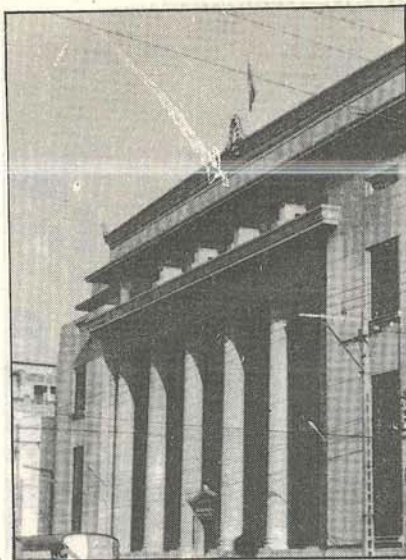


Trong nền kinh tế có hệ thống ngân hàng hai cấp (ngân hàng trung ương và các ngân hàng thương mại), lãi suất của ngân hàng trung ương đóng vai trò chủ đạo và hướng dẫn lãi suất trong nền kinh tế. Để thực hiện chính sách lãi suất của mình, ngân hàng trung ương có hai loại công cụ chính sách tiền tệ là công cụ điều tiết khối lượng tiền tệ và công cụ điều tiết lãi suất.

- Trong nền kinh tế thị trường: ngân hàng trung ương sử dụng chính sách chiết khấu và chính sách tín dụng cầm chứng để điều tiết lãi suất. Ngân hàng trung ương quy định tỷ lệ lãi suất này khi nó nhận hối phiếu để tái chiết khấu và nhận chứng khoán làm thế chấp. Tỷ lệ lãi suất chiết khấu và lãi suất cầm chứng là những yếu tố hình thành lãi suất ngân hàng trung ương, thuật ngữ sẽ được dùng trong bài này.



NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG VỚI VIỆC ĐIỀU HÀNH LÃI SUẤT THEO TÍN HIỆU THỊ TRƯỜNG

PGS.PTS. LÊ VĂN TƯ & ĐỖ QUANG TRỊ



20 PHÁT TRIỂN KINH TẾ

Việc điều tiết cung tín dụng thông qua tỷ lệ lãi suất ngân hàng trung ương không nhất thiết phải thực hiện bằng nghiệp vụ chiết khấu hay cầm chứng, mà có thể bằng nghiệp vụ đấu thầu theo lãi suất hoặc khối lượng tín dụng hàng tuần trong khuôn khổ của chính sách thị trường mở.

- Chính sách khối lượng tiền tệ được thực hiện trong khuôn khổ của chính sách thị trường mở. Đó là việc ngân hàng trung ương mua hoặc bán chứng khoán, để qua đó tác động trực tiếp vào khối lượng tiền tệ.

Thoạt nhìn, người ta tưởng có thể phân biệt một cách rõ ràng giữa hai công cụ này của chính sách tiền tệ, nhưng thực chất không phải như vậy. Bởi lẽ, việc điều tiết lãi suất cũng có tác động tới khối lượng tiền tệ, nghĩa là khi lãi suất tăng sẽ làm giảm nhu cầu tiền tệ, cũng như khi áp dụng chính sách về khối lượng tiền tệ cũng sẽ tạo ra một tỷ lệ lãi suất nhất định trên thị trường tiền tệ và tín dụng. Đó chính là mối quan hệ hữu cơ giữa khối lượng và giá, đặc trưng cho nền kinh tế thị trường. Trong mối quan hệ này, thị trường hợp thứ nhất giá tác động vào khối lượng và trường hợp thứ hai, khối lượng tác động vào giá.

1. Liệu ngân hàng trung ương có thể chọn cách theo đuổi cả hai chỉ tiêu đó cùng một lúc hay không? Việc áp dụng cách phân tách cung và cầu của thị trường tiền tệ cho thấy là chỉ tiêu lãi suất và chỉ tiêu khối lượng tiền tệ không thể dung hòa nhau được. Ngân hàng trung ương có thể thúc đẩy cái này hoặc cái kia, chứ không thể sử dụng hai cái cùng một lúc. Câu ngạn ngữ "được cái nọ, mất cái kia" mô tả chính xác trường hợp này. Ngân hàng trung ương chỉ có thể giải quyết trên một thị trường hoặc là số lượng hoặc là giá cả, không thể giải quyết cả hai. Khi hai mục tiêu trái ngược nhau, thì chỉ có thể đạt được một. Không thể đạt cả hai mục tiêu một lúc là giá cả (lãi suất) và khối lượng tiền tệ. Phải chọn một trong hai: nếu chọn giá cả thì khối lượng tiền tệ phải tuân theo và ngược lại. Những chỉ tiêu trái ngược nhau không thể đáp ứng được và sẽ bị thị trường loại bỏ.

Giờ đây, chúng ta hãy xem Ngân hàng trung ương Pháp sử dụng công cụ lãi suất tín dụng để vận hành cơ chế tạo tiền như thế nào. (1)

Nếu muốn hạn chế việc tạo tiền của các NHTM, NHTƯ sẽ tác động làm giảm vốn khả dụng của các NHTM bằng cách tăng lãi suất tín dụng cấp cho họ (lãi suất tái cấp vốn). Điều đó kéo theo lãi suất trên thị trường giữa các ngân hàng tăng lên. Vốn khả dụng giảm, NHTM sẽ thận trọng trong việc cấp tín dụng, do đó

tín dụng cấp ra rất ít. Mặt khác về phía khách hàng, thì lãi suất tăng, cũng sẽ giảm nhu cầu tín dụng, khối lượng tín dụng cấp ra giảm đi, có nghĩa là nguồn vốn đối ứng tạo tiền cũng giảm đi.

Thị trường tiền tệ giữa các ngân hàng là thị trường lớn nhất, nên khi lãi suất của thị trường này tăng lên cũng làm cho lãi suất trên thị trường tài chính tăng lên, thu hút đầu tư nước ngoài. Các nhà đầu tư nước ngoài sẽ dùng ngoại tệ để mua nội tệ, do đó thu hẹp lượng nội tệ trong lưu thông.

Ngược lại, nếu NHTƯ muốn mở rộng việc tạo tiền (cung ứng thêm tiền cho nền kinh tế), thì hoạt động cũng ngược lại: giảm lãi suất tín dụng đối với các NHTM. Quy trình tạo tiền trong trường hợp này cũng sẽ ngược lại. Đó là cơ chế tạo tiền được vận hành bằng công cụ lãi suất.

Ngân hàng trung ương sẽ sử dụng các biện pháp sau đây để vận hành cơ chế tạo tiền bằng công cụ lãi suất:

- Gợi cho vay theo hình thức đầu thầu: đây là hình thức quan trọng nhất cung ứng tiền trung ương cho các NHTM. Thời gian cho vay thường là 10 ngày. Việc tổ chức đầu thầu thường được tiến hành 1 - 2 lần/tuần. Ngân hàng trung ương gợi cho vay thông thường vào buổi sáng, thông báo các chứng phiếu thế chấp (tín phiếu kho bạc, các chứng phiếu cấp tín dụng tốt của các ngân hàng thương mại), thời hạn cho vay. Nhưng không bao giờ công bố lãi suất. Các ngân hàng muốn vay sẽ gợi ý yêu cầu xin vay, ghi rõ số tiền và mức lãi suất vay mà họ có thể chịu đựng được. Trong buổi sáng hôm đó, ngân hàng trung ương nhận được các telex xin vay của các ngân hàng thương mại. Cuối buổi sáng, NHTƯ lên bảng liệt kê các ngân hàng xin vay. Thí dụ, bảng liệt kê đó như sau:

Ngân hàng 1 xin vay 2.000 lãi suất 10%

Ngân hàng 2 xin vay 3.500 lãi suất 9,75%

Ngân hàng 3 xin vay 500 lãi suất 9,5%

Ngân hàng 4 xin vay 1.000 lãi suất 9,4%

Ngân hàng 5 xin vay 2.000 lãi suất 9,3%

Như vậy có 5 ngân hàng tham gia đầu thầu vay. Căn cứ vào số tiền cần phát hành, ngân hàng trung ương sẽ quyết định cho vay 3.000 với lãi suất 9,5%. Nhưng có 3 ngân hàng trung thầu lãi suất 9,5% với số lượng xin vay là 6.000. Do đó mỗi ngân hàng sẽ được vay 1/2 số tiền yêu cầu vay và tất cả 3 ngân hàng chỉ phải trả lãi suất 9,5%. Lãi suất 9,5% này cực kỳ quan trọng, nó là một trong hai lãi suất chỉ đạo của NHTƯ, qua

đó đánh tín hiệu với thị trường vốn nói chung: tín hiệu đó có nghĩa là NHTƯ không muốn lãi suất giảm xuống dưới 9,5%. Căn cứ vào đó, các NHTM định liệu các lãi suất thị trường.

- Tạm ứng trên chứng từ: hình thức gợi cho vay đầu thầu chỉ được tổ chức 1 - 2 lần trong tuần và thông thường với thời hạn 10 ngày, do đó không đáp ứng nhu cầu xin vay hàng ngày và với thời hạn ngắn hơn. Hình thức cho vay tạm ứng trên cơ sở chứng từ (các phiếu khoán) cho phép khắc phục được điều đó. Loại hình cho vay này được sẵn sàng thực hiện bất cứ lúc nào, nhưng thông thường thời hạn cho vay từ 5 đến 10 ngày, đó là của lúc nào cũng mở đón các NHTM (nhưng phải có các phiếu khoán thế chấp tốt). Lãi suất cho vay theo hình thức này thường đắt hơn lãi suất của hình thức gợi cho vay đầu thầu, thông thường là đắt hơn khoảng 0,5 - 0,6 điểm. Đó là lãi suất chỉ đạo thứ hai.

Với hai lãi suất đó, NHTƯ tác động hướng lãi suất thị trường dao động trong khung của hai mức đó. Lãi suất gợi cho vay đầu thầu (trong thí dụ trên là 9,5%) là lãi suất thấp nhất của thị trường lãi suất chặn dưới, còn lãi suất cho vay tạm ứng trên cơ sở các phiếu khoán (trong thí dụ trên là 10,10%) là ngưỡng chặn đứng lãi suất thị trường - lãi suất chặn trên. Do đó khung lãi suất 9,5 - 10,10% là khung lãi suất mà NHTƯ chỉ muốn lãi suất thị trường dao động trong khung đó. Khung này dao động tùy theo mục tiêu mà NHTƯ theo đuổi (M3 và tỷ giá hối đoái).

- Can thiệp cụ thể vào thị trường: nếu lãi suất trên thị trường vì lý do nào đó không đủ kiến được mà tăng quá cao (thí dụ, nhu cầu vay với thời hạn 1 - 2 ngày tăng đột ngột), chẳng hạn, 10,25% thì NHTƯ sẽ can thiệp bằng cách thông báo lãi suất cho vay 1 ngày là 10,10% chẳng hạn, lãi suất thị trường sẽ xuống theo. Nếu ngược lại, lãi suất thị trường xuống quá mức lãi suất chặn dưới, NHTƯ sẽ can thiệp bằng cách thông báo cho vay với lãi suất bằng hoặc cao hơn lãi suất chặn dưới một chút. Đó là các lãi suất can thiệp.

Trong 3 hình thức cho vay đó, quan trọng nhất là hình thức gợi cho vay qua đầu thầu. Lãi suất gợi cho vay và lãi suất tạm ứng là lãi suất chỉ đạo của NHTƯ, còn lãi suất can thiệp chỉ là phụ và tùy thuộc vào diễn biến của thị trường.

Ngoài 3 kỹ thuật (hình thức cho vay) can thiệp thị trường nói trên, ngân hàng trung ương còn can thiệp thị trường bằng kỹ thuật thị trường mở, có nghĩa là NHTƯ mua bán các chứng khoán trên thị trường để điều tiết việc bơm hoặc rút tiền khỏi lưu

thông (theo tài liệu của ngân hàng Pháp).

Với tư cách pháp nhân độc quyền phát hành tiền, ngân hàng trung ương sử dụng các công cụ chính sách tiền tệ (dự trữ bắt buộc, lãi suất tái cấp vốn, thị trường mở...) đủ sức điều hành lãi suất thị trường và leo lãi các NHTM đi theo định hướng của mình.

Là ngân hàng của các ngân hàng, NHTƯ luôn luôn là chủ nợ của hệ thống ngân hàng. Đây là một vấn đề dễ bị nhầm lẫn. Sự nhầm lẫn này dẫn đến việc hiện nay ở nước ta, ngân hàng nhà nước còn trả lãi tiền gửi cho kho bạc nhà nước và tiền gửi thanh toán của NHTM, các tổ chức tín dụng khác. Ngân sách nhà nước gửi ngân hàng nhà nước mà sinh lời là không hợp đạo lý - ngân sách để ra ngân sách. Hiện nay, nhiều chỉ cục kho bạc tỉnh, thành phố còn cho một số chi nhánh NHTM vay vốn từ tồn khoản tiền gửi NHNN với lãi suất khoảng 0,7%/tháng cao hơn lãi suất tiền gửi ngân hàng nhà nước 0,1%/tháng (tiền gửi NHNN 0,6%/tháng). Như vậy, kho bạc nhà nước đã làm tín dụng cho vay. Các NHTM luôn luôn dự trữ khả năng thanh toán để trả tiền gửi cho khách hàng bằng tiền trung ương. Lượng tiền này NHTM gửi vào NHNN được coi như bảo quản hộ để thanh toán ra ngoài hệ thống hoặc rút tiền mặt từ NHNN khi cần thiết. Ngân hàng nhà nước không phải là đơn vị kinh doanh, không vụ lợi, do đó NHNN không nên trả lãi tiền gửi cho kho bạc nhà nước và tiền gửi thanh toán của NHTM. Muốn hưởng lãi, NHTM có thể mua tín phiếu NHNN hoặc mua tín phiếu kho bạc...

Vị trí chủ nợ của hệ thống ngân hàng là cần thiết để NHTƯ có thể điều tiết việc mở rộng khối lượng tiền tệ. Chính vì vậy do đó, các NHTM không bao giờ được phép gửi tiền có lãi tại NHTƯ, vì điều đó sẽ chôn vùi vị trí chủ nợ của NHTƯ. Nếu các NHTM gửi tiền tại NHTƯ, thì đó chỉ thuần túy là việc dự trữ không có lãi. Nếu NHTƯ là người nợ của hệ thống ngân hàng thương mại thì khi đó họ không còn khả năng tác động trực tiếp vào sự gia tăng khối tiền tệ bằng chính sách tiền tệ của mình, vì bất cứ lúc nào các NHTM cũng có thể rút tiền gửi của họ. Mối quan hệ hữu cơ giữa thị trường tiền tệ và thị trường tín dụng bị phá vỡ và NHTƯ bị mất đi khả năng điều tiết của mình.

Tương tự như vậy, một vấn đề cốt lõi đối với khả năng điều tiết của NHTƯ là việc NHTƯ chỉ được phép cho các NHTM vay ngắn hạn. Đây là điều cần thiết và chỉ như vậy NHTƯ mới có thể phản ứng nhanh trước những rối loạn có thể xảy ra trong hệ thống tiền tệ bằng việc thay đổi chi phí tái cấp vốn (chỉ có các NHTM mới

được phép cấp tín dụng dài hạn). Nếu một khi ngân hàng trung ương có những khoản nợ phải đòi dài hạn, thì khác nào họ tự chôn vùi tiềm năng điều tiết của họ và thúc đẩy sự bất ổn trong khu vực tiền tệ.

2. Có thể dựa vào sự thay đổi tỷ lệ chiết khấu (tức tỷ lệ lãi suất tái cấp vốn cho các NHTM của NHTU), hay nói rõ hơn là việc hạ thấp tỷ lệ chiết khấu và qua đó hạ thấp lãi suất tín dụng, để khuyến khích đầu tư không? Thực ra, NHTU không thể tự do quyết định tỷ lệ chiết khấu, vì NHTU phải bảo vệ sự ổn định của mức giá (lãi suất) và tỷ giá hối đoái danh nghĩa và khả năng hoạt động của đồng nội tệ. Muốn vậy, NHTU phải lựa chọn một tỷ lệ lãi suất cao cho có thể khuyến khích các chủ tài sản sẵn sàng giữ tài sản của họ bằng đồng nội tệ. Trong điều kiện như vậy, tỷ lệ lãi suất phải duy trì được việc sẵn sàng giữ tài sản, tức những khoản nợ phải đòi bằng đồng nội tệ cũng giống như việc sẵn sàng cấp tín dụng bằng nội tệ. Nếu làm khác đi, thì các chủ tài sản sẽ chuyển tài sản của họ sang ngoại tệ. Chênh lệch giữa tỷ giá lãi suất thị trường tài sản và tỷ lệ chiết khấu sẽ dẫn tới việc làm mất giá do lạm phát và giảm giá.

Như vậy, việc tìm cách khuyến khích đầu tư thông qua việc qui định mức lãi suất thấp hơn mức cân bằng (theo tín hiệu thị trường thông qua đấu thầu tiền trung ương như đã trình bày ở trên) không đủ chứng lý thuyết phục. Một chánh sách như vậy không gia tăng được hoạt động đầu tư mà chỉ dẫn đến tình trạng lạm phát và mất giá đồng nội tệ. Những tài sản có được giữ một cách không tự nguyện (tức là các tài khoản tiền gởi của khách hàng trong các tài khoản ở ngân hàng) sẽ bị mất giá dẫn tới những tổn thất cho các chủ tài sản. Điều đó sẽ khuyến khích người gởi tiền rút tiền gởi của họ ra khỏi hệ thống ngân hàng chính thức hoặc buộc họ không muốn gởi tiền vào ngân hàng. Hậu quả là sẽ làm vô hiệu hóa mọi cố gắng thu hút tiền gởi để kinh doanh kiếm lời của NHTM. Kết cục của quá trình này là hậu quả tiêu cực làm giảm chất lượng đồng nội tệ, các chủ tài sản không muốn giữ tài sản của mình bằng đồng nội tệ mà sẽ giữ tài sản bằng ngoại tệ hoặc bằng của cải vật chất (vàng, bất động sản) làm cho tỷ giá hối đoái danh nghĩa bị sụp đổ. Công cụ duy nhất có hiệu lực mà NHTU có được để bảo vệ tỷ giá hối đoái danh nghĩa là lãi suất vì chính lãi suất tạo ra mức sinh lời cao của đồng nội tệ so với mức sinh lời cao của các ngoại tệ. Vì thế, việc thiết lập và bảo vệ một đồng nội tệ có hiệu lực đòi hỏi phải có sự ổn định về mức giá (lãi suất) và tỷ giá hối đoái danh

nghĩa như là những "mỏ neo định mệnh" của hệ thống kinh tế.

3. Về mối quan hệ giữa lãi suất của NHTU với tỷ giá hối đoái danh nghĩa. Chánh sách và cơ chế giá là hệ thống thần kinh của nền kinh tế thị trường, do đó NHTU cần tập trung chú ý vào hai đại lượng sau: mức giá nội địa và tỷ giá hối đoái, vì cả hai đại lượng này cùng quyết định giá trị thực của tài sản tiền tệ. Không thể để đứt hai "chiếc neo" danh nghĩa này của hệ thống tiền tệ, vì việc tăng tỷ giá hối đoái danh nghĩa (mất giá nội tệ) sẽ làm mất giá trị tài sản bằng nội tệ. Không thể có sự lựa chọn giữa hai "chiếc neo" này, vì sự ổn định mức giá là cơ sở cho một tỷ giá hối đoái danh nghĩa ổn định và ngược lại. Trong hoàn cảnh đó, NHTU bắt buộc phải can thiệp vào thị trường ngoại tệ nhằm bảo vệ tỷ giá hối đoái danh nghĩa, tức là họ phải tung ngoại tệ để mua lại đồng nội tệ (thường là của các NHTM). Thông thường việc này diễn ra thông qua các nghiệp vụ chênh lệch tỷ giá (Swap) và nghiệp vụ thương chứng bảo lưu (Pension), tức là NHTU mua (hoặc bán) ngoại tệ theo tỷ giá giao ngay và đồng thời cũng thỏa thuận sẽ bán lại (hoặc mua lại) vào một thời điểm nhất định với tỷ giá thời hạn hiện hành. Đây cũng là những công cụ của chánh sách tiền tệ ngắn hạn nhằm điều tiết chi tiết. Để thực hiện được điều này, ngân hàng trung ương phải có đủ khối lượng ngoại tệ dự trữ. Vì vậy cần phải tập hợp dự trữ ngoại tệ tại NHTU và qua đó NHTU có thể tự chủ trong việc sử dụng nguồn dự trữ này. Chánh sách cho phép mở tài khoản ngoại tệ tại các NHTM có ưu điểm là giúp phân huy động khối lượng ngoại tệ của tư nhân vào các NHTM cũng như qua đó nắm và giám sát được khối lượng này. Nhưng chỉ có việc chuyển đổi khoản ngoại tệ này thành khoản tiền gởi bằng đồng nội tệ mới là giải pháp mong muốn. Và cũng chỉ làm được nếu mức lãi suất trong nước cao đủ mức cần thiết.

Cái cần bàn ở đây là làm sao có thể có một tỷ giá hối đoái, với tư cách là một loại giá cả, vừa ổn định lâu dài, vừa giữ được năng lực cạnh tranh trong quan hệ với mục tiêu thúc đẩy xuất khẩu. Trên bàn cờ kinh tế, nước cờ về ngoại hối là nước cờ ảo diệu. Áo diệu từ hai phía: nếu nước cờ đó được thực hiện bởi một tay cờ lão luyện thì kết quả sẽ là thần kỳ; còn nếu ngược lại, thảm họa sẽ khó lường!

Lý thuyết và kinh nghiệm đều nhất trí cho rằng chế độ tỷ giá ổn định trong trường hợp bảo đảm được sức cạnh tranh xuất khẩu của đất nước, thì lại chứa đựng trong nó nguy cơ "nhập khẩu lạm phát". Còn trong trường hợp nó định giá cao giá trị

đồng bản tệ, thì nguy cơ lại là tăng cường xu hướng nhập khẩu và sản xuất thay thế nhập khẩu, tức là giảm khả năng tạo nguồn tích lũy vốn ngoại tệ, làm tiêu giảm năng lực trả nợ nước ngoài. Vượt qua thế "lưỡng nan" này là cả một nghệ thuật ứng biến cao siêu của người đánh cờ (các chánh phủ và ngân hàng trung ương).

Khổ nỗi, đa số quốc gia nghèo đang phát triển với mô thức phát triển "hướng nội", mong muốn thúc đẩy sản xuất thay thế nhập khẩu nhằm chủ yếu vào mục tiêu ổn định hơn là tăng trưởng, chú trọng lãi suất danh nghĩa thấp (thấp đến mức lãi suất thực nhận trị số "âm" triền miên) tới chỗ định giá cao đồng nội tệ trong quan hệ tỷ giá, không có điều kiện sử dụng chế độ tỷ giá thả nổi, không tài nào vượt qua tình trạng "tránh vô dưng gặp vô dưng" nếu trên để lựa chọn chế độ tỷ giá thích dụng cho mình.

Lãi suất ngân hàng trung ương là một vấn đề rộng lớn, phản ánh tình trạng nền kinh tế và xã hội của một quốc gia. Sử dụng công cụ này đòi hỏi phải có trí tuệ và bản lãnh nhất định.

Lãi suất với tư cách là loại giá cả quan trọng nhất, linh hoạt nhất, được sử dụng cho những mục tiêu khác nhau, quay trở lại tác động vào chính các yếu tố đã tạo ra nó: khối lượng tiền tệ, tỷ suất lợi nhuận bình quân của các doanh nghiệp, quan hệ cung cầu vốn, sự can thiệp của NHTU... sự tác động nhân quả này lan truyền và cộng hưởng liên tục. Vì vậy, việc xử lý lãi suất đòi hỏi phải giải quyết hài hòa và tổng hòa các mối quan hệ tương tác nhiều chiều giữa các yếu tố quan trọng trên cả hai phương diện: công cụ quản lý vĩ mô và giá cả kinh doanh tiền tệ. Cơ chế thị trường giúp giải quyết tốt vấn đề lãi suất theo hướng nêu trên. Cơ chế thị trường có khả năng làm được những gì mà một cơ quan kế hoạch dù với công cụ tối tân, số người đồng đức đến đâu cũng khó có thể hoàn thành. Tất nhiên, thị trường nhiều khi phát ra những tín hiệu sai, không có khả năng định hướng lâu dài, bao quát, do đó dễ dàng đưa đến tình trạng mất cân đối giữa cung và cầu, gây nên rối loạn thị trường vốn. Chính vì thế mới cần có NHTU, nhà "buôn tiền" bất vụ lợi lớn nhất quốc gia, điều hành lãi suất theo tín hiệu thị trường⁽¹⁾

(1) Ngân hàng trung ương Pháp từ năm 1971 không sử dụng công cụ tái chiết khấu, mà sử dụng kỹ thuật bán đấu giá tiền trung ương thay thế. Vì vậy chúng tôi giới thiệu cách làm của Pháp, xem ra có thể vận dụng vào điều kiện nước ta hiện nay.