



Kể từ ngày 26.12.1997 khi Chủ tịch nước ký lệnh công bố Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam cho đến báo cáo Phân tích tình hình thực hiện chính sách tiền tệ năm 1997 - Định hướng, giải pháp điều hành chính sách tiền tệ năm 1998 (Tài liệu hội nghị Giám đốc NHNN tháng 1 năm 1998) đã có nhiều điểm bàn về việc đưa nghiệp vụ và công cụ thị trường mở vào hoạt động. Điều này đã tạo được nhiều quan tâm và phấn khởi trong các giới chức ngành tài chính, tiền tệ, ngân hàng. Đứng trên góc độ vì mô thì Nhà nước có thêm một công cụ nữa để điều hành có hiệu quả hơn chính sách tiền tệ Quốc gia.

Theo mô hình lượng tiền cung ứng với số nhân tiền đầy đủ ta có

$$M = m \cdot MB$$

Trong đó: M: lượng tiền cung ứng

$$1 + (C/D)$$

$$m = \frac{1}{[r_D + (ER/D) + (C/D)]} : \text{Số nhân tiền}$$

với: r_D : tỷ lệ dự trữ bắt buộc

(C/D): tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc

(ER/D): tỷ lệ dự trữ vượt mức

$MB = MB_n + DL$: cơ sở tiền tệ

với: MB_n : cơ sở tiền tệ không vay

DL: tiền vay chiết khấu từ NHTW

Viết lại công thức lượng tiền cung ứng đầy đủ:

$$M = \frac{1}{[r_D + (ER/D) + (C/D)]} : [MB_n + DL]$$

Trong công thức lượng tiền cung ứng trên, các yếu tố (ER/D) và (C/D) có thể gọi là các yếu tố khách quan không chịu sự tác động của chính sách tiền tệ hay ước muốn của chính phủ (nhà nước). Việc tác động làm thay đổi lượng tiền cung ứng chỉ có thể tác động thông qua các yếu tố quy định tỷ lệ dự trữ bắt buộc r_D ; thông qua chính sách chiết khấu làm thay đổi DL; hay bằng các công cụ hạn mức tín dụng, tỷ giá hối đoái... và đặc biệt là thông qua nghiệp vụ thị trường mở để làm thay đổi MB_n .

Việc kiểm soát khối lượng tiền cung ứng M thông qua việc tác động làm thay đổi cơ sở tiền không vay MB_n trong cơ sở tiền tệ mà công cụ chủ yếu và truyền thống ở các nước phát triển là thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Đó là cách mà các ngân hàng trung ương tạo ra sự thay đổi của cơ sở tiền tệ bằng việc mua hoặc bán các trái khoán chính phủ thông qua một nghiệp vụ thị trường tự do. Việc mua các trái khoán chính phủ trên thị trường tự do sẽ làm tăng cơ sở tiền không vay MB_n , dẫn đến giảm

cơ sở tiền tệ MB và làm giảm cung ứng tiền.

Trong thực tế việc sử dụng nghiệp vụ thị trường mở ở một số nước cho thấy có một số điểm lợi hơn so với các công cụ khác của chính sách tiền tệ ở các điểm sau:

1. Nghiệp vụ thị trường tự do được tiến hành bởi chính ngân hàng trung ương và nếu đạt các điều kiện cần thiết thì có thể kiểm soát được hoàn toàn lượng nghiệp vụ thị trường tự do. Việc kiểm soát này không thể có được chẳng hạn như, trong nghiệp vụ chiết khấu, ở đó ngân hàng trung ương có thể khuyến khích hoặc làm cho các ngân hàng không thích vay chiết khấu nhưng không thể trực tiếp kiểm soát khối lượng chiết khấu.

2. Nghiệp vụ thị trường tự do linh hoạt và chính xác có thể được sử dụng ở bất cứ mức độ nào. Mong muốn mức thay đổi của dự trữ hoặc

VỀ VIỆC SỬ DỤNG CÔNG CỤ NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ TRONG CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUỐC GIA

NGUYỄN QUỐC KHANH

cơ sở tiền tệ nhỏ đến như thế nào cũng không thành vấn đề, nghiệp vụ thị trường tự do có thể thực hiện điều mong muốn đó bằng việc mua hoặc bán ít chứng khoán. Ngược lại nếu sự thay đổi về dự trữ mà mình mong muốn hoặc cơ sở dự trữ rất lớn, thì nghiệp vụ thị trường tự do đủ sức thực hiện điều đó thông qua việc mua hoặc bán rất nhiều chứng khoán.

3. Nghiệp vụ thị trường tự do dễ dàng được đảo ngược lại. Khi có một sai lầm xảy ra trong lúc tiến hành nghiệp vụ thị trường tự do, ngân hàng trung ương có thể lập tức đảo ngược lại việc sử dụng công cụ đó. Nếu ngân hàng trung ương thấy rằng cung ứng tiền tệ tăng quá nhanh do nó mua trên thị trường tự do quá nhiều, thì nó có thể sửa chữa ngay lập tức bằng cách tiến hành nghiệp vụ bán trên thị trường tự do.

4. Nghiệp vụ thị trường tự do có thể được hoàn thành nhanh chóng không gây nên những chậm trễ về mặt hành chính. Khi ngân hàng trung ương quyết định muốn thay đổi cơ sở tiền tệ hoặc dự trữ, nó chỉ việc ra lệnh cho một người kinh doanh chứng khoán và việc mua bán được thực hiện tức khắc.

Do đó, công cụ thị trường mở thường được các nước đánh giá rất cao nếu không muốn nói là hơn hẳn các công cụ dự trữ bắt buộc và chính sách chiết khấu về tính hiệu quả và sự chủ động trong việc kiểm soát lượng tiền cung ứng.

I. CĂN CỨ THỰC TIỄN TRONG VIỆC SỬ DỤNG CÔNG CỤ NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUỐC GIA

Đứng trên góc độ lý thuyết, cứ nói đến việc kiểm soát cung ứng tiền thì công cụ nghiệp vụ thị trường mở luôn được xem là công cụ quan trọng nhất (ở đây cũng xin nói rõ rằng công cụ nghiệp vụ thị trường mở là công cụ quan trọng nhất là đối với chỉ tiêu kiểm soát cung ứng tiền trong chính sách tiền tệ chứ không bắt buộc phải là công cụ quan trọng nhất của chính sách tiền tệ). Một số quốc gia thiên về trường phái coi trọng sự ổn định như Mỹ, Pháp, ... thì cung ứng tiền là mối quan tâm hàng đầu trong chính sách tiền tệ và khi đó công cụ nghiệp vụ thị trường mở cũng sẽ là công cụ quan trọng nhất của chính sách tiền tệ. Một số các quốc gia coi trọng tăng trưởng hơn như Đức, Nhật, Hàn Quốc ... trong những thập niên vừa qua thì chi phí của tư bản là điều được lưu tâm thì công cụ lãi suất luôn là mối quan tâm hàng đầu.

Nhưng trong thực tế, ngay cả các nước tư bản phát triển thì duy nhất chỉ có Mỹ là sử dụng một cách có hiệu quả và đưa được công cụ nghiệp vụ thị trường mở lên vị trí hàng đầu trong chính sách tiền tệ nói chung và trong việc kiểm soát cung ứng tiền nói riêng. Tại sao như vậy? Thực tế cũng cho thấy rằng để sử dụng có hiệu quả công cụ nghiệp vụ thị trường mở cần phải thỏa mãn các điều kiện sau:

1. Môi trường hoạt động cho nghiệp vụ này là thị trường chứng khoán. Do đó có được một thị trường chứng khoán vững mạnh là điều kiện cần thiết để thực hiện có hiệu quả công cụ này. Tuy nhiên điều đó không có nghĩa là nếu chưa có thị trường chứng khoán hoàn chỉnh, vững mạnh thì không thể thực hiện tốt công cụ nghiệp vụ thị trường mở, theo ý kiến của nhiều nhà khoa học thì công cụ này vẫn có thể tiến hành trên các thị trường tiền tệ, thậm chí ngay cả trên thị trường vốn.

2. Các loại chứng khoán được sử dụng để mua bán trong nghiệp vụ thị trường mở phải là những loại chứng khoán có mức độ rủi ro cực thấp, ổn định và tính "lỏng" cực cao, đồng thời có dung lượng kinh doanh trên thị trường là lớn nhất và phải là loại chứng khoán đã trở thành thứ tài sản tài chính phổ biến được nắm giữ trong các tầng lớp dân cư để nền kinh tế có thể hấp thụ những thay đổi lớn, đột ngột về lượng chứng khoán này mà không làm cho giá cả biến động quá mạnh để có thể làm khủng hoảng hay sụp đổ thị trường.

3. Nghiệp vụ này phải tiến hành một cách khách quan, độc lập, không được phụ thuộc vào quyền lợi của các cá nhân hay bất kỳ một tập thể nào. Chứng khoán được mua, bán trong nghiệp vụ này phải là những chứng khoán không thể tạo ra những xung đột về quyền lợi.

4. Phải có cơ chế để theo dõi, kiểm soát lượng tiền cung ứng, cung cầu và giá cả những chứng khoán được mua bán một cách hiệu quả, cũng như một cơ chế hiệu nghiệm cho phép hoạt động mua bán được tiến

hành một cách thường xuyên, liên tục bất cứ khi nào có nhu cầu cần thay đổi lượng tiền cung ứng.

Chính vì vậy mà chúng ta có thể thấy tại sao các nước thường sử dụng nghiệp vụ thị trường mở để kiểm soát lượng tiền cung ứng chủ yếu bằng việc mua bán tín phiếu kho bạc vì đây là loại chứng khoán có thể thoả 2 điều kiện quan trọng 2 và 3 ở trên.

Nếu nói riêng về Việt Nam, trong Luật Ngân hàng Nhà nước đã được Chủ tịch kí sắc lệnh công bố vào ngày 26.12.97 cũng đã xác định rõ nghiệp vụ thị trường mở là một công cụ của chính sách tiền tệ quốc gia và ở điều 21 "Nghiệp vụ thị trường mở" cũng đã xác định: "Ngân hàng nhà nước thực hiện nghiệp vụ thị trường mở thông qua việc mua bán tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, tín phiếu Ngân hàng Nhà nước và các loại giấy tờ có giá ngắn hạn khác trên thị trường tiền tệ để thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia".

Hiện nay, nước ta vẫn chưa có thị trường chứng khoán, (dự kiến tháng 10 năm nay sẽ thành lập sở giao dịch chứng khoán) do đó, nghiệp vụ thị trường mở tính đến nay là chưa có được môi trường tồn tại vững chắc. Tuy nhiên, như đã nói ở trên, công cụ nghiệp vụ này vẫn có thể được thực hiện mà không nhất thiết phải có thị trường chứng khoán mà cụ thể là trong mấy năm qua nước ta cũng đã phát hành tín phiếu kho bạc (cũng đã trình bày ở trên đây là những chứng khoán thường được sử dụng trong nghiệp vụ thị trường mở.) Tính trong năm 1997 đã có 37 đợt phát hành tín phiếu kho bạc (năm 1996 là 19 đợt) với khối lượng trúng thầu là 2.917,5 tỷ đồng (năm 1996 là 957 tỷ đồng) mà người mua chủ yếu là các ngân hàng thương mại và các công ty bảo hiểm. Nhưng chính do chưa có thị trường chứng khoán nên dẫn đến nhiều hạn chế như các loại chứng khoán nói chung và tín phiếu kho bạc, các chứng từ có giá khác nói riêng chưa trở thành thứ tài sản tài chính phổ biến, việc mua bán lại các chứng khoán này là khó khăn và chính điều này đã góp phần làm giảm tính "lỏng" của các chứng khoán này. Điều này thể hiện ở chỗ trong 4 tháng đầu năm 1998 vừa qua, nhà nước đã tổ chức khoản 9,10 phiên đấu thầu tín phiếu kho bạc, nhưng số tiền thu về thường bấp bênh và thấp, mỗi phiên chỉ đạt trên dưới 10 tỷ đồng. Trong khi kế hoạch mỗi phiên là 50 tỷ đồng.

Như vậy chúng ta cũng sẽ chưa thể vạch ra các cơ chế để chủ động và kiểm soát tốt công cụ nghiệp vụ thị trường mở trong điều kiện hiện nay mà nguyên nhân là chưa có thị trường chứng khoán làm cho những chứng khoán này chưa được phổ biến trong các tầng lớp dân cư

như các loại tài sản tài chính khác là ngoại tệ hay vàng, từ đó mà dẫn đến nguyên nhân thứ hai là làm giảm đáng kể tính "lỏng" của các chứng khoán này làm cho việc mua hay bán khó có thể tiến hành với số lượng mong muốn.

Bên cạnh đó, ở nước ta trong giai đoạn dài vừa qua và chắc chắn ít lắm trong một vài năm tới nữa ngân sách nhà



nước vẫn sẽ còn nằm trong tình trạng thâm hụt thì tín phiếu kho bạc chủ yếu được sử dụng như là công cụ vay của nhà nước để bù đắp cho thiếu hụt ngân sách chứ chưa thật sự được sử dụng theo hướng kiểm soát lượng tiền cung ứng. Hơn nữa, trong giai đoạn vừa qua thì tín phiếu kho bạc do Bộ tài chính trực tiếp cho phép phát hành một cách tương đối thường xuyên, với khối lượng lớn. Từ đó đã từng bước hình thành một thị trường tiền tệ quan trọng và tương đối ổn định và cũng đã được điều khiển bằng một loạt cơ chế mang tính cạnh tranh nên thị trường tín phiếu kho bạc đã dần dần phát triển theo hướng tác động mạnh đến quá trình thực hiện chính sách tiền tệ quốc gia. Nhưng từ đó cho thấy một tình trạng là, về mặt quản lý nhà nước thì Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước cùng nắm lấy các công cụ của chính sách tiền tệ. Mặc dù đã có sự chỉ huy thống nhất của Nhà nước, nhưng trong thực tế, tình trạng đó lại làm triệt tiêu hoặc hạn chế tác dụng của các công cụ. Điều này thể hiện ở chỗ, có những lúc Ngân hàng Nhà nước thì thực hiện chính sách "thắt chặt" thì bên kia vì mục đích kinh doanh, tránh đọng vốn, tránh giảm lợi nhuận đã dẫn đến việc làm "nới lỏng" tín dụng. Điều quan trọng nữa là cách quản lý như vậy đã làm cho tín phiếu kho bạc, một loại chứng khoán được sử dụng chủ yếu để thực hiện công cụ nghiệp vụ thị trường mở lại mất đi đặc tính cần thiết để được sử dụng trong nghiệp vụ thị trường mở của chính sách tiền tệ là tính trung lập về quyền lợi.

Điểm cuối cùng có thể thấy là các loại tín phiếu kho bạc cũng như các loại chứng từ có giá ngắn hạn khác hiện nay ở Việt Nam chưa đủ lớn và phong phú để có thể làm cho công cụ nghiệp vụ thị trường mở thông qua mua bán các chứng khoán này phát huy tác dụng lớn.

II. GIẢI PHÁP CHO VIỆC PHÁT TRIỂN CÔNG CỤ NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ QUỐC GIA

Loại chứng khoán được sử dụng chủ yếu để thực hiện công cụ nghiệp vụ thị trường mở là tín phiếu kho bạc (vì là loại chứng khoán mà mức độ rủi ro là thấp, tính lỏng cao và sự trung lập về lợi ích là lớn nhất so với các loại chứng khoán và giấy tờ có giá khác trong bất kỳ một nền kinh tế nào) thì ở nước ta hiện nay vẫn chưa hội đủ các điều kiện cần thiết để làm cho công cụ nghiệp vụ thị trường mở trở thành một công cụ vững mạnh và quan trọng trong việc kiểm soát cung ứng tiền. Do đó, hiện nay công cụ nghiệp vụ thị trường mở chưa thể là công cụ chủ chốt trong chính sách tiền tệ quốc gia (thay vào đó là các công cụ phù hợp với tình hình, điều kiện hiện có như công cụ tỷ giá hay công cụ hạn mức tín dụng còn dễ thực thi

hơn). Nhưng trong tương lai, khi nền kinh tế ngày một to lớn đồ sộ thì như đã phân tích ở phần đầu, công cụ nghiệp vụ thị trường mở phải trở thành là công cụ quan trọng trong việc kiểm soát cung ứng tiền, có như vậy Nhà nước mới thật sự có một công cụ mạnh để kiểm soát cung ứng tiền một cách chủ động. Muốn vậy, chúng tôi xin được nêu ra một số giải pháp cơ bản mà thiết nghĩ phải gấp rút từng bước thực hiện như sau:

- *Thứ nhất:* Cần thúc đẩy sự ra đời của thị trường chứng khoán càng sớm càng tốt mà trước mắt nên tập trung mạnh vào việc xây dựng và hoàn thiện thị trường cho tín phiếu kho bạc và các giấy tờ có giá ngắn hạn khác. Điều này một mặt tạo nên môi trường giao dịch cho các loại chứng khoán này và từ đó tạo ra vùng đất sống cho nghiệp vụ thị trường mở. Đồng thời, việc tạo ra môi trường giao dịch hoàn hảo cho các chứng khoán này cũng sẽ góp phần làm tăng tính "lỏng" cho các công cụ này.

- *Thứ hai:* Trong các loại tín phiếu kho bạc, chứng chỉ tiền gửi, tín phiếu Ngân hàng Nhà nước và các loại giấy tờ ngắn hạn khác trên thị trường tiền tệ mà điều 21 của Luật Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã xác định là các chứng khoán được sử dụng trong công cụ nghiệp vụ thị trường mở thì tín phiếu kho bạc phải được xác định là chứng khoán chủ chốt dùng để mua bán trong công cụ nghiệp vụ thị trường mở để kiểm soát cung ứng tiền vì đây là loại chứng khoán có rủi ro thấp, tính "lỏng" cao mà đặc biệt hơn hết là sự trung lập về lợi ích kinh tế là cao nhất so với các loại chứng khoán và giấy tờ có giá khác trong nền kinh tế.

Và đối với tín phiếu kho bạc, cũng phải được phân biệt rõ các loại: ngắn hạn (Treasury Bill) và dài hạn (Treasury Notes and Bonds). Loại ngắn hạn là những chứng chỉ thời hạn dưới 1 năm. Do thời hạn ngắn nên sẽ có rủi ro thấp và tính "lỏng" cao, nên đây thực sự là chứng khoán mà công cụ nghiệp vụ thị trường mở cần thực hiện với nó. Điều quan trọng tiếp theo là phải làm cho chứng khoán này thật sự trung lập về lợi ích kinh tế. Muốn vậy, hệ thống kho bạc Nhà nước phải luôn luôn chỉ thực hiện vai trò quản lý theo chức năng của mình, tuyệt đối không vì lý do gì mà thực hiện nhiệm vụ kinh doanh, chứng khoán này chỉ thuần túy đóng vai trò dụng cụ để thực hiện công cụ của chính sách tiền tệ và Ngân hàng Nhà nước đã được xác định ở điều 5 luật Ngân hàng Nhà nước là cơ quan "điều hành thị trường tiền tệ, thực hiện nghiệp vụ thị trường mở" thông qua hội đồng tư vấn chính sách tiền tệ quốc gia chịu trách nhiệm trực tiếp và duy nhất kiểm soát lượng mua bán chứng khoán này. Bộ tài chính (cụ thể là kho bạc nhà nước Việt Nam) chỉ kiểm soát và phát hành loại tín phiếu dài hạn (còn gọi là trái phiếu chính phủ) để bù đắp thiếu hụt ngân sách có tính chất dài hạn.

- *Thứ ba:* Từng bước tiến hành nghiên cứu và hoàn chỉnh cơ chế thực hiện công cụ nghiệp vụ thị trường mở.

- *Thứ tư:* Bên cạnh đó, Ngân hàng Nhà nước cần phải nghiên cứu để tìm ra giải pháp cụ thể để thu hút ngày càng nhiều hơn tiền mặt ngoài lưu thông, từng bước loại bỏ thói quen nắm giữ tiền mặt trong nhân dân mà chuyển sang nắm giữ các tài sản tài chính khác. Điều này sẽ góp phần làm gia tăng tính "lỏng" cho các chứng khoán nói chung mà trong đó có tín phiếu kho bạc ngắn hạn đồng thời giúp gia tăng dung lượng thị trường giúp cho công cụ nghiệp vụ thị trường mở có được vùng đất sống rộng lớn cần thiết ■

