

VẤN ĐỀ LÃI SUẤT TRONG CÁC LÝ THUYẾT KINH TẾ ĐƯƠNG ĐẠI

ĐỖ QUANG TRỊ & LÊ NAM HẢI



Lãi suất ngân hàng là bộ phận phức tạp nhất trong chính sách tiền tệ, cũng là kỳ dị nhất và có tính bí kịch nhất. Vì thế, đã nảy sinh không biết bao nhiêu cuộc bàn cãi, luận chiến, vậy mà cho đến nay lãi suất vẫn chưa giảm đi tính huyền bí vốn có của nó.

Trở về quá khứ, trong một chiều dài phát triển và thay đổi gần 60 năm của những lập luận và hành động khác nhau về lãi suất của các nền kinh tế Tây Âu, Bắc Mỹ và thị trường hỗn hợp, có thể tìm ra nhiều phép chế ngự tích đồng danh của lãi suất.

Trường phái kinh tế tự do cổ điển cho rằng lãi suất có xu hướng quân bình tự động thông qua cơ chế điều chỉnh của ngân hàng trung ương và hệ thống ngân hàng thương mại. Trên cơ sở này, mức cầu tiền tệ của nền kinh tế trong các thời kỳ khác nhau của quá trình tăng trưởng sẽ được thoả mãn một cách tự nhiên. Nếu trong một thời điểm nào đó, dự trữ thặng dư ngân hàng thương mại đã được sử dụng hết cho đầu tư, trong lúc cầu về tín dụng tăng cao, nhất là

trong những thời kỳ mà kinh tế tăng trưởng mạnh, ngân hàng trung ương sẽ có khuynh hướng cung cấp tiền cho hệ thống ngân hàng thương mại bằng cách mua lại trái phiếu hoặc tái chiết khấu thương phiếu của ngân hàng thương mại để cung ứng lượng tiền cần thiết cho nền kinh tế theo sự vận hành của qui luật tối đa hóa lợi nhuận tức của ngân hàng trung ương và ngân hàng thương mại sẽ cùng gia tăng. Các chủ thể kinh tế giải phóng được khỏi tình trạng kẹt vốn đầu tư. Nguồn tiền tệ được cung ứng tự nhiên sẽ không gây sức ép trên lãi suất tín dụng. Sự gia tăng của mức cầu tiền tệ không ảnh hưởng đến lãi suất tín dụng, ngân hàng sẽ không quá hao tốn nhiều tài nguyên cho việc huy động tiền gửi để đầu tư trung và dài hạn.

Lý thuyết lãi suất có xu hướng quân bình tự nhiên của trường phái kinh tế tự do cổ điển ảnh hưởng đến nhiều nước phương Tây vào thế kỷ 19.

Trường phái Keynes lại cho rằng, trong bất kỳ tình huống nào nhà nước phải nắm quyền điều tiết lãi suất theo từng giai đoạn phát triển

khác nhau của nền kinh tế nhằm giúp nền kinh tế có được một mức lãi suất hợp lý và tối ưu, phục vụ cho sự tăng trưởng kinh tế.

Sau cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới 1929 - 1933, J.M.Keynes đã phê phán nhược điểm của trường phái "lãi suất quân bình tự nhiên" và chủ trương nhà nước phải tham gia vào việc điều tiết lãi suất và tăng chi tiêu khi cần thiết vào các chương trình mà khu vực kinh tế tư nhân không thể đảm nhiệm để kích thích sự tăng trưởng một cách liên tục.

Trường phái Keynes còn cho rằng, việc hạ lãi suất tín dụng luôn là đòn bẩy cho sự phát triển. Keynes lập luận rằng thay vì gia tăng huy động vốn bằng biện pháp thu hút kỳ thác, ngân hàng thương mại có thể làm gia tăng khối tiền tệ để cung ứng cho đầu tư trong những thời kỳ mà mức cầu tiền tệ tăng cao, bằng cách ngân hàng trung ương sẽ phát hành thêm giấy bạc, ngân hàng thương mại sẽ gia tăng thêm bút tệ bằng cách giảm dự trữ bắt buộc. Tổng khối tiền tệ gia tăng sẽ làm giảm sức ép của mức cầu tiền tệ cho đầu tư và làm

giảm lãi suất tín dụng. Lãi suất hạ sẽ làm gia tăng doanh lợi và nâng cao độ an toàn của đầu tư. Hiệu suất biên tế của tư bản sẽ tăng lên, kích thích các doanh nghiệp đầu tư mở rộng trung hạn và dài hạn, tạo sức bật cho nền kinh tế tăng trưởng.

Tư tưởng trên của Keynes ảnh hưởng nền kinh tế châu Âu, Bắc Mỹ cho đến thập niên 80 của thế kỷ này.

Trường phái lãi suất phải ổn định do Edward Shaw đưa ra vào năm 1950 (Edward Shaw - *Money, Income and Monetary Policy*, bản dịch do Trung tâm nghiên cứu VN xuất bản, Sài Gòn, 1963, tr.388). Shaw cho rằng một lãi suất biến động rất dễ tạo ra sự mất ổn định cho tổng khối ký thác của ngân hàng và làm thay đổi các hạng mục đầu tư. Hệ quả cuối cùng là tốc độ tăng trưởng kinh tế sẽ bị ảnh hưởng. Shaw chia tổng khối lượng tiền tệ M trong nền kinh tế ra làm hai phần là M' (trữ ngân lưu động) mà M'' (trữ ngân bất động hay trữ ngân dự phòng). Theo ông $M'/M = L$ (hằng số). Thông thường, lãi suất có khuynh hướng tăng lên khi mức cầu về trữ ngân luân chuyển (M') tương đối nhiều hơn so với khối trữ ngân dự phòng (M''), nghĩa là L thay đổi (giảm). Ngược lại, lãi suất có khuynh hướng giảm khi trữ ngân bất động (M'') chiếm phần lớn trong tổng khối tiền tệ, hay nói cách khác L thay đổi tăng. Khi tốc độ tiền tệ thay đổi do sự biến động của cầu tiền tệ dưới tác động của các kế hoạch đầu tư tăng trưởng, lãi suất sẽ bị thay đổi quanh thế cân bằng tạm thời ở giai đoạn trước đó. Và sự thay đổi này trong phạm vi vĩ mô sẽ bất lợi cho các khuynh hướng đầu tư lâu dài.

Shaw chủ trương, muốn ổn định lãi suất phải giữ L là một hằng số thông qua việc duy trì mối tương quan

hợp lý giữa M và M'' tùy theo mức cầu của thị trường.

Trường phái lãi suất cố định cũng gặp phải sự không đồng tình. Có ý kiến cho rằng, nếu sử dụng lãi suất một cách cố định, cứng nhắc, thì rất có thể chỉ có tác dụng tích cực ở thời kỳ này, nhưng chuyển sang thời kỳ khác với những điều kiện, tình hình kinh tế xã hội đã thay đổi lại trở thành "một vật cản" kềm hãm, trói buộc đầu tư sản xuất kinh doanh.

Trong quá khứ cũng như hiện tại, lãi suất cao luôn luôn bị phê phán. Quan điểm chung thường cho rằng, lãi suất cao sẽ làm hạn chế đầu tư trung và dài hạn, vì khả năng rủi ro trong kinh doanh sẽ lớn. Lợi tức doanh nghiệp sẽ không có đủ khoảng cách an toàn khi so sánh với chi phí phải trả trong kinh doanh. Doanh nhân sẽ có khuynh hướng đầu tư vào dịch vụ thương mại và các ngành sản xuất nhỏ, thu hồi vốn nhanh. Nền kinh tế sẽ thiếu sức bật cho một sự tăng trưởng lâu dài và lành mạnh.

Từ thập niên 80 đến đầu thập niên 90 là thời kỳ thoái bộ trong ảnh hưởng của học thuyết hạ lãi suất trong bất kỳ tình huống nào của Keynes. Sự điều tiết lãi suất nhưng không nhấn mạnh đến lượng cung tiền tệ đã dẫn đến tình trạng vừa lạm phát vừa suy thoái trong nền kinh tế của các nước Tây Âu và Bắc Mỹ. Ở Mỹ đã xảy ra cảnh nào loạn về tín dụng và tiết kiệm. Chánh quyền của Tổng thống Reagan và Bush đã bổ sung quan điểm của Milton Friedman vào tư tưởng của Keynes bằng cách điều tiết lãi suất xuống thấp, trên cơ sở kiểm soát chặt chẽ lượng cung tiền tệ và tỷ lệ dự trữ theo nhu cầu từng thời kỳ của nền kinh tế. Chính sách "hai bàn tay của Keynes và Friedman" trong vấn đề lãi suất ngân hàng

vừa mô tả đã ảnh hưởng cho đến thời kỳ Tổng thống Bill Clinton hiện nay.

Đến đây, hình như các nền kinh tế Tây Âu, Bắc Mỹ và thị trường hỗn hợp, có sự nhất trí rằng, một mức lãi suất tín dụng thực (đã trừ đi chỉ số lạm phát) thấp là đầu mối của quá trình kích thích đầu tư và tăng trưởng. Irving Fisher, nhà kinh tế học nổi tiếng của Mỹ, có nhật xét: "nguyên nhân chủ yếu của việc hạ lãi suất chính là tình yêu thương con cái và ước muốn xây dựng cho hạnh phúc của mình. Mỗi khi tình cảm này phai nhạt đi, sự mất kiên nhẫn và lãi suất có khuynh hướng tăng lên". Tuy nhiên, nhà nước phải kiểm soát lượng cung tiền tệ thông qua việc ấn định dự trữ và phát hành để tạo ra hỗ trợ vững chắc cho chánh sách lãi suất thấp có hiệu quả. Vì rằng, nếu lượng cung tiền tệ đột nhiên dư thừa, phần dư thừa sẽ bị chuyển hóa thành tình trạng lạm phát giá cả. Lúc đó lãi suất thấp sẽ không còn có ý nghĩa trong việc huy động tiết kiệm và kích thích đầu tư.

Xuất hiện câu hỏi, vậy lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay bao nhiêu là cao, bao nhiêu là thấp? Cao hay thấp so với cái gì? Đó là những vấn đề mà các chánh sách tiền tệ và tín dụng phải nêu ra để nghiên cứu và giải đáp.

Trong lý thuyết, người ta có thể xem xét tính hợp lý của lãi suất dựa vào các yếu tố sau đây: một là, tỷ suất lợi nhuận bình quân trong sản xuất kinh doanh, thứ đến là chánh sách kinh tế xã hội, là quan hệ cung cầu. Chỉ có điều là lâu nay các yếu tố này thường bị định tính hơn là được định lượng trong khi đó lãi suất là con số cụ thể, đòi hỏi những thông tin đối chứng cụ thể sát hợp và chính xác.

Trong nền kinh tế thực, đã có con số tổng hợp thống kê chính thức, nào về tỷ suất lợi nhuận trong từng thời kỳ? Nếu có chẳng cũng chỉ ước tính được trong một số bộ phận doanh nghiệp, một bộ phận dân cư. Nhưng cơ sở kinh tế nào xác định chỉ số lạm phát được coi là thực tiễn nhất? Và do cơ quan nào chịu trách nhiệm công bố trước phương tiện thông tin đại chúng? Hiện nay, công chúng thường hay bị lạc vào "mê hồn trận" của số liệu chỉ số giá cả thị trường, buộc phải lựa chọn những thông tin trên những tờ báo có uy tín cho dù chưa voi nổi hoài nghi.

Để sang bên các vấn đề thực tế trên đây, chúng ta trở lại với lý thuyết và chấp nhận rằng lãi suất cao hay thấp thường được so sánh với lợi tức bình quân của doanh nghiệp trong từng thời kỳ của nền kinh tế. Những giai đoạn phát triển khác nhau của nền kinh tế thường kéo theo những mức lợi tức doanh nghiệp khác nhau.



Từ trong kinh nghiệm của nhiều nước suốt quá trình phát triển lâu dài, người ta đã rút ra nhận xét lý thú; lợi tức doanh nghiệp luôn tỷ lệ nghịch với trình độ và mức độ phát triển của nền kinh tế ở mọi quốc gia. Một đất nước đang ở trong giai đoạn kém phát triển, từng bước tiến vào giai đoạn phát triển, lợi tức doanh nghiệp bình quân thường ở mức cao và nền kinh tế còn nhiều tiềm năng chưa được khai thác hết. Nhưng khi nước đó đã được vào giai đoạn phát triển, tài nguyên được khai thác một cách đầy cạnh tranh, lợi tức doanh nghiệp sẽ giảm dần.

Lợi tức doanh nghiệp là một đại lượng bất định, giảm dần theo mức độ phát triển của nền kinh tế. Cho nên, một mức lãi suất thấp là điều cần duy trì để tạo sự tăng trưởng ổn định. Nhưng mức lãi suất thấp này cũng phải thay đổi theo từng thời kỳ tương ứng với sự thay đổi của lợi tức doanh nghiệp. Lợi nhuận ròng của doanh nghiệp liên quan mật thiết với lãi vay phải trả cho ngân hàng, động cơ kích thích doanh nghiệp mở rộng sản xuất mạnh hay không hoàn toàn tùy thuộc vào lợi nhuận mà họ có thể hưởng. Đó là lý do vì sao một mức lãi suất thấp luôn là phương sách tốt cho sức bật nền kinh tế.

Lãi suất thấp có hiệu lực phải đi kèm với mức cung tiền tệ trong mỗi thời kỳ. Mức cung tiền tệ phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Trong đó, hai yếu tố chủ đạo nằm trong tay nhà nước là việc ấn định mức dự trữ bắt buộc và phát hành tiền. Mức cung tiền tệ thường được định lượng bằng số lượng giấy bạc thực tế mà ngân hàng trung ương phải phát hành. Việc kiểm soát tiền mặt (giấy bạc) là việc kiểm soát M1 (tổng khối tiền mặt trong lưu thông) và M' (tổng khối dự trữ bắt buộc bằng hiện kim nằm tại hệ thống ngân hàng). Muốn kiểm soát M1 và M', phải xác định M (tổng khối tiền tệ mà nền kinh tế cần trong thời điểm X). Việc xác định M có thể được tiến hành bằng hai cách:

a. Thông qua GNP trong chiều hướng khống chế hoặc kiểm soát lạm phát (cách 1)

b. Thông qua kế hoạch đầu tư của các nhà làm chính sách kinh tế (cách 2)

Cách 1 là đi từ hiện tại đến tương lai. Cách 2 là đi từ định hướng tương lai đến việc chuẩn bị và vận hành ở hiện tại. Cách 1 có nhiều giá trị trong những trường hợp đất nước lâm vào tình trạng lạm phát, suy thoái, hoặc vừa lạm phát vừa suy thoái. Cách 2 là phương tiện thường làm của các nhà làm kế hoạch vĩ mô về phát triển. Với cách 2, công việc đầu tiên là xác định M từ việc xác định tỷ lệ đầu tư cần phải có trên GNP hoặc

GDP để đạt một tốc độ tăng trưởng nào đó trong tương lai.

Ngoài việc xác định lãi suất cao hay thấp, người ta còn đề cập đến khái niệm lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực. Lãi suất danh nghĩa là lãi suất được công bố bằng văn bản, luật định và có hiệu lực thi hành. Lãi suất thực là hiệu số giữa lãi suất danh nghĩa nói trên với tỷ lệ lạm phát trung bình trong cùng thời gian.

Lãi suất danh nghĩa được đo lường nhanh chóng và chính xác, nhưng đó là một thước đo không tốt để đo lường phí vay thực tế, phí này cho biết chắc chắn hơn về cái gì đã xảy ra với GNP. Phí vay thực tế này được đo lường một cách chính xác hơn bằng lãi suất thực với - lãi suất được điều chỉnh theo mức lạm phát dự tính. Tiếc rằng lãi suất thực rất khó đo



lượng, bởi vì không có phương pháp trực tiếp để đo mức lạm phát dự tính.

Năm 1988 ở nước ta lãi suất tiền gửi, cho vay trong nước đã được nâng lên 7%/tháng (84%/năm) và quý đầu năm 1989 con số tương ứng là 9%/tháng (108%/năm). Trong tình hình lạm phát từ đầu năm 1988 đến đầu năm 1989 thay đổi từ 360%/năm đến 120%/năm, mức lãi suất nói trên theo nghĩa thực là quá thấp. Thế nhưng, tốc độ tăng trưởng GDP trong trường hợp trên của VN không là phương thức của tăng trưởng. Trong các năm kể trên vẫn không đáng kể. Sự gia tăng của cầu tiền tệ từ 1988 - 1990 hầu hết là do sự chuyển hóa vào sự gia tăng của giá cả ở một chỉ số gần như ngang nhau. Lãi suất thấp trong khi đã từng tồn tại một thực tế là Đài Loan và Hàn Quốc trong quá

trình phát triển; lãi suất có lúc đã lên rất cao (40%/năm) nên kinh tế vẫn hoạt động bình thường.

Như thế rõ ràng một lãi suất tốt phải là một lãi suất mà hậu quả của nó là sự kích thích đầu tư cho tăng trưởng lâu dài. Mức lãi suất này có thể cao, có thể thấp. Vấn đề đặt ra sẽ là bằng cách nào các nhà làm chính sách tiền tệ có thể xác định mức lãi suất thích hợp và tối ưu cho mỗi thời kỳ. Xuất hiện câu hỏi, liệu lãi suất có nên thả nổi theo lạm phát không? Rõ ràng cách này không giải quyết được vấn đề lạm phát mà chỉ đưa ra một cách thức để chịu đựng lạm phát mà thôi. Nước Nhật đã cung cấp một thí dụ thành công về chính sách lãi suất. Trong giai đoạn tăng trưởng nhanh của mình, mặc dầu mức cầu tiền tệ có lúc tăng rất cao, chính phủ Nhật vẫn duy trì 1 lượng cung tiền tệ gia tăng chậm chạp và một mức lãi suất cho vay được khống chế rất thấp trong nhiều năm từ 1955 đến 1965 (Suco Sekiguchi, *Kinh nghiệm Nhật Bản về quản lý doanh nghiệp*, Đại học Kinh tế xuất bản TP.HCM tr.65). Kết quả là nước Nhật đã khuyến khích được một khối lượng đầu tư khổng lồ vào các chương trình phát triển công nghiệp hướng ngoại trung và dài hạn từ khu vực tư nhân. Đó là nguồn gốc cơ bản của sự tăng trưởng nhanh một cách thần kỳ trong 2 thập niên tiếp theo (1965 - 1985).

Từ những vấn đề diễn giải trên, có thể rút ra một nhận xét chung; tốc độ và sự thành công trong các chính sách kinh tế phục vụ tăng trưởng phụ thuộc rất nhiều vào sự điều tiết và cân đối vĩ mô, mà chính sách tiền tệ và tín dụng là một trong những công cụ vĩ mô quan trọng hàng đầu. Để điều tiết và định hướng nền kinh tế, nhà nước không thể không nắm lấy công cụ lãi suất và kiểm soát lượng cung tiền tệ. Về mặt lý thuyết những điều nói trên là hợp lý, ít nhất là khi so sánh với những kinh nghiệm đã qua của các nước phát triển nhanh như Nhật, Tây Âu và Bắc Mỹ. Vấn đề đặt ra cho chúng ta hiện nay là ở chỗ, trong tình huống riêng của nền kinh tế đất nước, việc điều tiết lãi suất và kiểm soát cung ứng tiền tệ cần được tiến hành trên cơ sở nào để kết quả đạt được là sự tăng trưởng ổn định về lâu dài cho nền sản xuất quốc gia.

Cách đây 10 năm một học giả đã ví von rằng ngay tình yêu cũng không làm cho nhiều người điên đầu như việc nghiên ngẫm về bản chất lãi suất tín dụng. Dầu sao thì lãi suất vẫn là một công cụ hữu hiệu và có thể chế ngự được trong công cuộc tăng trưởng và phát triển kinh tế, chỉ cần biết vận dụng những phép chế ngự đó đúng cách và kịp thời phù hợp với tình hình thực tiễn của đất nước ■