

THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VÀ QUẢN LÝ TIỀN TỆ

VŨ NGỌC NHUNG

I THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Hiện nay Ngân hàng Nhà nước đang tích cực chuẩn bị để hình thành thị trường chứng khoán ở TP.HCM. Thị trường chứng khoán có liên quan đến thị trường tiền tệ và thị trường vốn. Hai thị trường này là một nhu cầu của nền kinh tế thị trường. Nếu ta không tổ chức thì nó vẫn tự phát hình thành. Vì vậy tôi cho rằng rất nên bàn đến các thị trường trên.

Ở miền Nam trước giải phóng, thị trường tiền tệ được quan niệm là thị trường dành riêng cho các ngân hàng đến đó để vay mượn lẫn nhau. Trong bản phúc trình thường niên của tài khóa 1974, Ngân hàng Quốc gia của chính quyền cũ đã có dự án thả nổi lãi suất ở thị trường tiền tệ vào năm 1975 theo xu hướng phổ biến của các nước. Nhưng trong cuộc cải cách thị trường vốn vào thập niên 80 ở các nước, thị trường tiền tệ đã không còn là nơi độc quyền của các ngân hàng nữa. Các tổ chức kinh tế phi ngân hàng đòi hỏi mở rộng thị trường tiền tệ để họ có thể đến đó tìm kiếm vốn bằng tiền (vốn dưới hình thái tiền tệ) không phải qua vai trò trung gian của các ngân hàng nữa. Vì vậy đã xuất hiện thị trường tiền tệ mới bao gồm thị trường tiền tệ sơ cấp (*marché monétaire primaire*) và thị trường tiền tệ thứ cấp (*marché monétaire secondaire*) và thị trường liên ngân hàng (*marché interbancaire*).

Thứ tham khảo thị trường vốn của Pháp là nước đã tiến hành một cuộc cải cách có bài bản vào thập kỷ 80 và rất có hiệu quả thể hiện ở chỗ nguồn vốn huy động được ở các thị trường mới tăng với tốc độ tới 23 lần, từ 30,2 tỷ lên tới 712 tỷ fr trong vòng 2,4 năm (12/85 tới 4/88). Thị trường tiền tệ mới dành cho các trái phiếu khả nhượng. Các trái phiếu mới thì phát hành ở thị trường tiền tệ sơ cấp còn thị trường thứ cấp là nơi mua đi bán lại các trái phiếu đã phát hành. Từ đó ta thấy có sự phân biệt rất rõ giữa thị trường tiền tệ và thị trường chứng khoán là thị trường dành riêng cho các cổ phiếu (*actions*). Thị trường tiền tệ mới ở Pháp tương đương như thị trường thương phiếu ở Mỹ (*commercial*

paper market). Sự phân biệt này rất bổ ích cho việc tổ chức thị trường vốn ở nước ta mà theo kế hoạch chúng ta định bắt đầu bằng thị trường chứng khoán ở TP.HCM. Trái phiếu là cái giấy chứng nhận trái quyền của người mua trái phiếu đối với công ty phát hành nó ra để thu hút vốn tiền tệ. Nó có lãi suất ấn định mà công ty phát hành cam kết trả dù có lỗ hay chỉ được lãi thấp hơn mức lãi suất đó. Ngược lại cổ phiếu là giấy chứng nhận số vốn cổ phần đã đóng góp cho công ty theo nguyên tắc lời ăn lỗ chịu. Vì vậy thị giá chứng khoán biến động theo kết quả kinh doanh của công ty. Nếu làm ăn có lãi nhiều, thị giá cổ phiếu của công ty sẽ lên giá vì người ta dự đoán sẽ có lãi cao. Nhưng dự đoán dù thế nào cũng là chuyện thuộc về tương lai nên rất khó chính xác. Ở các nước phát triển đã hình thành được một nền nếp là công khai các bản cân đối và kết quả kinh doanh trên báo chí có sự kiểm toán của các cơ quan kiểm toán tư, có tín nhiệm. Vì vậy người mua cổ phiếu có thể dựa vào các số liệu công khai đó để tính toán và dự đoán mua loại cổ phiếu của công ty nào là có lời hơn. Ở nước ta luật pháp về kế toán thống kê đã được ban hành, nhưng số công ty chấp hành đúng hầu như không có, đó là trở ngại lớn nhất cho việc hình thành và hoạt động của thị trường chứng khoán sắp mở.

"Hàng hóa" ở thị trường tiền tệ là những trái phiếu khả nhượng mà đặc điểm đã được mô tả ở trên, nên thị giá của nó ít có những xáo động do những thông tin về kinh doanh của các công ty phát hành, nhất là những trái phiếu có lãi suất cố định, những trái phiếu kho bạc. Từ sự phân chia ra thành thị trường tiền tệ sơ cấp và thị trường tiền tệ thứ cấp, cần phải hiểu rõ bản chất

của việc mua bán trái phiếu ở hai thị trường này:

- Việc mua bán trái phiếu mới phát hành ở thị trường tiền tệ sơ cấp thực sự là việc tìm vốn của người phát hành trái phiếu và việc cung ứng vốn của người mua trái phiếu.

- Việc mua bán trái phiếu ở thị trường tiền tệ thứ cấp lại mang tính chất chuyển hóa hình thái vốn: người có trái phiếu nắm vốn có hình thái hiện vật cụ thể là máy móc, vật tư ở nơi công ty phát hành trái phiếu, bây giờ họ cần tiền nghĩa là vốn dưới hình thái tiền tệ.

II QUẢN LÝ TIỀN TỆ

Chính vì vậy thị trường tiền tệ còn là nơi cung ứng tiền tệ cho nền kinh tế cho nên phải xem thị trường tiền tệ như là nơi thi hành chính sách tiền tệ của Nhà nước để đặt vấn đề quản lý tiền tệ bằng các công cụ như lãi suất, tỷ lệ dự trữ bắt buộc, nghiệp vụ thị trường mở... Không phải ngẫu nhiên mà Ngân hàng quốc gia chính quyền Sài Gòn cũ coi thị trường tiền tệ là thị trường dành riêng cho các ngân hàng và dự kiến phương án lãi suất biến động hàng ngày theo cầu tiền tệ ở thị trường này vào năm 1975. Còn các nước phát triển đã có thị trường liên ngân hàng như là nhân của thị trường tiền tệ và ở đó hình thành lãi suất chỉ đạo LIBOR (*London interbank offered rate*) cho thế giới, mà chỉ cần thay P (Paris) thành PIBOR của Pháp, thay N thành NIBOR của Mỹ...

Ở nước ta, khan hiếm tiền mặt trong mấy thập kỷ lạm phát đã trở thành căn bệnh khó chữa. Năm 19



ti thiếu phát xảy ra làm cho lạm phát 3-4 con số tụt xuống mức 2 con số, bệnh này đã biến đi để rồi lại tái phát vào năm 1992. Một trong các nguyên nhân của căn bệnh này là do Ngân hàng nhà nước điều hòa tiền mặt thông qua công cụ phát hành tiền giấy, vậy khi tư tưởng sợ lạm phát tiền mặt xuất hiện sẽ thắt chặt tiền mặt và gây khan hiếm tiền mặt. Hiện nay, khi Ngân hàng cổ phần đã ra đời đồng nghĩa với căn bệnh này trở nên cực kỳ nguy hiểm vì các ngân hàng thương mại quốc doanh thiếu tiền mặt họ có thể khát chi tiền mặt cho các xí nghiệp quốc doanh có tiền gửi, còn các ngân hàng cổ phần sẽ khan hiếm tiền mặt nên phải khát chi sẽ đụng đến tiền gửi của dân chúng. Tâm lý rút tiền ào ạt sẽ xuất hiện. Cho nên có thể coi thị trường tiền tệ ra đời sẽ hút tiền công ty và cả dân chúng tham gia vào việc điều hòa tiền mặt qua việc mua bán trái phiếu. Các đơn vị kinh tế thiếu tiền mặt có thể bán trái phiếu công tay lấy tiền mặt. Thị giá trái phiếu, nhất là trái phiếu kho bạc dễ mua bán nhất, sẽ điều tiết nhanh chóng tiền mặt từ nơi thừa tới thiếu nhanh nhậy hơn nhiều so với việc điều tiết qua gửi tiền và rút tiền ở ngân hàng.

Nghị quyết thị trường mở (open market) tác dụng rất mạnh đối với khối tiền cung ứng M1 (bao gồm tiền giấy lưu thông và tiền gửi không kỳ hạn). Nghiệp vụ này cũng được tiến hành ở thị trường tiền tệ. Ở Mỹ muốn thắt chặt tiền tệ, Ngân hàng dự trữ liên bang đưa ra bán nhiều tỷ đô-la tín phiếu kho bạc cho 40 nhà buôn chứng khoán lớn. Họ tin rằng cứ bán ra 1 tỷ đô-la tín phiếu sẽ có tác dụng hủy 10 tiền gửi của các ngân hàng thương mại theo lý thuyết tạo tiền gửi mới của các ngân hàng thương mại. (Nếu tỷ lệ tiền gửi dự trữ bắt buộc là 10% còn nếu tỷ lệ này là 5% sẽ tạo tiền gấp 20 lần). Mỹ nhiều lần kinh tế đã phê phán quyết tạo tiền 10 lần đó là đơn giản và gây thơ. Ở Pháp họ cũng phê phán quyết nói trên là dựa trên những giả thiết không có trong thực tế. Tôi cũng bài báo phân tích sai lầm này ở điểm tạo tiền thấp hơn nhiều. Tuy nhiên đây lại là việc phát hành tiền ghi (tiền gửi) mà quyền phát hành lại nằm trong tay các ngân hàng thương mại. Vì vậy nếu không thực hiện nghiệp vụ thị trường mở thì Ngân hàng nhà nước sẽ không kiểm soát được việc phát hành tiền ghi số này. Chính đó là nguyên nhân gây ra khan hiếm tiền mặt vì tiền gửi (còn gọi là tiền chuyển khoản) thì cứ tăng lên tự do, còn Ngân hàng nhà nước chỉ thắt chặt tiền mặt, vậy làm gì mà chẳng khan hiếm tiền mặt. Thực tế đã chứng minh rằng nhận xét này vì tỷ lệ tiền mặt với khối tiền tệ cung ứng M1 năm

1987, 1988 bị thất lại chỉ còn 43,4% - 44% nên tiền mặt khan hiếm đến mức giá chuyển khoản đắt hơn giá mua hàng bằng tiền mặt tới 15%. Ngược lại năm 1989 và 1990 tỷ lệ này tăng lên tới 54,4% rồi 63,5% nhưng tiền mặt lại không khan hiếm và tỷ lệ lạm phát lại giảm hẳn từ gần 4 con số xuống 2 con số.

Ngân hàng nhà nước hiện nay chưa thực hiện nghiệp vụ thị trường mở vì chưa phát hành loại tín phiếu kho bạc dùng cho nghiệp vụ này.

Công cụ tỷ lệ dự trữ bắt buộc cũng không được hiểu biết một cách thấu đáo và không đồng bộ với các cách Ngân hàng nhà nước cho vay lại các ngân hàng thương mại với tư cách ngân hàng của các ngân hàng. Có người cho rằng tiền gửi dự trữ bắt buộc phải để đông băng lại ở Ngân hàng nhà nước, thậm chí có thể đem hủy đi. Chỉ cần liên hệ với thực tế là đủ thấy ngay lời nói đó cần phải kiểm tra lại vì nếu ngân hàng nhà nước TP.HCM thu đủ tiền gửi dự trữ bắt buộc 10%, số tiền gửi này sẽ lên tới trên 400 tỷ. Để đông băng 400 tỷ này ở quỹ, không đem cho vay lại các ngân hàng thương mại khi họ tạm thời thiếu khả năng chi trả thì quả là chẳng có lợi gì cho nền kinh tế và cho ngành ngân hàng. Còn đem hủy đi thì quả là điên rồ. Đọc các bản cân đối của các ngân hàng trung ương các nước đều không thấy có hiện tượng để đông băng lại số tiền gửi dự trữ bắt buộc. Với cách cho vay chiết khấu lại kỳ phiếu (trong khi chưa có kỳ phiếu để các ngân hàng thương mại chiết khấu) thì tiền gửi dự trữ bắt buộc theo đúng tỷ lệ sẽ lên tới cả ngàn tỷ và nằm chết ở Ngân hàng nhà nước không những không giúp ích gì cho nền kinh tế mà còn làm cho các ngân hàng thương mại lúng túng vì phải dự trữ thêm 10% bắt buộc bên cạnh số dự trữ tiền trung ương đang lên tới 15-20%. Như vậy đáng lẽ cho vay ra được 80-85% tiền gửi, họ chỉ còn cho vay được 70-75%. Với lãi suất danh nghĩa cao như hiện nay, việc không trả lãi tiền gửi dự trữ bắt buộc cũng chả khác gì tăng dự trữ

bắt buộc lên quá 35% mà không trả lãi khi không có lạm phát, trái với Pháp lệnh ngân hàng hiện tại. Những số tính toán sau đây là chứng minh toán học không thể bác bỏ được về việc không thi hành đúng tinh thần Pháp lệnh ngân hàng:

Số lãi bị mất khi gửi dự trữ bắt buộc mà không được trả lãi:

$$1000 \text{ triệu} \times 1,7\% = 17 \text{ triệu.}$$

Như vậy một ngân hàng cổ phần huy động được 10 tỷ tiền gửi tiết kiệm có kỳ hạn sẽ lỗ 17 triệu khi bị mất đủ 10% dự trữ bắt buộc. Nếu họ phát hành kỳ phiếu có mục đích thì số lỗ sẽ trên 21 triệu vì lãi suất kỳ phiếu hiện nay là 2,1% loại 3 tháng và 2,3% loại 6 tháng.

Nếu không có lạm phát lãi suất tiền gửi tiết kiệm sẽ chỉ là 0,5% như đã áp dụng ở nước ta trước năm 1980. Với mức dự trữ bắt buộc lên tới 35% số lãi bị mất đi sẽ là:

$$3.500 \text{ triệu} \times 0,5\% = 17,5 \text{ triệu}$$

Chính vì để tránh lỗ quá đáng cho các ngân hàng thương mại nên Pháp lệnh đã quy định trả lãi tiền gửi dự trữ bắt buộc trong trường hợp tỷ lệ dự trữ lên đến 35% trở lên nghĩa là khi số lãi mà ngân hàng thương mại bị mất đi lên tới 17,5 triệu. Với tình thần như vậy rõ ràng là khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc lên tới 10% Ngân hàng nhà nước cần phải trả lãi khi lãi suất danh nghĩa cao đã làm cho các ngân hàng thương mại mất đi một số lãi tương đương cho 1 tỷ đồng dự trữ bắt buộc (từ 17 triệu đến 21 triệu như đã tính).

Chính vì những lẽ trên, giải pháp hợp lý khi ta bắt đầu xây dựng thị trường chứng khoán là nên thay thế 1 phần tiền gửi dự trữ bắt buộc bằng tiền bắt buộc ngân hàng thương mại mua tín phiếu kho bạc để vừa đỡ bị lỗ vừa có thể đem bán ra ở thị trường tiền tệ khi bị kẹt tiền mặt tạm thời.

Việc quản lý tiền tệ của chúng ta đã đạt được những kết quả vững chắc vì đã biết vận dụng sáng tạo lý luận Mác-Lenin kết hợp với các lý thuyết kinh tế hiện đại. Vì vậy chúng ta đã không sa vào những sai lầm của trường phái trọng tiền khuyến khích chỉ nên phát hành thêm tương đương với tỷ lệ tăng trưởng kinh tế. (Theo họ sẽ chỉ là +3% chứ không phải +162% vào năm 1989, chỉ vào khoảng 1/10 số tiền thực phát hành ra lưu thông của năm 1992 và kết quả chần chẫn sẽ là thiếu phát nguy hiểm cho các năm đó chứ không phải thành tích kèm chế lạm phát đáng kinh ngạc).

Tiếp thu có phê phán các lý thuyết tiền tệ hiện đại, đó chính là phải tổ chức thị trường tiền tệ tách biệt chứ không gộp chung vào thị trường chứng khoán như phương án hiện nay. Có như vậy chúng ta mới có thể vận dụng các công cụ của chính sách tiền tệ có hiệu quả cao đối với việc quản lý tiền tệ.

