hiện các sai sót trong việc tính toán các giao dịch không được ghi chép. Các giao dịch này chủ yếu liên quan đến kinh tế ngầm như buôn lậu và các hoạt động phi pháp khác.

8.3.1.5. Dự trữ và các hạng mục liên quan

Dự trữ và các hạng mục liên quan khoản mục này bằng cán cân vãng lai cộng với cán cân vốn (kể cả sai lệch thống kê). Khi chúng ta nói đến bội thu hay bội chi cán cân thanh toán quốc tế nghĩa là cán cân dự trữ chính thức bội thu hay bội chi. Vì cán cân thanh toán quốc tế phải cân đối nên cán cân dự trữ chính thức cho chúng ta biết số dự trữ quốc tế ròng phải di chuyển giữa các NHTW để tài trợ cho các giao dịch quốc tế. Sự chuyển động này có một ảnh hưởng quan trọng đến cung ứng tiền tệ.

Ở Việt Nam khi tính toán lượng tiền cung ứng tăng thêm trong năm kế hoạch, tình trạng cán cân thanh toán dự kiến cũng là một yếu tố để tính toán lượng tiền cung ứng. Chẳng hạn dự kiến cán cân thanh toán quốc tế bội thu, NHNN Việt Nam sẽ cung ứng thêm một lượng tiền đồng Việt Nam mua ngoại tệ tăng dự trữ quốc tế.

8.3.2. Tác động của cán cân thanh toán quốc tế

Cán cân thanh toán quốc tế là tấm gương phản chiếu mọi hoạt động kinh



tế đối ngoại của một nước với các nước khác.

Nếu bội chi cán cân thanh toán kéo dài sẽ dẫn đến thu nhập trong nước mất dần, vốn ngoại tệ sẽ chi tiêu ra nước ngoài nhiều hơn, các ngành sản xuất trong nước bị nước ngoài cạnh tranh công ăn việc làm giảm sút, giá trị đồng nội tệ so với ngoại tệ giảm xuống, giá cả trong nước tăng lên gây sức ép lạm phát. Trong tình hình đó các nước phải hạn chế nhập khẩu, thắt chặt cán cân thanh toán quốc tế, ổn định cân bằng đối ngoại.

Cán cân thanh toán vắng lại bị thâm hụt thường được bù đắp bằng cán cân vốn. Một mặt, đó là sự hỗ trợ cho kinh tế trong nước phát triển, hỗ trợ cho thâm hụt ngân sách. Nhưng mặt khác đó là dấu hiệu tình trạng nợ nần bên ngoài sẽ phải tăng lên. Do vậy một nước có tình trạng tài khoản thường xuyên bội chi kéo dài, đồng thời sử dụng vốn không có hiệu quả nó sẽ tiềm ẩn một khả năng khủng hoảng tài chính, khủng hoảng kinh tế.

Cán cân thanh toán quốc tế bội chi tương ứng với bội chi cán cân dự trữ Chính phủ. Nếu tình trạng bội chi kéo dài, NHTW sẽ phải giảm dự trữ ngoại hối. Điều này có thể dẫn đến sự khủng hoảng hối đoái ảnh hưởng tiêu cực đến khu vực tài chính và ngoại thương của nền kinh tế, đặc biệt trong chế độ tỷ giá cố định.

Nếu cán cân thanh toán quốc tế bội thu kéo dài, nước có bội thu sẽ tăng dự trữ quốc tế một cách có hệ thống và quỹ này có thể được sử dụng để mua hàng hoá tiêu dùng trong hiện tại, sử dụng lãng phí.

Sự mất cân đối trong cán cân thanh toán quốc tế có ảnh hưởng xấu đến nền kinh tế nên các nước thường có biện pháp can thiệp để giữ thăng bằng cán cân thanh toán, đặc biệt là những biện pháp khắc phục tình trạng bội chi như sử dụng CSTT chặt chẽ, chính sách tài chính hạn chế, giảm giá trị đồng tiền trong nước, thu hút vốn nước ngoài hoặc thậm chí phải sử dụng các biện pháp kiểm soát trực tiếp như kiểm soát ngoại thương, kiểm soát ngoại hối.

8.4. MỘT SỐ TỔ CHỨC TIỀN TỆ - TÍN DỤNG QUỐC TẾ

Trong phần này chúng ta tìm hiểu một cách khái quát một số tổ chức tiền tệ - tín dụng quốc tế mà Việt Nam tham gia với tư cách là hội viên.

8.4.1. Quỹ tiền tệ quốc tế (International Monetary Fund - IMF)

Quỹ tiền tệ quốc tế là một tổ chức tài chính quốc tế được thành lập theo hiệp định Bretton wood tháng 4/1944 giữ bắt đầu hoạt động từ năm 1945 với 30 nước hội viên đầu tiên. Hiện nay số con số hội viên đã có hơn 150 nước.



THƯ VIỆN
HUBT

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ

Mục đích thành lập của IMF là:

- Kêu gọi, khuyến cáo sự hợp tác quốc tế về tiền tệ.
- Ổn định tỷ giá hối đoái nhằm tránh sự phá giá tiền tệ do cạnh tranh giữa các quốc gia.
- Cung cấp cho các nước hội viên ngoại tệ cần thiết để thăng bằng hoặc giảm bớt thiếu hụt trong cán cân thanh toán quốc tế.

Nguồn vốn của IMF gồm hai bộ phận: vốn pháp định và vốn tích lũy. Vốn pháp định do các nước hội viên đóng góp theo nguyên tắc 25% đóng góp bằng vàng hoặc USD, 75% còn lại đóng góp bằng ngoại tệ. Phần đóng góp của các nước hội viên không đồng đều nhau. Nó phụ thuộc vào sức mạnh và tầm quan trọng của quốc gia đó đối với nền kinh tế thế giới. Chẳng hạn, năm 1985 số vốn đóng góp của Mỹ chiếm nhiều nhất, tới 20,1%, của các nước cộng đồng kinh tế châu Âu là 27,9%, các nước đang phát triển là 32,4%.

Với số vốn đóng góp của các nước hội viên, IMF cho vay đối với các quốc gia thành viên của IMF để khắc phục tình trạng thiếu hụt cán cân thanh toán dưới các hình thức khác nhau.

Đối với Việt Nam, chính quyền Sài Gòn cũ tham gia IMF từ ngày 18/8/1956. Sau khi đất nước thống nhất, Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam tiếp quản chân hội viên từ ngày 21/6/1976. Hiện nay tổng số cổ phần của Việt Nam tại IMF là 176,8 triệu SDR.

Trong nhiều năm qua, IMF đã cho Việt Nam vay, cử nhiều đoàn chuyên gia kinh tế vào giúp Việt Nam trong đó có các biện pháp chống lạm phát, đào tạo cán bộ về kinh tế thị trường và trợ giúp kỹ thuật cho ngân hàng và cho Bộ Tài chính.

8.4.2. Ngân hàng thế giới (the World Bank)

Ngân hàng thế giới là một nhóm tổ chức tài chính quốc tế bao gồm:

- *Ngân hàng quốc tế về tái thiết và phát triển* (International Bank for Reconstruction and Development - IBRD) thành lập ngày 17/2/1945 theo tinh thần hiệp ước Bretton wood và bắt đầu hoạt động vào năm 1946. Lúc đầu IBRD. Mục đích của IBRD là:

- + Giúp các nước tư bản châu Âu khôi phục kinh tế sau chiến tranh thế giới thứ 2.
- + Trợ giúp kinh tế các nước đang phát triển và ổn định kỹ thuật.

Khi mới thành lập IBRD có 44 thành viên, chủ yếu là các nước tư bản phát triển. Đến nay tổng số đã lên đến 155 thành viên.



- Công ty tài chính quốc tế (International Financial - IFC) thành lập năm 1955. Chức năng chủ yếu của IFC là khuyến khích kinh tế tư nhân của các nước đang phát triển.

- Hiệp hội phát triển quốc tế (International Development Association - IDA) thành lập năm 1960. Hiệp hội này có chức năng tài trợ cho các nước đang phát triển theo những điều kiện linh hoạt và thuận lợi hơn so với tín dụng của IBRD và IFC như không phải trả lãi, thời gian cho vay dài hạn, thời gian đầu chưa phải trả nợ (ân hạn) lâu hơn.

Chính quyền Sài gòn của Việt Nam là thành viên của WB trước đây. Năm 1976, Cộng hoà xã hội chủ nghĩa Việt Nam tiếp quản chân hội viên tại WB. WB đã cho Việt Nam vay thực hiện dự án thủy lợi Dầu Tiếng, dự án quốc lộ 1A, dự án giáo dục tiểu học, ...

8.4.3. Ngân hàng Phát triển Châu Á (Asian Development Bank - ADB)

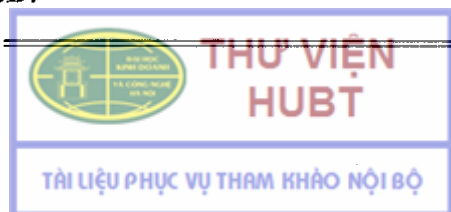
Ngân hàng Phát triển châu Á thành lập theo hiệp định ký ngày 19/12/1966 của 27 nước thành viên trong Ủy ban kinh tế châu Á - Thái Bình Dương. Đến cuối năm 1993, ngân hàng này đã có 53 nước thành viên, 37 nước thành viên thuộc khu vực Châu Á và 16 nước thuộc châu lục khác.

Mục đích của ADB là nhằm xúc tiến những tiến bộ về kinh tế, xã hội và thúc đẩy sự hợp tác kinh tế, khoa học kỹ thuật giữa các nước trong khu vực cũng như giữa các nước ngoài khu vực Châu Á - Thái Bình Dương.

Vốn pháp định của ADB khi mới thành lập là 2.985,7 triệu USD. Đến tháng 2/1988 lên đến 21.644 triệu USD. Mức góp vốn của từng thành viên căn cứ vào tỷ trọng thu nhập quốc dân của mỗi nước so với tổng thu nhập quốc dân của tất cả các nước thành viên.

Chính quyền Sài gòn gia nhập ADB năm 1966. Năm 1976, Cộng hoà Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam kế tục chân hội viên.

Sau một thời gian gián đoạn, (1978 - 1988), ADB đã cử nhiều đoàn vào Việt Nam để tìm hiểu tình hình và chuẩn bị tài trợ một số dự án. Năm 1993, ADB tài trợ cho các dự án: dự án cải tạo hệ thống thủy lợi và chống lụt, dự án cải tạo hệ thống cấp nước thành phố Hồ Chí Minh. Tính đến tháng 12/1998, tổng số vốn giải ngân của các dự án vay vốn ADB tính từ sau năm 1993 đạt khoảng 341 triệu USD.



TÓM TẮT

1. Tỷ giá là giá cả của đồng tiền nước này được biểu hiện bằng đơn vị tiền tệ nước khác. Mỗi tương quan giá trị này về mặt dài hạn phụ thuộc vào tương quan mức thu nhập, tỷ lệ lạm phát và các chính sách điều tiết của Nhà nước có liên quan đến hoạt động xuất nhập khẩu, di chuyển vốn giữa hai quốc gia. Tuy nhiên sự biến động hàng ngày của tỷ giá lại do các thay đổi về mức lãi suất, mức tỷ giá kỳ vọng và sự can thiệp trực tiếp trên thị trường ngoại hối của NHTW quyết định.

2. Tỷ giá có vai trò quan trọng khi được sử dụng như công cụ so sánh sức mua của các đồng tiền, qua đó mà so sánh giá cả, giá thành sản phẩm và năng suất lao động giữa hai quốc gia. Tỷ giá còn được sử dụng như công cụ để kích thích và điều tiết hoạt động xuất nhập khẩu nhằm đạt được các mục tiêu vĩ mô của nền kinh tế và cuối cùng thông qua tỷ giá thu nhập trong các hoạt động kinh tế đối ngoại được điều tiết một cách có hiệu quả.

3. Cán cân thanh toán quốc tế của một nước là bảng cân đối ghi lại tất cả các giao dịch của một nước với các nước khác trong một giai đoạn nhất định (thường là 1 năm). Nội dung của cán cân thanh toán quốc tế bao gồm: a/ tài khoản thường xuyên; b/ tài khoản vốn; c/ sai lệch thống kê và d/ cán cân dự trữ chính thức. Bội chi hay bội thu cán cân thanh toán quốc tế cũng như các khoản mục cụ thể là dấu hiệu phản ánh thực trạng hoạt động ngoại thương, thực trạng di chuyển vốn và là căn cứ quan trọng cho việc xây dựng và điều chỉnh các chính sách kinh tế vĩ mô cũng như vi mô.

4. Các hoạt động tài trợ vốn, hỗ trợ các điều kiện cải cách và phát triển cho các quốc gia được đảm nhiệm bởi các định chế tài chính quốc tế và khu vực bao gồm: Quỹ tiền tệ quốc tế, Ngân hàng Thế giới và các ngân hàng phát triển khu vực như: Ngân hàng Phát triển châu Á, Ngân hàng Phát triển châu Phi và Ngân hàng Phát triển khu vực liên Mỹ.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Xu hướng phát triển của hệ thống tiền tệ quốc tế. Xu hướng này có ảnh hưởng gì đến nền kinh tế Việt Nam nói chung và hoạt động ngân hàng Việt Nam nói riêng?

2. Giải thích sự khác biệt giữa các chế độ tỷ giá và ảnh hưởng của các chế độ tỷ giá đến hiệu quả CSTT.

3. Nếu nhu cầu xuất khẩu của một nước giảm đồng thời với việc tăng thuế nhập khẩu, về mặt dài hạn, giá trị của đồng tiền của nước này có xu hướng biến động thế nào?

4. Nếu mức giá của Nhật bản tăng 5% so với mức giá của Mỹ, theo thuyết ngang giá sức mua, giá trị đồng yên Nhật bản sẽ biến động như thế nào so với đồng đôla Mỹ?

5. Hãy dự tính sự biến động của tỷ giá giữa đôla Mỹ và đồng Việt Nam khi biết:

- Lãi suất VNĐ là 7,5%, lãi suất USD là 4,5%

- Tỷ giá giao ngay là 14.000 VND/USD.

- Sự di chuyển vốn giữa hai quốc gia là dễ dàng, tiền gửi bằng VNĐ và tiền gửi USD có thể thay thế cho nhau một cách hoàn hảo.

- Mức biến động giá cả ở hai nước là như nhau.

6. Tỷ giá giao ngay giữa hai đồng tiền thay đổi thế nào nếu lãi suất của VNĐ tăng lên 1%.

7. Nếu NHNN Việt Nam quyết định tăng tổng phương tiện thanh toán nhằm thực hiện chiến lược kích cầu đối với nền kinh tế, giá trị VNĐ sẽ thay đổi thế nào trong ngắn hạn và trong dài hạn? (giả sử cơ chế tỷ giá của Việt Nam là cơ chế tỷ giá linh hoạt).

8. Giải thích các điều kiện để một quốc gia có thể tham gia vào khu vực tiền tệ thống nhất châu Âu.

9. Nêu quá trình thiết lập và phát triển quan hệ của Việt Nam với các tổ chức tiền tệ quốc tế.



TÀI LIỆU THAM KHẢO

TÀI LIỆU TIẾNG VIỆT

1. Bản tin trái phiếu của công ty chứng khoán BVS
2. Báo cáo thường niên của NHNN và các NHTM
3. Chu Khánh Lân, *Chính sách tiền tệ phi truyền thống: Kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam*, DTNH.022/16.
4. Chu Khánh Lân, *Truyền tải chính sách tiền tệ qua kênh tín dụng của các ngân hàng thương mại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Ngân hàng, 2016.
5. Hà Quỳnh Hoa, *Cầu vồng tiền và hệ quả đối với chính sách tiền tệ ở Việt Nam*. Luận án tiến sĩ kinh tế, 2010.
6. Hà Thị Sáu, *Nghiên cứu cơ chế truyền dẫn chính sách tiền tệ qua kênh chấp nhận rủi ro của các tổ chức tín dụng: Kinh nghiệm quốc tế và gợi ý cho Việt Nam*, DTNH.16/2013.
7. Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, *Quá trình xây dựng và phát triển*, 1996.
8. Nguyễn Duệ, *Chính sách mục tiêu lạm phát*, NXB Thống kê, 6/2001.
9. Nguyễn Phi Lân, *Cầu tiền trong mối quan hệ với lạm phát và chính sách tiền tệ của Việt Nam*, Tạp chí Ngân hàng, 2012.
10. Nguyễn Thanh Nhân, *Áp dụng nguyên tắc Taylor trong việc xác định lãi suất mục tiêu trong điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam*, DTNH.04/2013.
11. Nguyễn Thanh Nhân, *Nhân tố ảnh hưởng tới hiệu lực tác động của kênh lãi suất trong điều hành chính sách tiền tệ tại Việt Nam*, Luận án Tiến sĩ kinh tế, Học viện Ngân hàng, 2017.
12. Nguyễn Thị Hồng, *Đô la hóa và điều hành chính sách tiền tệ ở Việt Nam*, Tạp chí Ngân hàng số 5/2011.
13. Phạm Thị Hoàng Anh, *Đánh giá hiệu lực cơ chế truyền tải chính sách tiền tệ qua giá tài sản tại Việt Nam*, Đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở, Học viện Ngân hàng, 2013.



14. Tô Kim Ngọc, *Các giải pháp nhằm tăng cường hiệu lực của cơ chế điều chỉnh bằng lãi suất trong điều hành CSTT của NHNN Việt Nam*. Luận án tiến sĩ kinh tế, 2003.

15. Tô Kim Ngọc, *Hệ thống giám sát tài chính quốc gia*, Đề tài NCKH cấp Nhà nước, 2010.

16. Tô Kim Ngọc, *Khủng hoảng nợ công tại một số nước Liên minh châu Âu và bài học kinh nghiệm trong sự phối hợp giữa chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa cho Việt Nam*, DTNH.16/2012.

17. Tô Kim Ngọc, *Tìm hiểu về nội dung thông tin của đường cong lãi suất*, Tạp chí Khoa học và Đào tạo Ngân hàng số 9/2009.

18. Tô Kim Ngọc, *Xu hướng biến động của mặt bằng lãi suất*, Tạp chí Ngân hàng, số 15, tháng 8/2011.

19. Ủy ban Kinh tế Quốc hội, *Các quy định về tài chính, cấu trúc thị trường tài chính và hiệu quả Chính sách Tiền tệ tại Việt Nam*, Báo cáo nghiên cứu RS – 08, NXB Tri thức, 2013.

20. Viện Khoa học Ngân hàng, *Tài liệu hội thảo khoa học: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam qua các giai đoạn lịch sử*, 2001.

21. Viện Khoa học Ngân hàng, *Tài liệu hội thảo khoa học: Xây dựng cơ chế kiểm soát lãi suất trên thị trường tiền tệ của NHNN Việt Nam*, 2003.

TÀI LIỆU TIẾNG ANH

22. Anthony Saunders, *Financial institution management: a risk management approach*, 10th edition, McGraw-Hill Professional Publishing, 2017.

23. Bank for international settlements, *The implementation of monetary policy in industrial economies*, 1997.

24. Bank for international Settlements, *The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies*, 1998.

25. Barro, Robert J., and David B. Gordon, “*Rules, Discretion and Repetition in a Model of Monetary Policy*”, Journal of Monetary Economics 12: 1. Pp.101-212, 1983.



26. Michael R. Baye, Dennis W. Jansen, *Money, Banking & Financial markets: An economic approach*, Houghton Mifflin, 1995.

27. Bennett T. McCallum, *Monetary economics*, Oxford University Press, 1996.

28. Bernanke, Ben S. and Reinhart, Vincent R. Và Sack, Brian P., *Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment*, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 35(2), 2004.

29. Bruce Felmingham & William Coleman, *Money & Finance in the Australian economy*, De Gruyter, 1995.

30. Clarida, Richard; Galí, Jordi and Gertler, Mark, "*The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*", Journal of Economic Literature, 1999.

31. Crowe, C., and E. Meade, "*Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness*," IMF Working Paper 08/119, 2008.

32. Cukierman, A., S. Webb, and B. Neyapti, "*Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*" World Bank Economic Review, vol. 6(3), pages 353–98, 1992.

33. Deutsche Bundesbank, *Demand for Money and Currency Substitution in Europe*, Monthly Report, 1995, Vol. 47.

34. Douglas McTaggart, Christopher Findlay, Michael Parkin, *Economics*, Pearson Higher Education AU, 2015.

35. Ericsson, Neil R., *Empirical Modeling of Money Demand*, Empirical Economics, 1998, Vol. 23

36. Ulrike Neyer, *The Design of the Eurosystem's Monetary Policy Instruments*, Springer Science & Business Media, 2007.

37. European central bank, *The single monetary policy in state three*, 1998.

38. Frederic S. Mishkin, (2012), *The economics of money, banking and financial markets*, 10th Edition, Pearson Press.

39. Frederic S. Mishkin, Stanley Eakins, *Financial market and institutions*, 9th edition, Pearson Education, 2017.

40. Friedman, M., *The quantity theory of money: a restatement, studies in the quantity theory of money*, Edited by M. Friedman, Chicago, University of Chicago Press, 1956.
41. Geoffrey E.J. Dennis, *monetary economics*, Longman, 1981.
42. Han Yu & Pei-Tha Gan, *An Empirical Analysis of the Money Demand Function in ASEAN-5*, EuroJournals Publishing, Inc. 2009
43. IMF - Singapore Regional training institution, *Reading on Financial programming*, 2000.
44. IMF, *Vietnamese economic issues*, 1999-2017
45. Michael McGrath, *Financial institutions, instruments and markets in Australia*, 1995.
46. Palle S. Andersen, *The Stability of Money Demand Functions: An Alternative Approach*, BISS Economic Paper, 1985.
47. Peters Howells & Keith Bain, *Financial Markets and Institutions*, 5th edition, Prentice Hall, 2007.
48. Peters Howells & Keith Bain, *The Economics of Money, Banking and Finance*, 4th edition Prentice Hall, 2008.
49. Roger L. Miller & David V. Hoose, *Money, Banking and Financial Markets*, 3rd edition Thomson South-Western West, 2007.
50. Yeyati, E.L. và Sturzenegger, F., “Monetary and Exchange Rate Policies”, Handbook of Development Economics, Vol. 5, 2010.

NHÀ XUẤT BẢN THANH NIÊN
64 Bà Triệu - Hà Nội - ĐT: (84.024) 39434044 - 62631716
Fax: 024.39436024. Website: nxbthanhnien.vn
Email: info@nxbthanhnien.vn
Chi nhánh: 27B Nguyễn Đình Chiểu, phường Đa Kao,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh. ĐT: (028) 39305243

GIÁO TRÌNH TIỀN TỆ NGÂN HÀNG

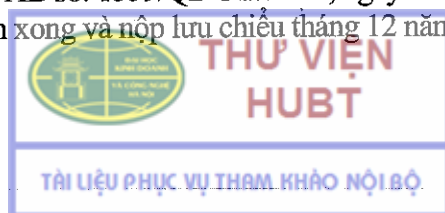
Chịu trách nhiệm xuất bản:
Giám đốc - Tổng biên tập: NGUYỄN XUÂN TRƯỜNG

Biên tập: NGUYỄN ĐỨC GIA

ĐỐI TÁC LIÊN KẾT:
CÔNG TY TNHH SÁCH THIẾT BỊ GIÁO DỤC IQ

ISBN: 978-604-973-466-3

In 1.000 cuốn, khổ 16 x 24 cm tại Công ty TNHH in ấn Đa Sắc.
Địa chỉ: Tổ dân phố 7, P. Xuân Phương, Q. Nam Từ Liêm, Hà Nội
Số xác nhận ĐKXB: 3180-2018/CXBIPH/23-144/TN
QĐXB số: 1559/QĐ-NXBTN, ngày 17/12/2018
In xong và nộp lưu chiểu tháng 12 năm 2018



GIÁO TRÌNH TIỀN TỆ **NGÂN HÀNG**



**THƯ VIỆN
HUBT**

TÀI LIỆU PHỤC VỤ THAM KHẢO NỘI BỘ



Giá: 70.000đ