

3
Third Canadian Edition

The Economics of Money, Banking, and Financial Markets

Froderic S.
Mishkin

Apostolos
Serletis

FREDERIC S. MISHKIN

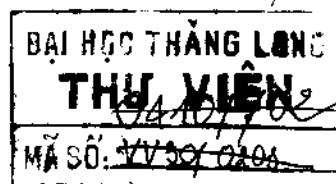
TIỀN TỆ, NGÂN HÀNG VÀ THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH



NHÀ XUẤT BẢN KHOA HỌC VÀ KỸ THUẬT 688/VV06

Hà Nội - 2001

300275



Người dịch :

Nguyễn Quang Cư, PTS Nguyễn Đức Dy

Dịch từ nguyên bản tiếng Anh :

Fredic S. Mishkin
Columbia University

**The Economics
of Money, Banking,
and Financial Markets**

Third Edition

HARPER COLLINS Publishers

New York - 1992

Lời giới thiệu

Tiền tệ có từ xa xưa, nhưng đến nay khi nhân loại sắp bước sang thiên niên kỷ thứ ba, nó vẫn chưa hết đi tính huyền bí vốn có. Cùng với đồng tiền, người ta đã làm nên nhiều công chuyện lớn, đặc biệt là trong các cuộc cách mạng kỹ thuật của nhân loại. Đồng thời cùng với đồng tiền, người ta cũng có thể làm nên nhiều chuyện xấu xa. Dĩ nhiên, không một học giả, không một nhà truyền bá kiến thức chân chính nào lại đi bày cho quảng đại dân chúng sử dụng đồng tiền vào mục đích kếm nhân văn. Vậy là họ chỉ dùng nỗ lực của mình vào việc giúp cho người chưa biết hoặc đang biết dở đang phải biết tạo ra và sử dụng đồng tiền như một loại công nghệ bậc cao nhân danh những gì tốt đẹp nhất, tinh túy nhất của nền kinh tế thị trường. Thuộc số này, cả thế kỷ này, đi từ thấp đến cao, trên thế giới đã tạo ra một kho sách đồ sộ, nhưng với nước ta thì quả thật đang là chuyện hiếm hoi.

Vài năm lại đây, cùng với công cuộc đổi mới, một loại sách về kinh tế thị trường lần lượt được dịch và giới thiệu ở nước ta. Tuy nhiên, lần này, khi được đọc cuốn "Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính" của Frederic S. Mishkin - Trường Đại học Columbia (Mỹ) xuất bản năm 1992 (in lần thứ 3), thì quả thật có sức hấp dẫn đặc biệt. Bởi lẽ : Nó là tài liệu đầu tiên được dịch ra, trung bị những tri thức hiện đại nhất, có hệ thống nhất về công nghệ ngân hàng nói riêng và thị trường tài chính nói chung, đáp ứng cho mọi khát vọng của những ai đang thật sự dẫn thân trên con đường đổi mới.

— Trước hết, đối với các thầy giáo về kinh tế, nó là cuốn sách giáo khoa, một thứ "bảo bối" không thể thiếu được, làm tài liệu chuẩn cho việc trang bị tri thức chuyên ngành ngân hàng, tài chính. Theo chỗ tôi được biết, sách giáo khoa này không chỉ dùng trong Trường Đại học Columbia (Mỹ) mà còn dùng cho nhiều trường đại học ở nhiều nước trên thế giới, đặc biệt là ở Australia và các nước khác trong khu vực châu Á Thái Bình Dương.

— Đối với sinh viên các trường kinh tế, đặc biệt là sinh viên chuyên ngành ngân hàng - tài chính, nó không chỉ dùng lại trong khuôn viên cuốn sách giáo

khoa, mà còn là bộ đấm nang gối đầu giường dẫn dụ cho tác nghiệp, hành nghề trên thị trường tài chính – tiền tệ sau khi tốt nghiệp.

– Đối với các doanh nhân, các nhà quản trị, nó là tài liệu bổ trợ giúp xử lý các tình huống tài chính trong kinh doanh được thông đồng bên giọt.

– Đối với các nhà kinh tế, các nhà quản lý và vạch chính sách, nó là tài liệu cung cấp nhiều tri thức không chỉ là lý thuyết mà còn là thực tiễn, giúp cho việc lựa chọn các phương án tối ưu về vạch và chỉ đạo chính sách tài chính – tiền tệ trong hoàn cảnh tiến lên hội nhập với khu vực và quốc tế.

Đương nhiên, tôi cũng muốn lưu ý người đọc ba điều về cuốn sách này :

Thứ nhất : Nó là một cuốn sách giáo khoa chính thống ở Mỹ, nơi có công nghệ tài chính và ngân hàng tiên tiến ở tầm cỡ những nước đứng đầu thế giới. Song, tài liệu này không chỉ giới thiệu đơn phương thực tiễn kinh tế tiền tệ của Mỹ. Do vậy đòi hỏi người đọc cần phải lưu tâm đến nhiều phần phụ lục của các chương, trong đó được trình bày và phân tích đa dạng về các mặt lý thuyết và thực tiễn của cục diện tài chính tiền tệ nhiều nước, nhiều khu vực và cả toàn cầu.

Hai là : Cuốn sách mang tính chất giáo khoa, cung cấp một khối lượng tri thức khá đồ sộ. Song người đọc trong giai đoạn đầu cần lưu ý đến các phần trọng tâm đã được gọi ý ở đầu mỗi chương và tóm tắt ở cuối mỗi chương. Đặc biệt, một phần lớn nội dung cuốn sách trang bị về công nghệ ngân hàng – tài chính nên các bài tập cũng được dẫn giải khá chu đáo, mong rằng người đọc hãy xem việc giải bài tập như là những trọng tâm trong quá trình nghiên cứu của mình.

Ba là : Chúng ta đang từ một nền kinh tế điều khiển chuyển sang kinh tế thị trường theo định hướng XHCN. Ở bước đầu phát thải này, nhiều ngôn từ của nền kinh tế tiền tệ chưa được du nhập vào Việt Nam cả về thực tiễn cũng như lý thuyết. Do vậy, mặc dù đã cố gắng đẩy "lao tâm khổ trí" của những người dịch, một số ngôn từ vẫn chưa được Việt hóa một cách trọn vẹn ; các dịch giả buộc lòng phải chưa thêm bằng tiếng Anh theo nguyên bản và có bảng tra cứu những thuật ngữ chủ chốt Anh – Việt ở cuối sách làm căn cứ. Tin chắc rằng các độc giả sẽ tư duy và sẵn lòng góp ý cho Nhà xuất bản nhằm tu chỉnh cho lần tái bản nung lại.

Với lương tâm của một nhà giáo, với tấm lòng cầu thị sự tiến bộ và tri thức tân tiến, tôi xin trân trọng giới thiệu cuốn sách này cùng độc giả.

Hà Nội 10/1993

Giáo sư CAO CỤ BỘI

Mục lục

	Trang
Lời giới thiệu	3
Lời tựa	15

<i>PHẦN I – MỞ ĐẦU</i>	25

Chương 1. Vì sao nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính ?	26

Lời dẫn	26
Vì sao nghiên cứu tiền tệ ?	27
Vì sao nghiên cứu hoạt động ngân hàng ?	33
Vì sao nghiên cứu thị trường tài chính ?	35
Nhận xét kết luận	39
Tóm tắt	40
Câu hỏi và bài tập	40
<i>Phụ lục Chương 1 Định nghĩa tổng sản phẩm, tổng thu nhập và mức giá tổng hợp</i>	41

Chương 2. Tiền là gì ?	45

Lời dẫn	45
Nghĩa của tiền	45
Các chức năng của tiền	47
Sự tiến triển của hệ thống thanh toán	51
Đo lường tiền	56
Số liệu tiền đáng tin cậy như thế nào ?	62
Tóm tắt	64
Câu hỏi và bài tập	65

Chương 3. Tổng quan về hệ thống tài chính	67
Lời dẫn	67
Chức năng của thị trường tài chính	68
Cấu trúc của thị trường tài chính	70
Chức năng của những trung gian tài chính	74
Những trung gian tài chính	77
Các công cụ của thị trường tài chính	83
Việc điều hành hệ thống tài chính	89
Quốc tế hóa các thị trường tài chính	96
Tóm tắt	98
Câu hỏi và bài tập	99
 PHẦN II - NHỮNG CƠ SỞ CỦA LÃI SUẤT	 101
Chương 4. Tìm hiểu lãi suất	102
Lời dẫn	102
Đo các lãi suất	103
Các phép đo lãi suất khác	115
Sự phân biệt giữa lãi suất và lợi tức	123
Sự phân biệt giữa lãi suất thật và lãi suất danh nghĩa	128
Tóm tắt	131
Câu hỏi và bài tập	132
Chương 5. Một phương pháp đơn giản cho việc chọn chứng khoán đầu tư: lý thuyết lượng cầu tài sản	134
Lời dẫn	134
Những yếu tố quyết định lượng cầu tài sản	135
Lý thuyết lượng cầu tài sản	139
Những lợi ích của việc đa dạng hóa	139
Tóm tắt	143
Câu hỏi và bài tập	143
Chương 6. Hình thái diễn biến của lãi suất	145
Lời dẫn	145
Khuôn mẫu tiền vay: Lượng cung và cầu trong thị trường trái khoán	145
Những thay đổi trong lãi suất cân bằng	152
Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt: Lượng cung và cầu trên thị trường tiền tệ	160

Những thay đổi trong lãi suất cân bằng	163
Ứng dụng tiền và lãi suất	166
Tóm tắt	173
Câu hỏi và bài tập	173
Chương 7. Cấu trúc rủi ro và cấu trúc hạn kỳ của lãi suất	175
Lời dẫn	175
Cấu trúc rủi ro của lãi suất	176
Cấu trúc kỳ hạn của lãi suất	185
Ứng dụng : Những đường lãi suất hoàn vốn đáng lưu ý 1980 - 1991	196
Tóm tắt	198
Câu hỏi và bài tập	198
 PHẦN III - CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH	 201
Chương 8. Phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính	202
Lời dẫn	202
Những vấn đề cơ bản về cấu trúc tài chính	202
Các chi phí giao dịch ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như thế nào	207
Thông tin không cân xứng : Chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức	210
Lựa chọn đối nghịch (vấn đề những quả chanh) ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính như thế nào ?	212
Rủi ro đạo đức tác động đến việc chọn lựa giữa các hợp đồng nợ và các hợp đồng vốn cổ phần như thế nào ?	220
Rủi ro đạo đức ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính trong thị trường nợ như thế nào ?	224
Ứng dụng : Những khủng hoảng tài chính và hoạt động kinh tế tổng hợp	229
Tóm tắt	235
Câu hỏi ôn tập	236
<i>Phụ lục cho Chương 8. Cấu trúc lại công ty : Một phân tích kinh tế.</i>	237
Chương 9. Ngân hàng và quản lý ngân hàng	254
Lời dẫn	254
Bản quyết toán tài sản của ngân hàng	255
Hoạt động cơ bản của một ngân hàng	261

Những nguyên lý chung của việc quản lý tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng	265
Những nguyên tắc quản lý tiền cho vay	274
Quản lý rủi ro lãi suất	283
Những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản	288
Tóm tắt	290
Câu hỏi và bài tập	292
Chương 10. Công nghiệp ngân hàng	294
Lời dẫn	294
Sự phát triển của hệ thống ngân hàng kép	295
Đặc quyền và kiểm tra	297
Bảo hiểm tiền gửi Liên bang và FDIC	298
Những hạn chế đối với các tài sản có và những đòi hỏi về vốn ngân hàng	301
Cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại	304
Công nghiệp tiết kiệm : Sự điều hành và cấu trúc	309
Ngân hàng quốc tế	311
Tóm tắt	317
Câu hỏi và bài tập	318
Chương 11. Cuộc khủng hoảng trong điều hành hoạt động ngân hàng	320
Lời dẫn	320
Bảo hiểm tiền gửi liên bang, chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức	321
Vì sao cuộc khủng hoảng trong ngân hàng đã xảy ra trong những năm 1980 ?	326
Bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm và cho vay : Đạo luật 1989 về cường chế thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính	330
Kinh tế chính trị của cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay	333
Hệ thống điều hành các hoạt động ngân hàng phải được cải tổ như thế nào ?	338
Ứng dụng : Đánh giá chương trình của kho bạc cho việc cải tổ hệ thống ngân hàng	344
Tóm tắt	349
Câu hỏi và bài tập	349
Chương 12. Các tổ chức tài chính phi ngân hàng	351
Lời dẫn	351

Các công ty bảo hiểm	351
Các quỹ trợ cấp	359
Các công ty tài chính	363
Các quỹ tương trợ	365
Sự trung gian tài chính của chính phủ	367
Các tổ chức ở những thị trường chứng khoán	369
Sự tách biệt ngân hàng thương mại và công nghiệp chứng khoán	376
Tóm tắt	381
Câu hỏi và bài tập	382
Chương 13. Sự đổi mới tài chính	384
Lời dẫn	384
Phân tích kinh tế về sự đổi mới	385
Sự đổi mới tài chính : Các điều kiện thị trường thay đổi	386
Sự đổi mới tài chính : Các tiến bộ kỹ thuật	392
Sự đổi mới tài chính : Sự né tránh các quy định hiện có	398
Sự đổi mới tài chính : Sự đáp ứng của bên điều hành	403
Ứng dụng : sự tiến triển trong tương lai của hệ thống tài chính	408
Tóm tắt	410
Câu hỏi và bài tập	411
PHẦN IV - QUÁ TRÌNH CUNG ỨNG TIỀN TỆ	413
Chương 14. Việc tạo ra bội số tiền gửi :	
Mở đầu quá trình cung ứng tiền tệ	414
Lời dẫn	414
Bốn tác nhân trong quá trình cung ứng tiền tệ	415
Tổng quan về hệ thống Dự trữ Liên bang	415
Tạo ra bội số tiền gửi : Một mô hình đơn	419
Phê phán mô hình đơn	430
Tóm tắt	431
Câu hỏi và bài tập	431
Chương 15. Những yếu tố quyết định của lượng tiền cung ứng	433
Lời dẫn	433
Việc kiểm soát cơ sở tiền tệ	434
Mô hình lượng tiền cung ứng và số nhân tiền	442
Ứng dụng : Việc giải thích các biến đổi của lượng tiền	

cung ứng 1980-1990	451
Tóm tắt	455
Câu hỏi và bài tập	455
<i>Phụ lục cho Chương 15. Số nhân tiền đối với M_2</i>	457
Chương 16. Giải thích thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng : Mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ	460
Lời dẫn	460
Hình thái diễn biến của tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc	461
Ứng dụng : Giải thích diễn biến lịch sử (C/D)	467
Ứng dụng : Dự báo tương lai của (C/D)	470
Giải thích thái độ cư xử của ngân hàng	471
Mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ	475
Phân tích kỹ một vụ hoảng loạn ngân hàng	480
Ứng dụng : Những vụ hoảng loạn ngân hàng trong thời kỳ Đại suy thoái 1930-1933	486
Tóm tắt	489
Câu hỏi và bài tập	490
PHẦN V - HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG VÀ CHỈ ĐẠO CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ	491
Chương 17. Cấu trúc hệ thống Dự trữ Liên bang	492
Lời dẫn	493
Nguồn gốc của hệ thống Dự trữ Liên bang	492
Cấu trúc chính thức của hệ thống Dự trữ Liên bang	494
Cấu trúc không chính thức của hệ thống Dự trữ Liên bang	500
Cái gì thúc đẩy hoạt động của Fed	503
Nên chăng để cho Fed được độc lập	508
Tóm tắt	512
Câu hỏi và bài tập	513
Chương 18. Sự thấu hiểu về những chuyển động trong cơ sở tiền tệ	514
Lời dẫn	514
Bảng tổng kết tài sản của Fed và cơ sở tiền tệ	514
Các nhân tố tác động đến cơ sở tiền tệ	519

Thiếu hụt ngân sách và cơ sở tiền tệ	526
Thiếu hụt ngân sách có ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ không ?	532
Tóm tắt	534
Câu hỏi và bài tập	534
Chương 19. Công cụ của chính sách tiền tệ	536
Lời dẫn	536
Nghiệp vụ thị trường tự do	536
Chính sách chiết khấu	540
Dự trữ bắt buộc	549
Tóm tắt	552
Câu hỏi và bài tập	553
Chương 20. Chỉ đạo chính sách tiền tệ : Chỉ tiêu và mục tiêu	554
Lời dẫn	554
Mục tiêu của chính sách tiền tệ	554
Chiến lược Fed : Sử dụng các chỉ tiêu tiền tệ	558
Lựa chọn các chỉ tiêu	562
Các phương pháp chính sách của Fed : Bối cảnh lịch sử	566
Fed có thể kiểm soát cung ứng tiền tệ tốt như thế nào ?	579
Tóm tắt	580
Câu hỏi và bài tập	581
PHẦN VI – TÀI CHÍNH QUỐC TẾ	583
Chương 21. Thị trường ngoại hối	584
Lời dẫn	584
Thị trường ngoại hối	585
Tỷ giá dài hạn	
Xác định tỷ giá trong thời gian ngắn	593
Giải thích những thay đổi trong tỷ giá	600
Ứng dụng : Tại sao tỷ giá lại dễ biến động như vậy ?	608
Ứng dụng : Đôla và lãi suất 1973-1990	609
Sự can thiệp vào thị trường ngoại hối	612
Tóm tắt	618
Câu hỏi và bài tập	619

Chương 22. Hệ thống tài chính quốc tế và chính sách tiền tệ	620
Lời dẫn	620
Cán cân thanh toán	620
Sự tiến triển của hệ thống tài chính quốc tế	626
Ứng dụng : Hai cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế :	
Phá giá của Anh năm 1967 và sự sụp đổ của	
Hệ thống Bretton Woods năm 1971	632
Mối quan tâm quốc tế và chính sách tiền tệ	637
Liệu thế giới có quay trở lại chế độ bản vị vàng hay không ?	639
Tóm tắt	641
Câu hỏi và bài tập	641

PHẦN VII – LÝ THUYẾT TIỀN TỆ 643

Chương 23. Câu về tiền tệ	644
Lời dẫn	644
Học thuyết số lượng tiền tệ	645
Cách tiếp cận của Cambridge về câu tiền tệ	648
Tốc độ có phải là một hằng số hay không ?	650
Lý thuyết của Keynes về sự ưa thích tiền mặt	653
Những phát triển thêm vào cách tiếp cận của Keynes	659
Học thuyết số lượng tiền tệ hiện đại của Friedman	666
Tóm tắt	671
Câu hỏi và bài tập	672
<i>Phụ lục cho Chương 23. Chứng cứ thực nghiệm về câu tiền tệ</i>	673

Chương 24. Khuôn mẫu học thuyết Keynes và mô hình ISLM	679
Lời dẫn	679
Việc xác định tổng sản phẩm	680
Ứng dụng : Sự sụp đổ của chỉ tiêu đầu tư và cuộc Đại suy thoái	691
Mô hình ISLM	698
<i>Cách tiếp cận ISLM đến tổng sản phẩm lãi suất</i>	706
Tóm tắt	708
Câu hỏi và bài tập	708

Chương 25. Chính sách tiền tệ và chính sách tài chính trong mô hình ISLM	710
Lời dẫn	710
Các nhân tố làm di chuyển đường IS	711

Những nhân tố làm di chuyển đường LM	714
Những thay đổi trong mức thặng hàng của lãi suất và tổng sản phẩm	716
Ứng dụng : Tiến hành cuộc chiến tranh Việt Nam và việc tăng lãi suất 1965-1966	719
Tính hiệu quả của chính sách tiền tệ đối lại với chính sách tài chính	720
Ứng dụng : Chỉ tiêu hóa cung tiền tệ đối lại chỉ tiêu hóa lãi suất	723
Mô hình ISLM và đường tổng cầu	726
Tóm tắt	731
Câu hỏi và bài tập	732
Chương 26. Phân tích tổng cầu và tổng cung	733
Lời dẫn	733
Tổng cầu	734
Tổng cung	740
Thăng bằng trong tổng cung và việc phân tích cầu	742
Ứng dụng : Giải thích các giai đoạn của chu kỳ kinh doanh đã qua	754
Ứng dụng : Dự đoán hoạt động kinh tế trong tương lai	757
Tóm tắt	758
Câu hỏi và bài tập	759
<i>Phụ lục Chương 26 – Tổng cung và đường Phillips :</i>	
<i>Bối cảnh lịch sử</i>	760
Chương 27. Tiền tệ và hoạt động kinh tế : Chứng cứ thực nghiệm	765
Lời dẫn	765
Hai loại chứng cứ thực nghiệm	766
Chứng cứ của Keynes trước đây về tầm quan trọng của tiền tệ	772
Chứng cứ của các nhà tiền tệ trước đây về tầm quan trọng của tiền tệ	776
Chứng cứ phức tạp hơn của các nhà tiền tệ : Mô hình St. Louis	784
Tìm kiếm một cơ chế truyền động tài chính mới : Mô hình MPS	786
Nhìn chung cuộc tranh luận giữa trường phái Keynes và trường phái tiền tệ về tiền tệ và hoạt động kinh tế	793
Tóm tắt	797
Câu hỏi và bài tập	798
Chương 28. Tiền tệ và lạm phát	800
Lời dẫn	800
Tiền tệ và lạm phát : Một chứng cứ	801
Định nghĩa của lạm phát	804

Những quan điểm về lạm phát	805
Tại sao xảy ra chính sách tiền tệ lạm phát	810
Ứng dụng : Giải thích lạm phát ở Mỹ tăng : 1960-1980	818
Cuộc tranh luận về chính sách giữa những người nâng động với người không nâng động	821
Ứng dụng : Tầm quan trọng của lòng tin đối với việc Volcker chống lạm phát thắng lợi	828
Tóm tắt	829
Câu hỏi và bài tập	829
Chương 29. Lý thuyết về dự tính hợp lý và thị trường vốn hữu hiệu	831
Lời dẫn	831
Vai trò của dự tính trong hoạt động kinh tế	832
Lý thuyết dự tính hợp lý	836
Lý thuyết thị trường hữu hiệu : Dự tính hợp lý trên thị trường tài chính	840
Ứng dụng : Một hướng dẫn thực tiễn để đầu tư và thị trường chứng khoán	843
Chứng cứ về dự tính hợp lý trên những thị trường khác	852
Tóm tắt	854
Câu hỏi và bài tập	854
Chương 30. Dự tính hợp lý : Những hàm ý đối với chính sách	856
Lời dẫn	856
Việc phê phán của Lucas về đánh giá chính sách	857
Mô hình kinh tế vi mô tân cổ điển	860
Mô hình dự tính hợp lý không cổ điển	866
Một sự so sánh hai mô hình dự tính hợp lý với mô hình truyền thống	869
Ứng dụng : Tín nhiệm và thâm hụt ngân sách của Reagan	880
Ảnh hưởng của cuộc cách mạng dự tính hợp lý	881
Tóm tắt	883
Câu hỏi và bài tập	884
Phụ lục toán cho Chương 5	886
Phụ lục toán cho Chương 23	896
Phụ lục toán cho Chương 25	902
Bảng Thuật ngữ Anh - Việt	906
Trả lời một số câu hỏi và bài tập chọn lựa	924

Lời tựa

Trong những năm gần đây, lĩnh vực tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính đã trở nên một trong những lĩnh vực kích thích nhất của toàn bộ nền kinh tế. Thị trường tài chính đang thay đổi nhanh chóng với những phương tiện tài chính mới xuất hiện hầu như ngày hàng ngày ; công nghiệp hoạt động ngân hàng trước kia vốn lặng lẽ, nay trở nên sôi động và thường xuyên được nêu trên các phương tiện thông tin đại chúng do những khủng hoảng trong công nghiệp ngân hàng thương mại, ngân hàng tiết kiệm cho vay ; mạo dịch và thị trường tài chính quốc tế hoạt động tốt đã tạo ra một nền kinh tế thế giới liên kết nhau, trong đó các diễn biến trong thị trường tài chính một nước có ảnh hưởng quan trọng tới cả thị trường tài chính ở nước khác ; vấn đề chỉ đạo chính sách tiền tệ là khâu trung tâm trong những cuộc tranh luận về đường lối kinh tế ; và các phát triển mới trong lý thuyết tiền tệ đã làm thay đổi cách suy nghĩ của chúng ta về vai trò của tiền tệ trong nền kinh tế.

Cuốn *"Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính"* xuất bản thứ ba này có một sự sửa lại quan trọng so với lần xuất bản trước, nó phản ánh kịp những phát triển sôi động đó trong lĩnh vực tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính.

ĐẶC ĐIỂM CƠ BẢN

Khi viết bản thảo cho lần xuất bản này, tôi đã dựa theo bốn đặc điểm cơ bản, nhờ đó cuốn sách này luôn khác biệt với những cuốn cùng loại, đó là : Nhấn mạnh về phương pháp tư duy kinh tế, một cách tiếp cận hiện đại đối với chủ đề, tính mềm dẻo và nhiều hỗ trợ về mặt sư phạm.

Phương pháp tư duy kinh tế

Một trở ngại quan trọng khi giảng dạy về tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính là ở chỗ sinh viên thường nhớ một lượng lớn các kiến thức, rồi

họ quên chúng ngay sau kỳ thi cuối cùng và những kiến thức này nhanh chóng hóa ra lỗi thời vì nhịp điệu đổi mới nhanh chóng của lĩnh vực tài chính. Để tránh cho sinh viên không bị rơi vào cái bẫy đó, cuốn sách này luôn nhấn mạnh đến phương pháp tư duy kinh tế bằng cách tập trung vào một ít nguyên lý kinh tế cơ bản mà sinh viên có thể dùng để tìm hiểu được : Cấu trúc của thị trường và tổ chức tài chính, của việc điều hành hoạt động ngân hàng, hoạt động thị trường tài chính ở trong và ngoài nước, của vai trò tiền tệ trong nền kinh tế. Những nguyên lý này bao gồm : Một tiếp cận đơn giản hóa đối với việc chọn lựa chứng khoán (điều mà tôi gọi là Lý thuyết về lượng cầu tài sản - Theory of Asset Demand), khái niệm về sự cân bằng, phân tích về cung và cầu, làm cho lợi ích là cực đại, thông tin không cân xứng (chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức), phân tích tổng cung và cầu.

Lần xuất bản này còn chú trọng vào phương pháp tư duy kinh tế hơn cả lần xuất bản trước qua việc trình bày một phân tích kinh tế toàn diện về các thị trường và tổ chức tài chính ở Phần III. Phân tích này cho phép sinh viên có một hiểu biết mới mẻ và đầy đủ vì sao các thị trường và tổ chức tài chính được thiết lập, cách thức hiện diện của chúng và chúng hoạt động như thế nào để nâng cao hiệu quả kinh tế.

Để giúp sinh viên áp dụng các nguyên lý kinh tế này, đã chọn một cách tiếp cận dựa vào những nguyên lý tốt nhất để trình bày một cuốn sách kinh tế : Tạo các mô hình đơn giản nhất trong đó các biến số giữ không thay đổi được về một cách cẩn thận và các mô hình được dùng để giải thích các hiện tượng kinh tế quan trọng thông qua việc tập trung vào những thay đổi thích hợp ở các biến số. Nhằm tạo nên những chủ đề kêu gọi cho sinh viên, lần xuất bản này tiếp tục nhấn mạnh sự tương tác giữa lý thuyết kinh tế và số liệu kinh nghiệm. Xuyên qua nội dung - với hơn hai mươi ứng dụng quan trọng, trên 50 bài đọc thêm hứng thú đặc biệt - là minh chứng được trình bày, điều này giúp loại bỏ nghi ngờ đối với các vấn đề kinh tế đang thảo luận. Việc hướng vào những số liệu và sự kiện của đời sống thực tiễn nhằm tránh cho sinh viên khỏi nghĩ rằng các nhà kinh tế chỉ đơn thuần tạo ra những điều rắc rối khó hiểu và xây dựng những lý thuyết chẳng áp dụng được vào việc gì trong đời sống thực tại.

Một cách tiếp cận hiện đại

Giống như các lần xuất bản trước, lần xuất bản này cũng tìm cách trình bày một cách tiếp cận hiện đại với tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính giúp sinh viên đủ khả năng hiểu được nội dung những tranh luận quan trọng và những tranh luận về chính sách thích hợp. Trong cuốn sách này sử

dùng cách tiếp cận thị trường - tài sản hiện đại để xác định tỷ giá hối đoái và lãi suất thay vì cách tiếp cận cũ dùng trong những cuốn sách khác, những cách tiếp cận cũ nhấn mạnh đến lưu lượng hơn là tồn lượng tài sản. Các cách tiếp cận thị trường - tài sản hiện đại thích hợp hơn nhiều để giải thích tính chất rất hay thay đổi trong định giá tài sản, ví dụ như tỉ giá hối đoái và lãi suất và điều đó đã được khoa học kinh tế chấp nhận khi bàn đến các cuộc tranh luận về chính sách hiện thời. Để giữ cho việc thảo luận về tính hiện đại của lý thuyết tiền tệ, cuốn sách này lý giải kỹ lưỡng vai trò của dự báo trong chính sách hiện thời. Lý thuyết dự tính hợp lý được đặc biệt chú trọng trong hai chương cuối. Tư liệu mới về các chủ đề như vậy cũng được nêu ra ở đây, ví dụ lý luận về chu trình kinh doanh thực tiễn và hiện tương trễ.

Lần xuất bản thứ ba này cung cấp một lý luận mới nhất về thị trường và cấu trúc tài chính dựa trên những tài liệu mới gần đây về cấu trúc tài chính và thông tin không cân xứng. Tư liệu mới, duy nhất cho cuốn sách này mang lại cho sinh viên một cách tiếp cận hiện đại để hiểu thị trường và tổ chức tài chính và cho phép có một sự phân tích sâu sắc về cuộc khủng hoảng trong ngân hàng hiện nay. Nó cũng giúp sinh viên có thể hiểu rõ hơn vai trò của khủng hoảng tài chính trong hoạt động kinh tế tổng hợp, một vấn đề trong lý thuyết tiền tệ hiện đang được quan tâm nghiên cứu.

Tính linh hoạt

Khi sử dụng các lần xuất bản trước đây, những người bảo trợ, phê bình hoặc những người quan tâm theo dõi đã luôn ca ngợi tính linh hoạt của cuốn sách này. Có bao nhiêu thầy dạy về tiền tệ, về hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính thì có bấy nhiêu phương pháp dạy. Để đáp ứng mọi nhu cầu khác nhau của những người dạy, cuốn sách đã có một cách trình bày linh hoạt như sau : Các chương cốt yếu cung cấp sự phân tích cơ bản được dùng suốt cuốn sách, chương khác hoặc phần khác của các chương có thể dùng hoặc bỏ qua tùy theo sự chọn lựa của các thầy giáo. Ví dụ, Chương 3 cung cấp một tổng quan về hệ thống tài chính, nó cho phép thầy giáo chọn bất kỳ mảng nào để giảng về thị trường và tổ chức tài chính. Cuốn sách cũng được bố cục để cho phép người dạy quán triệt các vấn đề quan trọng nhất trong lý thuyết tiền tệ và chính sách mà không phải dùng mô hình ISLM, trong khi đó một lý giải đầy đủ hơn về lý thuyết tiền tệ buộc phải dùng các chương ISLM. Tương tự như vậy, thầy giáo có thể dạy mà không cần dùng các chương về xác định tỷ giá hối đoái và tài chính quốc tế, tuy nhiên nếu thầy giáo muốn lớp học của mình có thêm kiến thức về định hướng quốc tế, có thể dạy các chương này sớm hơn trong chương trình.

NHỮNG ĐIỀU MỚI ĐƯA VÀO LẦN XUẤT BẢN THỨ 3

Tuy những đặc điểm cơ bản và tư liệu của lần xuất bản trước đã được giữ lại, lần xuất bản thứ 3 có một số sửa đổi quan trọng.

Một cách tiếp cận mới để dạy về thị trường tài chính và tổ chức tài chính

Lần xuất bản này xuất phát từ lần xuất bản trước và từ các cuốn sách khác thuộc lĩnh vực vừa nêu để phát triển một khuôn mẫu kinh tế dùng cho việc phân tích thị trường và tổ chức tài chính. Khuôn mẫu buộc phải dùng các khái niệm kinh tế như chi phí giao dịch chọn lựa đối nghịch, rủi ro đạo đức, và vấn đề người ủy thác - người đại lý để mang lại một phương thức mới trong việc tổ chức giảng dạy về thị trường và tổ chức tài chính. Nó cũng mang lại một khuôn mẫu kinh tế thống nhất hóa để tạo tư duy của sinh viên về thị trường và tổ chức tài chính, sao cho họ có thể thấy được ý nghĩa hơn là bị bối rối trước tất cả các yếu tố thuộc hệ thống tài chính của chúng ta. Hơn nữa, khuôn mẫu kinh tế này, tương phản với một loạt yếu tố thuộc về tổ chức tài chính, sẽ không tách khỏi thời đại; nó sẽ cho phép thầy giáo luận giải về những phát triển mới nhất trong thị trường và tổ chức tài chính, như vậy sẽ làm cho các thầy giáo giữ được bài giảng của mình hợp thời.

Một chương hoàn toàn mới, Chương 8. "Một phân tích kinh tế đối với cấu trúc tài chính" được bắt đầu bằng một thảo luận 8 vấn đề rắc rối về cấu trúc tài chính, rồi sau đó cung cấp những giải pháp cho các vấn đề đã nêu bằng cách phân tích ảnh hưởng của chi phí giao dịch và thông tin không cân xứng đối với thị trường tài chính. Sinh viên sẽ bị ngạc nhiên trước một số vấn đề rắc rối nói trên - sự tương đối ít quan trọng của thị trường cổ phiếu trong việc cung cấp tài chính cho các công ty, là một ví dụ - và sẽ tìm hiểu vì sao chúng tỏ ra hấp dẫn.

Khái niệm về lựa chọn đối nghịch, rủi ro đạo đức, và khái niệm người ủy thác - người đại lý được áp dụng trong các chương còn lại ở Phần III để phát triển một kiến thức sâu hơn về các tổ chức tài chính. Chúng được sử dụng ở một phần mới, những nguyên tắc quản lý việc cho vay tiền, ở Chương 9 - các ngân hàng và việc quản lý hoạt động ngân hàng (vốn là Chương 8 trong lần xuất bản trước) và ở hai phần mới khác là những nguyên tắc quản lý bảo hiểm và sự trung gian tài chính của chính phủ; Chương 12 - các tổ chức tài chính phi ngân hàng (là

Chương 10 trong lần xuất bản trước). Một chương hoàn toàn mới là Chương 11 - cuộc khủng hoảng trong điều hành hoạt động ngân hàng, một lần nữa lại dùng đến các khái niệm này để có được một cái nhìn sâu sắc, xem vì sao cuộc khủng hoảng hiện thời trong điều hành ngân hàng và công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã xuất hiện và xem có thể làm gì để ngăn ngừa cuộc khủng hoảng như vậy trong tương lai.

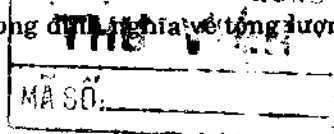
Do phương pháp mới này nhấn mạnh đến các khái niệm kinh tế mới nhất, nó sẽ đặc biệt hữu ích đối với việc dạy những phần mục về thị trường và tổ chức tài chính.

Việc nhấn mạnh vào tính linh hoạt là điều thường xuyên khi viết tư liệu mới này về thị trường và tổ chức tài chính. Vì không phải mọi thầy giáo đều muốn dạy Chương 8, những khái niệm về chọn lựa đối nghịch, rủi ro đạo đức và vấn đề người ủy thác - người đại lý được giải thích tóm tắt trong các chương sau cần dùng đến chúng : Các Chương 9, 11 và 12. Các chương này là những chương tự nó bao hàm do vậy không cần đến Chương 8 để giới thiệu. Việc trình bày này cho phép thầy giáo chọn lựa lượng tư liệu tùy theo ý mình.

Một sự kết hợp trọn vẹn các vấn đề quốc tế xuyên suốt nội dung cuốn sách

Để thỏa mãn sự quan tâm ngày càng lớn lao đến mậu dịch quốc tế và thị trường tài chính của sinh viên và các thầy giáo, lần xuất bản thứ 3 này kết hợp một cách đầy đủ các vấn đề quốc tế xuyên suốt nội dung cuốn sách. Một phương tiện để thực hiện điều vừa nói là một tập hợp mới gồm hơn 20 bài đọc thêm hấp dẫn, duy nhất cho cuốn sách này được gọi là toàn cảnh. Những bài đọc thêm này cho sinh viên thấy một khung cảnh quốc tế ngay ở giai đoạn đầu của cuốn sách bằng cách so sánh thường xuyên hệ thống tài chính và chính sách tiền tệ ở Mỹ và ở các nước khác.

Ngoài ra, các chương về xác định tỉ giá hối đoái và về tài chính quốc tế đã được đưa vào phần thân của cuốn sách ngay sau các chương về Hệ thống Dự trữ Liên bang và chỉ đạo chính sách tiền tệ. Các chương về tỉ giá hối đoái và tài chính quốc tế được giảng tốt nhất ở phần này của chương trình vì các chương sau là các chương nghiên cứu xem hoạt động kinh tế được xác định như thế nào, có thể xem xét vai trò của các yếu tố quốc tế một cách có hiệu quả hơn. Những dòng mậu dịch quốc tế (xuất khẩu ròng) nay được đưa vào trong định nghĩa về tổng lượng



cầu trong các mô hình ISLM ở Chương 24 và 25 (đúng hơn là trong một phụ lục), nó cho phép thầy giáo luận giải một cách trực tiếp hơn về tỉ giá hối đoái và các dòng mậu dịch quốc tế ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất và tổng sản phẩm trong mô hình ISLM. Các dòng mậu dịch quốc tế được xem xét kỹ lưỡng trong phần phân tích về tổng cung và tổng cầu trong Chương 26 và trong phần thảo luận về cơ chế chuyển tiền ở Chương 28.

Cách tiếp cận nhằm quốc tế hóa nội dung cuốn sách trong kỳ xuất bản này dùng cả các bài đọc thêm về toàn cảnh và việc bố trí các chương tài chính quốc tế ở phần giữa của cuốn sách là hợp lý và hoàn toàn linh hoạt. Tuy có nhiều thầy giáo sẽ dạy cuốn sách này bằng cách sử dụng toàn bộ tư liệu ở đây nhưng cũng có những người khác sẽ không làm như vậy. Những thầy giáo muốn dừng lâu ở một khuôn mẫu kinh tế chặt chẽ có thể dễ dàng làm được điều đó bằng cách bỏ qua các chương tài chính quốc tế và các tư liệu trong những chương lý thuyết tiền tệ trình bày về xuất khẩu ròng và mậu dịch quốc tế. Do những tư liệu này không tác động đến phần phân tích lý thuyết tiền tệ cơ bản, tất cả các chương về lý thuyết tiền tệ có thể được giảng dạy mà không cần đến chúng. Ngoài ra, do các bài đọc thêm "Toàn cảnh" cũng tự bao hàm đủ, chúng cũng có thể được bỏ qua mà không ảnh hưởng gì đến tính liên tục.

Một cách tiếp cận thị trường - tài sản hiện đại hơn để xác định tỉ giá hối đoái

Tuy rằng cách tiếp cận thị trường - tài sản dùng để xác định tỉ giá hối đoái trong lần xuất bản này là tương tự so với lần xuất bản trước, các Chương 21 và 22 đã được soát xét lại để xác định tỉ giá hối đoái mẫu qua việc dùng điều kiện cân bằng ngang giá lãi. Việc này đưa đến một tiếp cận hiện đại hơn, bám sát những tài liệu hiện hành về xác định tỉ giá hối đoái. Làm như vậy không chỉ dẫn đến cải tiến về mặt sư phạm, mà nó còn cho phép lý giải các hiện tượng như sự tăng vọt tỉ giá hối đoái và các kết quả khác nhau của việc can thiệp tỉ giá hối đoái hữu hiệu và vô hiệu.

Những phụ lục mới cho việc giảng dạy các giáo trình có định hướng tài chính

Hai phụ lục mới đã được đưa vào và đặc biệt hữu ích đối với việc dạy những giáo trình có một định hướng về thị trường và tổ chức tài chính hoặc những giáo

trình được dạy trong khoa tài chính trong các trường kinh doanh (như trường hợp giáo trình được dạy theo cuốn sách này). Một phụ lục toán học cho Chương 5 được bố trí ở cuối cuốn sách này cung cấp một luận giải sâu sắc hơn nhiều về lý thuyết chọn lựa chứng khoán so với những gì thuộc chương đó. Nó làm sáng tỏ sự khác biệt giữa rủi ro có hệ thống và rủi ro phi hệ thống, và nó xây dựng mô hình định giá tài sản vốn và lý thuyết định giá trọng tài.

Một phụ lục cho Chương 8 có chứa thêm một phân tích về cấu trúc tài chính qua việc xem xét khía cạnh tài chính công ty của việc vì sao các công ty đã được cấu trúc lại trong những năm 1980 có mức nợ tăng lên so với vốn cổ phần. Phụ lục đưa đến việc dùng một phân tích về người ủy thác - người đại lý (một ví dụ đặc biệt về rủi ro đạo đức) và lý thuyết dòng tiền mặt tự do của Jensen để giải thích việc tăng lực đòn bẩy công ty. Nó cũng tập trung vào cuộc tranh luận về đường lối hiện nay đối với vấn đề là liệu việc tăng nợ công ty có tác dụng xấu cho nền kinh tế hay không và nếu có thì có cần chặn lại bằng những biện pháp hạn chế của Chính phủ đối với việc mua quyền kiểm soát và mua hết cổ phần công ty kiểu đòn bẩy hay không.

Thay đổi cách trình bày những bài đọc thêm mới và việc cập nhật

Do tiếp thu những nhận xét của các nhà phê bình và những người cùng cuốn sách, đã có cải thiện cách trình bày ở nhiều chỗ trong sách. Chương 13 về những cái mới về tài chính đã được làm có động hơn. Các Chương 15 và 16 đã được đơn giản hóa bằng cách đưa tỉ lệ tiền dự trữ quá mức/tiền gửi có thể phát séc vào số nhân tiền tệ và bằng cách loại bỏ phần luận giải về tỉ lệ tiền gửi có kỳ hạn/tiền gửi có thể viết séc (do những đòi hỏi về tiền dự trữ đối với số tiền gửi có kỳ hạn đã được loại bỏ). Chương 26, phân tích cung cầu tổng hợp, nay bỏ bớt phần tranh luận giữa phái Keynes và phái tiền tệ và chuyển tranh luận giữa người năng động và người không năng động vào chương về tiền tệ và lạm phát (Chương 28). Các bảng tóm tắt mới được bổ sung thêm ở một số mục để làm dễ hiểu và giúp cho sinh viên nghiên cứu. Ngoài những bài đọc thêm về toàn cảnh, cũng còn có những bài học thêm gây hứng thú đặc biệt để cho cuốn sách giáo khoa này được sinh động và hợp thời. Đây là những bài học thêm về liên minh tiền tệ ở Đức và châu Âu, về việc phối hợp những chính sách quốc tế, về Donald Trump với các khó khăn tài chính của ông ta, về những dàn xếp trong hoạt động ngân hàng của Đức và của Nhật, về vụ bê bối ở ngân hàng Tiết kiệm cho vay Keating, về thất bại

của Bank of New England, về những trái khoán bấp bênh, về sự phát đạt và sụp đổ của Michael Milken và Drexel, Burnham. Phán thảo luận với bằng chứng kinh nghiệm về yêu cầu tiền tệ ở Phụ lục Chương 23 đã được cập nhật nhờ có nhiều bài đọc thêm ở phần nội dung. Tất cả hình và số liệu trong sách này cũng đã được cập nhật đầy đủ đến cuối những năm 1990 (Trừ một số trường hợp hiếm hoi do không thể làm được).

HỖ TRỢ VỀ SỰ PHẠM

Một cuốn sách giáo khoa phải là một công cụ giảng dạy có tính thúc đẩy và chặt chẽ. Nhằm mục tiêu này, nhiều đặc điểm sự phạm đã được phối hợp với nhau trong cách trình bày của tôi.

Đó là :

1. **Những lời dẫn ở phần đầu mỗi chương** báo cho sinh viên chương này nhằm vào vấn đề gì, vì sao các chủ đề riêng lại là quan trọng và chúng liên hệ như thế nào đến các chủ đề khác trong sách.

2. **Những bài đọc thêm** gây hứng thú đặc biệt, chúng làm nổi bật những tiêu đề có kịch tính, những ý tưởng hấp dẫn hoặc những yếu tố đáng quan tâm có liên quan đến chủ đề học tập.

3. **Các bài đọc thêm về theo dõi tin tài chính**, chúng giới thiệu với sinh viên những bài báo và số liệu mới tương ứng với chủ đề, đã được đưa trên báo chí ;

4. **Hướng dẫn nghiên cứu**, là những kiểu nổi bật trí rải rác suốt cuốn sách, nhằm cung cấp cho sinh viên những gợi ý nhỏ là nên suy nghĩ như thế nào hoặc bước vào một vấn đề như thế nào để sinh viên tìm ra cách nghiên cứu vấn đề đó ;

5. **Những phát biểu then chốt**, đó là những điểm quan trọng, in bằng chữ đậm nhờ vậy sinh viên dễ tìm thấy để tiện đối chiếu về sau.

6. **Những sơ đồ có thuyết minh**, những thuyết minh này giúp sinh viên hiểu rõ sự tương quan giữa các biến số được vẽ ra và các nguyên tắc phân tích.

7. **Bảng tóm tắt**, chúng giúp sinh viên một cách hữu hiệu trong khi nghiên

cứu tư liệu.

8. **Tóm tắt**, khi kết thúc một chương, nhằm liệt kê các điểm chính.

9. **Câu hỏi và bài tập** cuối chương, gồm hơn 4000, chúng giúp sinh viên học tập những chủ đề qua việc áp dụng các khái niệm kinh tế mới, kể cả những bài tập đặc biệt mà sinh viên thấy rất tương ứng, tựa đề : Sử dụng phân tích kinh tế để dự đoán tương lai.

10. **Phân thuật ngữ**, nằm ở phần cuối cuốn sách, định nghĩa tất cả các thuật ngữ then chốt. (Bản dịch tiếng Việt đã chuyển thành Phân thuật ngữ Anh - Việt).

11. **Đáp án cho bài tập**, ở cuối cuốn sách, bao gồm lời giải cho một nửa số câu hỏi và bài tập (đánh dấu *).

TU LIỆU BỔ TRỢ

Cuốn *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính* xuất bản lần thứ 3 này đã bao gồm một khối lượng các tư liệu bổ sung để hiểu nhất lấy từ một số sách giáo khoa về tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính. Đó là :

1. **Sách hướng dẫn nghiên cứu và học tập**, do John Mc Arthur thuộc Wofford College và bản thân tôi soạn thảo, bao gồm chương Tóm lược/Đầy đủ bài tập, tự kiểm tra và đáp án cho bài tập, bài tự kiểm tra.

2. **Sổ tay/tập tài liệu kiểm tra của thầy giáo**, do John Mc Arthur và bản thân tôi soạn thảo, gồm đề cương giáo trình mẫu, đáp án cho câu hỏi và bài tập trong cuốn sách, bài đọc gợi ý và bổ sung, tiểu luận và câu hỏi thảo luận, và 2000 câu hỏi để chọn, nhiều thứ có sơ đồ kèm theo.

3. **Phần mềm máy tính**, soạn thảo cho IBM PC, tác giả Richard Alston và Wan Fu Chi, Weber State College, cung cấp cho sinh viên kinh nghiệm làm quen với những khái niệm giải tích trong cuốn sách.

4. **Sách bài tập máy tính**, cung cấp cho sinh viên các bài tập được sử dụng với phần mềm của máy tính.

5. Bản đọc, do James W. Eaton thuộc Bridgewater College và bản thân tôi biên tập ; sách được đổi mới hàng năm giúp giáo viên có thể giữ nội dung chương trình của mình được kịp thời qua thời gian 3 năm sống của một lần xuất bản của nội dung cuốn sách này và nó sẽ được bán với giá thấp kèm theo sách này.

6. Sách an bom, gồm tất cả các hình, bảng, và bản tóm tắt.

7. Tập bài kiểm tra dùng máy tính, gồm trên 2000 bài kiểm tra chọn lựa, nhiều sơ đồ, giúp thầy giáo chuẩn bị kỳ thi một cách tự động.

Phần I

MỞ ĐẦU

CHƯƠNG I

Vì sao nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính ?

LỜI DẪN

Trong bản tin buổi chiều vừa loan, bạn nghe rằng lượng tiền cung ứng đã giảm 4 tỉ đôla. Điều này có hậu quả gì đối với lãi suất của món tiền bạn vay để mua chiếc xe hơi thể thao bóng mượt ? Phải chăng, nghĩa là một ngôi nhà sẽ dễ hoặc khó kiếm trong tương lai ? Liệu nó tạo thêm dễ dàng hay thêm khó khăn khi bạn tìm một việc cho nam tới ?

Cuốn sách này sẽ trả lời cho những câu hỏi đó bằng cách nghiên cứu vai trò của tiền tệ trong nền kinh tế và xem xét các tổ chức tài chính (các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, các quỹ tương trợ, v.v...) và thị trường tài chính (như các thị trường cho trái khoán, cổ phiếu và ngoại hối) hoạt động như thế nào. Các thị trường tài chính và các tổ chức tài chính không chỉ tác động đến đời sống hàng ngày của bạn, mà còn liên quan đến sự chuyển vận của những dòng vốn khổng lồ (nhiều ngàn tỉ đôla) trong toàn bộ nền kinh tế của chúng ta và tác động đến lợi nhuận của các doanh nghiệp, đến hàng hóa và dịch vụ được tạo ra và ngay cả đến nền kinh tế ổn định tốt của những nước khác. Những gì xảy ra đối với tiền tệ, tổ chức tài chính và thị trường tài chính đều liên quan chặt chẽ đến các nhà chính trị của chúng ta và thậm chí ảnh hưởng quan trọng đến những cuộc bầu cử của

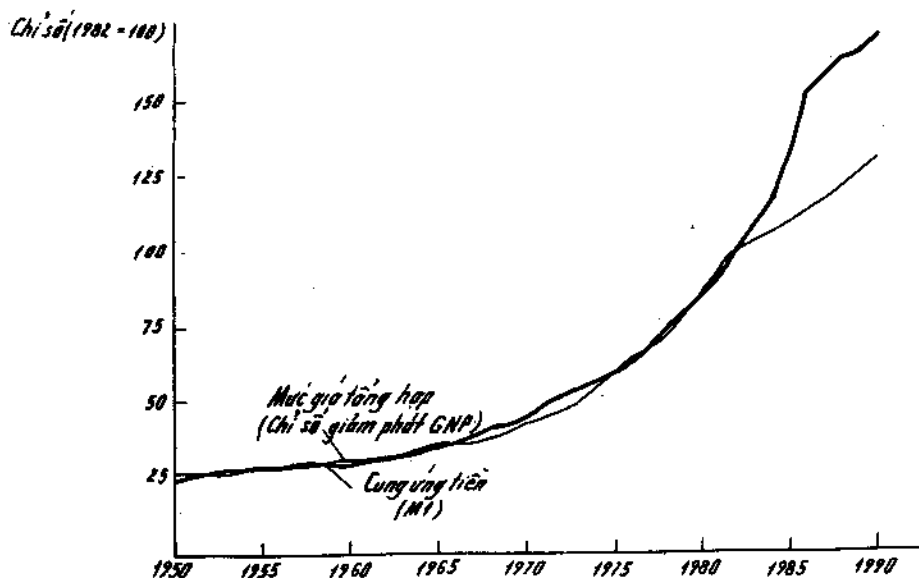
chúng ta nữa. Việc nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính sẽ giúp bạn hiểu biết về nhiều vấn đề thú vị. Trong chương này chúng ta sẽ thảo ra xem những vấn đề đó là gì và vì sao những nghiên cứu như vậy lại là những nghiên cứu rất đáng thực hiện.

VÌ SAO NGHIÊN CỨU TIỀN TỆ ?

✕ **Tiền** hoặc **lượng tiền cung ứng** được định nghĩa là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán để nhận hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc trong việc trả nợ. Tiền được gắn với những thay đổi trong các biến số kinh tế. Những biến số này tác động đến tất cả chúng ta và chúng là quan trọng đối với sức khỏe nền kinh tế.

Tiền và lạm phát

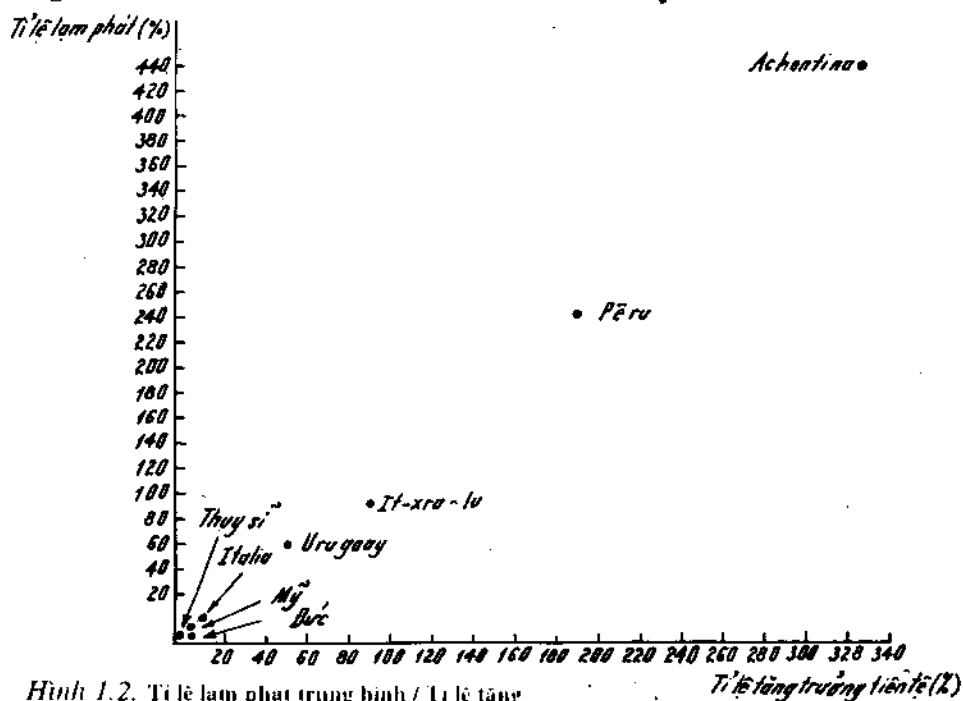
Nếu tuần lễ trước bạn đi xem chiếu bóng thì bạn phải trả 6 đôla, nhưng cách đây 30 năm, bạn chỉ phải trả một hoặc hai đôla. Thật vậy, lúc bấy giờ với 6 đôla bạn có thể ăn bữa tối, xem chiếu bóng và mua cho bạn một thùng to ngô rang nóng tắm bơ. Như trên Hình 1.1 minh họa diễn biến giá trung bình trong nền kinh tế từ năm 1950 đến 1990. Giá trung bình của hầu hết các khoản mục ngày nay khá cao hơn lúc đó. Giá trung bình của sản phẩm và dịch vụ trong một nền



Hình 1.1. Mức giá tổng hợp và lượng tiền cung ứng ở Mỹ : 1950 - 1990.

kinh tế được gọi là **mức giá tổng hợp** hoặc đơn giản hơn, mức giá (một định nghĩa chính xác hơn ghi trong phụ lục của chương này). Từ năm 1950 đến 1990, mức giá tăng gấp hơn 5 lần. **Lạm phát** là một tình trạng tăng giá liên tục và nó tác động đến từng cá nhân, từng doanh nghiệp và cả chính phủ. Lạm phát nói chung được coi là một vấn đề quan trọng cần đối phó và thường đã từng là mối quan tâm hàng đầu của các nhà chính trị và những người vạch chính sách. Giải quyết vấn đề lạm phát như thế nào là điều hỏi chúng ta phải biết một số nguyên nhân của nó.

Giải thích lạm phát bằng cách gì? Một đầu mối để trả lời câu hỏi này được trình bày ở Hình 1.1, Hình 1.1 về lượng tiền cung ứng và mức giá. Như ta thấy, mức giá và lượng tiền cung ứng nói chung đi gần gũi nhau. Những số liệu này dường như chỉ ra rằng một sự tăng liên tục về lượng tiền cung ứng có thể là một yếu tố quan trọng trong việc gây ra lạm phát, nghĩa là một sự tăng liên tục của mức giá.



Hình 1.2. Tỷ lệ lạm phát trung bình / Tỷ lệ tăng

1980 - 1990. tăng tiền tệ trung bình ở một số nước

Bằng chứng nữa rằng lạm phát gắn liền với sự tăng lượng tiền cung ứng liên tục nêu ở Hình 1.2. Trên hình trình bày **tỷ lệ lạm phát** trung bình của một số nước trong khoảng thời gian hơn 10 năm. (Tỷ lệ thay đổi của mức giá, thường đo bằng sự thay đổi tính theo phần trăm mỗi năm) 1980 - 1990, đối với tỷ lệ tăng

trường tiền tệ trung bình trong cùng một thời kỳ.⁽¹⁾ Như bạn có thể thấy có một sự kết hợp rõ ràng giữa lạm phát và tỉ lệ tăng trưởng lượng tiền cung ứng. Những nước có tỷ lệ lạm phát cao nhất cũng là những nước có tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ cao nhất. Ví dụ Peru và nhất là Aghentina gần đây đang trải qua một cuộc lạm phát rất cao và tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ của họ cũng cao. Mặt khác Thụy Sĩ và Đức có tỉ lệ lạm phát rất thấp trong cùng một thời kỳ, tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ của họ cũng thấp.

Những bằng chứng như vậy đã khiến Milton Friedman, người được giải thưởng Nobel về kinh tế đưa ra nhận xét nổi tiếng: "Lạm phát luôn luôn và bao giờ cũng là một hiện tượng tiền tệ". Lời nhận xét này gợi ra một lý do đúng khi nghiên cứu tiền tệ bởi vì tỉ lệ tăng trưởng của nó có thể là một sức đẩy ở đằng sau lạm phát. Chúng ta xem xét vai trò của tiền tệ trong việc gây ra lạm phát bằng việc nghiên cứu **thuyết tiền tệ**, một lý thuyết liên hệ sự thay đổi về lượng tiền tệ với sự thay đổi về hoạt động kinh tế và mức giá.

Tiền tệ và chu kỳ kinh doanh

Trong những năm 1981 - 1982, tổng sản lượng hàng hóa và dịch vụ (gọi là **tổng sản phẩm**) trong nền kinh tế sụt giảm, số người không có việc làm tăng tới hơn 10 triệu (hơn 10% lực lượng lao động) và hơn 25.000 doanh nghiệp phá sản. Sau 1982, nền kinh tế bắt đầu mở mang nhanh chóng, và tới 1989, **tỉ lệ thất nghiệp** (tỉ lệ phần trăm lực lượng có thể lao động không có việc làm) đã giảm từ trên 10% xuống còn khoảng 5%. Năm 1990, sự mở mang 8 năm đã kết thúc và nền kinh tế lại đi xuống một lần nữa.

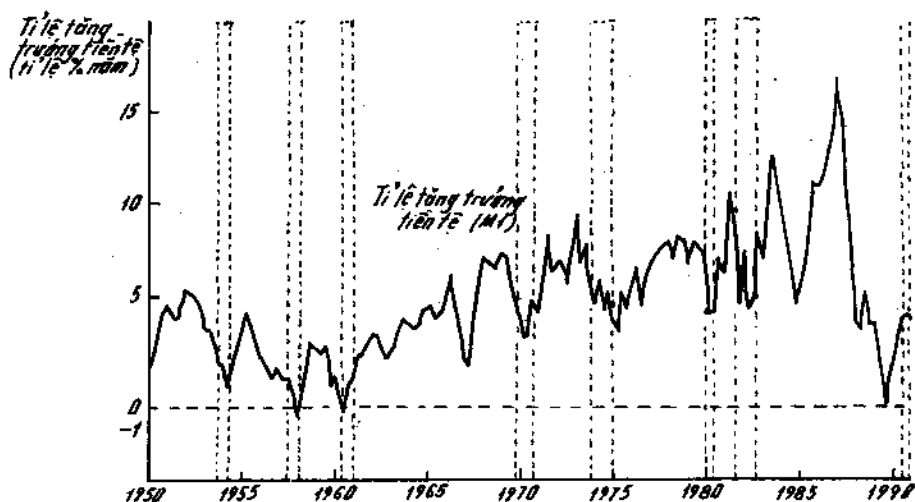
Vì sao nền kinh tế đã co lại trong những năm 1981 - 1982, đã phát đạt mở mang sau đó, và lại bắt đầu co lại năm 1990? Bằng chứng gợi ra rằng tiền tệ đóng một vai trò quan trọng trong việc tạo ra những **chu kỳ kinh doanh**, đó là sự biến đổi tăng và giảm của tổng sản phẩm sản xuất ra trong nền kinh tế. Các chu kỳ kinh doanh tác động đến tất cả chúng ta một cách mạnh mẽ và trực tiếp. Ví dụ khi sản phẩm tăng thì dễ tìm được một công việc làm tốt, còn khi sản phẩm sụt giảm thì tìm được một công việc tốt là điều khó khăn. Hình 1.3 cho thấy diễn biến của tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ qua những năm 1951 - 1990 với những vùng có đường viền có chấm chấm thể hiện các **suy thoái** hoặc những thời kỳ mà tổng sản phẩm đi xuống. Cái mà chúng ta thấy là tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ đã suy giảm trước mỗi cơn suy thoái. Thực vậy, mỗi cơn suy thoái trong thế kỷ XX đã đứng liền sau một sự suy giảm tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ, điều này nói lên rằng những

(1) Nếu mức giá tổng hợp ở thời điểm t biểu thị bằng P_t , tỉ lệ lạm phát từ $t-1$ đến t (π_t) được định nghĩa là:

$$\pi_t = \frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

thay đổi trong tiền tệ cũng có thể là động lực quyết định đứng sau những dao động theo chu kỳ của kinh doanh. Tuy nhiên, không phải cứ mỗi suy giảm tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ cũng đều kéo theo một thời kỳ suy thoái.

Chúng ta khảo sát xem tiền tệ tác động như thế nào đến tổng sản phẩm khi chúng ta nghiên cứu lý thuyết tiền tệ và xem xét với bằng chứng kinh nghiệm mối liên hệ giữa tiền tệ và những chu kỳ kinh doanh.



Hình 1.3. Tăng trưởng tiền tệ (tỉ lệ hàng năm M1) và chu trình kinh doanh ở Mỹ: 1951 - 1990. Vùng có đường viền chấm chấm biểu hiện sự suy thoái.

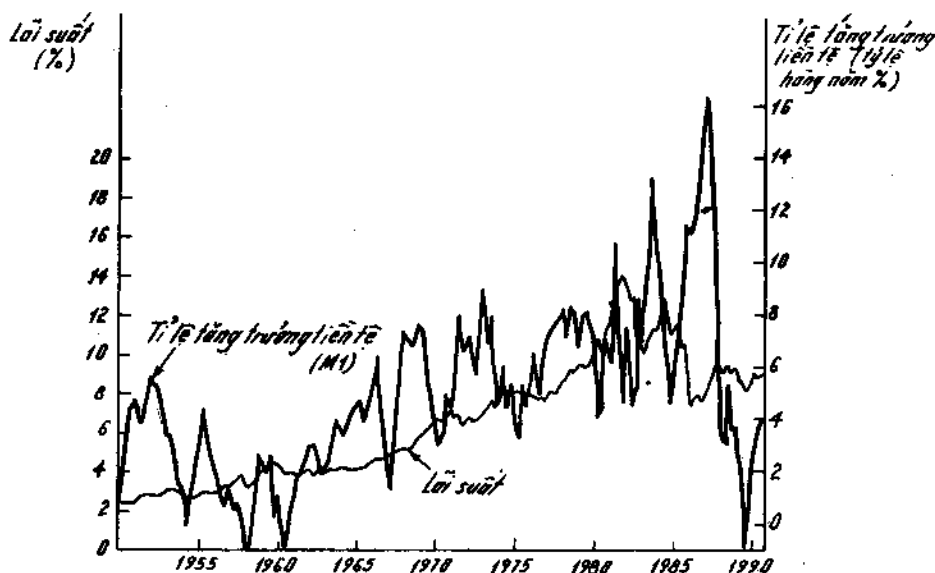
Tiền và lãi suất

Lãi suất là chi phí để vay hoặc giá phải trả để thuê vốn (thường biểu thị bằng tỉ lệ phần trăm của 100 đôla thuê mỗi năm). Chúng ta thấy nhiều loại lãi suất trong nền kinh tế - lãi suất vay thế chấp, lãi suất tiền vay mua xe hơi, và lãi suất của nhiều loại trái khoán khác nhau. Lãi suất là những biến số quan trọng đối với bạn vì nó tác động đến khá nhiều quyết định cá nhân. Lãi suất cao có thể làm bạn thoái chí không muốn mua ô tô hay nhà vì chi phí trả cho chúng sẽ lớn. Mặt khác lãi suất cao có thể khuyến khích bạn gửi tiền tiết kiệm. Bạn có thể nhận được nhiều thu nhập do tiền lãi hơn, nếu bạn gửi món tiền tiết kiệm của bạn vào một tài khoản ở ngân hàng khi lãi suất cao.

Lãi suất có một ảnh hưởng đến sức khỏe chung của nền kinh tế vì nó tác động đến không chỉ sự sôi sảng chi tiêu hay tiết kiệm của người tiêu dùng, mà còn đến

các quyết định đầu tư của các doanh nghiệp. Ví dụ lãi suất cao có thể khiến một công ty trì hoãn việc xây một nhà máy mới có thể tạo ra nhiều công ăn việc làm.

Các nhà kinh tế thường nói về "lãi suất" bởi vì hầu hết các lãi suất diễn biến theo nhau. Vì vậy cần thiết giải thích những thay đổi bất thường chung trong các lãi suất cơ bản trong 25 năm qua. Thực tế, các thay đổi lãi suất trong các thời kỳ lịch sử ở Mỹ không nhiều. Ví dụ lãi suất trái khoán kho bạc Mỹ loại dài hạn là 4% năm 1965, tăng sát tới 15% năm 1981 và ở mức dưới 9% năm 1990. Trong giai đoạn 25 năm trước đó, từ 1940 đến 1965, lãi suất đó đã dao động giữa 2% và 5%.



Hình 1.4. Tăng trưởng tiền tệ (mức hàng năm M1) và lãi suất trái khoản kho bạc Mỹ loại dài hạn : 1951 - 1990.

Các dao động này có ý nghĩa và điều gì gây ra chúng ? Ngoài những yếu tố khác, tiền đóng một vai trò quan trọng trong những dao động lãi suất. Hình 1.4 cho thấy những thay đổi lãi suất đối với trái khoản kho bạc Mỹ loại dài hạn và tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ. Do tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ tăng lên trong những năm 1960 - 1970, lãi suất trái khoản dài hạn tăng theo nó. Tuy nhiên, tính chất liên quan giữa tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ và lãi suất kém rõ ràng đứt khoát trong những năm 1980. Chúng ta sẽ phân tích sự liên quan giữa tiền tệ và lãi suất khi nghiên cứu hình thái diễn biến của lãi suất.

Hướng dẫn chính sách tiền tệ

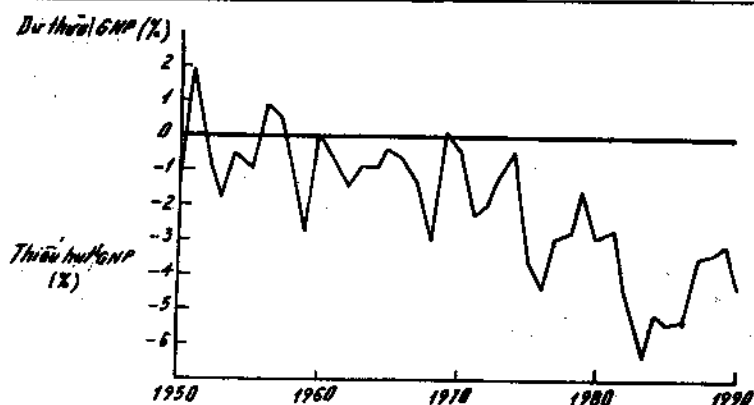
Do tiền có thể tác động đến nhiều biến số kinh tế có ý nghĩa quan trọng đối với sự lành mạnh nền kinh tế của chúng ta, những nhà chính trị và những người hoạch định chính sách trong chính phủ liên bang quan tâm đến việc hướng dẫn **chính sách tiền tệ**, việc quản lý tiền và lãi suất. Tổ chức chịu trách nhiệm về sự hướng dẫn chính sách tiền tệ ở Mỹ là Hệ thống Dự trữ Liên bang (the Federal Reserve System). Trong các chương sau, chúng ta sẽ nghiên cứu xem Hệ thống Dự trữ Liên bang có thể tác động như thế nào đến số lượng tiền trong nền kinh tế và xem chính sách tiền tệ được hướng dẫn như thế nào hiện nay.

Thiếu hụt ngân sách và chính sách tiền tệ

Thiếu hụt ngân sách là sự vượt trội về chi tiêu của chính phủ so với tiền thuế thu được, một sự thiếu hụt mà chính phủ phải tài trợ bằng cách đi vay. Như Hình 1.5 cho thấy, năm 1983 thiếu hụt ngân sách đạt tới cực điểm so với tầm cỡ của nền kinh tế của chúng ta (theo cách lượng định GNP - Tổng sản phẩm quốc dân), nhưng đã giảm bớt từ sau đó. Tuy nhiên, thiếu hụt ngân sách vẫn còn vượt quá 200 tỉ đôla một năm và đã là đối tượng để soạn luật (Gramm - Rudman) và là chủ đề tranh cãi gay gắt giữa tổng thống và quốc hội trong những năm gần đây. Có thể gần đây bạn đã xem hay nghe những phát biểu trên báo chí hay truyền hình rằng những thiếu hụt như vậy là điều không mong muốn bởi vì rốt cuộc chúng sẽ đưa đến lạm phát. Chúng ta sẽ tìm hiểu kỹ hiệu lực hoặc không hiệu lực của những tuyên bố như thế bằng cách trước hết xem xét ảnh hưởng của việc tài trợ những thiếu hụt này tới việc hướng dẫn chính sách tiền tệ, và sau đó bằng cách nghiên cứu xem vì sao những thiếu hụt này có thể đưa tới một tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ lớn hơn, một tỉ lệ lạm phát cao hơn và một lãi suất lớn hơn.

VÌ SAO NGHIÊN CỨU HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG ?

Chủ đề quan trọng thứ hai của cuốn sách này là kinh doanh về hoạt động ngân hàng. **Ngân hàng** là tổ chức tài chính nhận tiền gửi và cho vay tiền. Thuật ngữ các ngân hàng (banks) bao gồm những hãng như các ngân hàng thương mại, các công ty tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng. Công nghiệp hoạt động ngân hàng gần đây mới được nói nhiều trên báo chí. Những vụ vỡ nợ của các ngân hàng thương mại vẫn đang ở tỉ lệ cao



Hình 1.5. Dư thừa ngân sách chính phủ (+) hoặc thiếu hụt (-), tính bằng % của GNP : 1950 - 1990.

nhất từ khi có cuộc Đại suy thoái và công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã đòi hỏi một sự bảo lãnh to lớn làm người đóng thuế phải chi phí trên trăm tỉ đôla.

Các ngân hàng có ý nghĩa quan trọng trong việc nghiên cứu tiền tệ vì :

1. Ngân hàng là một cầu nối giữa những người muốn tiết kiệm và những người muốn đầu tư.
2. Ngân hàng đóng vai trò quan trọng trong việc xác định số lượng tiền trong nền kinh tế.
3. Ngân hàng đã là một nguồn tạo ra đổi mới tài chính nhanh chóng, thường xuyên mở rộng các cách cho chúng ta có thể đầu tư tiết kiệm của mình.

Trung gian tài chính

Nếu bạn muốn cho IBM hay General Motor vay tiền, bạn sẽ không đến gặp thẳng các chủ tịch công ty đó để cho họ vay. Hầu hết chúng ta cho những công ty như vậy vay tiền qua những người đứng giữa, được gọi là **những trung gian tài chính** : Các tổ chức như ngân hàng thương mại, công ty tiết kiệm & cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ, liên hiệp tín dụng, công ty bảo hiểm, quỹ tương trợ, quỹ trợ cấp và những công ty tài chính, những trung gian này vay vốn của những người đã tiết kiệm được tiền, rồi ngược lại, cho những người khác vay.

Ngân hàng là trung gian tài chính mà một người bình thường thường xuyên giao dịch nhất. Khi một người cần vay một món tiền để mua nhà hay xe hơi, người này thường vay từ một ngân hàng địa phương. Hầu hết người Mỹ gửi phần lớn tiền của ở ngân hàng dưới dạng tài khoản séc, tài khoản tiết kiệm, hoặc

một số dạng tiền gửi ngân hàng khác.

Trung gian tài chính là một hoạt động quan trọng trong nền kinh tế vì rằng nó khơi nguồn vốn từ những người có thể vì lý do gì đó không dùng nó một cách sinh lợi sang những người có ý muốn dùng nó để sinh lợi. Theo cách này, những trung gian tài chính có thể giúp thúc đẩy nền kinh tế năng động và hiệu quả hơn.

Do các ngân hàng là những trung gian tài chính lớn nhất trong nền kinh tế của chúng ta, chúng xứng đáng được nghiên cứu cẩn thận. Chúng ta sẽ xem ngân hàng quản lý tài sản có và tài sản nợ của mình như thế nào để có được lợi nhuận ; xem chính phủ điều hành họ như thế nào và vì sao công nghiệp ngân hàng hiện nay lại ở trong một trạng thái đáng tiếc như vậy. Ngoài ra, chúng ta sẽ thảo luận việc hoạt động của các trung gian tài chính khác như công ty bảo hiểm, quỹ trợ cấp, quỹ tương trợ và việc điều hành họ.

Hoạt động ngân hàng và lượng tiền cung ứng

Các ngân hàng đóng một vai trò đáng kể trong việc tạo ra tiền, không phải vì việc in những tờ tín phiếu 20 đôla, mà do việc cho vay : Những khoản tiền cho vay của ngân hàng tạo ra những khoản tiền gửi ở dạng tài khoản séc, một thành phần của tiền tệ. Chúng ta sẽ nghiên cứu xem ngân hàng quyết định cho vay như thế nào để nhằm hiệu lượng tiền cung ứng được xác định như thế nào và vì sao hướng dẫn chính sách tiền tệ lại là một nhiệm vụ phức tạp.

Đổi mới về tài chính

Trong nền kinh tế của chúng ta, trước kia thì bạn phải có lượng của cải lớn mới có được lãi suất cao khi gửi tiết kiệm. Còn nếu bạn chỉ là người có mức lương trung bình với một tài khoản tiết kiệm nhỏ, thì bạn chỉ có thể đem gửi tiết kiệm ở một lãi suất thấp. Ngày nay, những món tiết kiệm nhỏ có thể được gửi theo nhiều cách. Ví dụ, bạn có thể gửi vốn vào tài khoản NOW (Negotiable Order of Withdrawal - lệnh rút có thể chuyển nhượng) và quỹ tương trợ thị trường tiền tệ, cả hai loại này đều cho phép người gửi phát séc cho tài khoản của mình và nhận được lãi suất cao hơn. Để xem vì sao các khả năng lựa chọn này đã được phát triển, chúng ta sẽ nghiên cứu vì sao có những đổi mới về tài chính và chúng xuất hiện như thế nào.

Chúng ta cũng sẽ nghiên cứu sự đổi mới về tài chính bởi vì nó cho thấy tư duy

sáng tạo trong các tổ chức tài chính đưa đến lợi nhuận cao hơn như thế nào. Khi xem vì sao các tổ chức tài chính là sáng tạo và sáng tạo theo cách nào trong quá khứ, chúng ta sẽ thu được một sự hiểu biết tốt hơn về các tổ chức này có thể sáng tạo như thế nào trong tương lai. Kiến thức này sẽ mang lại cho chúng ta một đầu mối hữu ích về sự thay đổi theo thời gian của hệ thống tài chính.

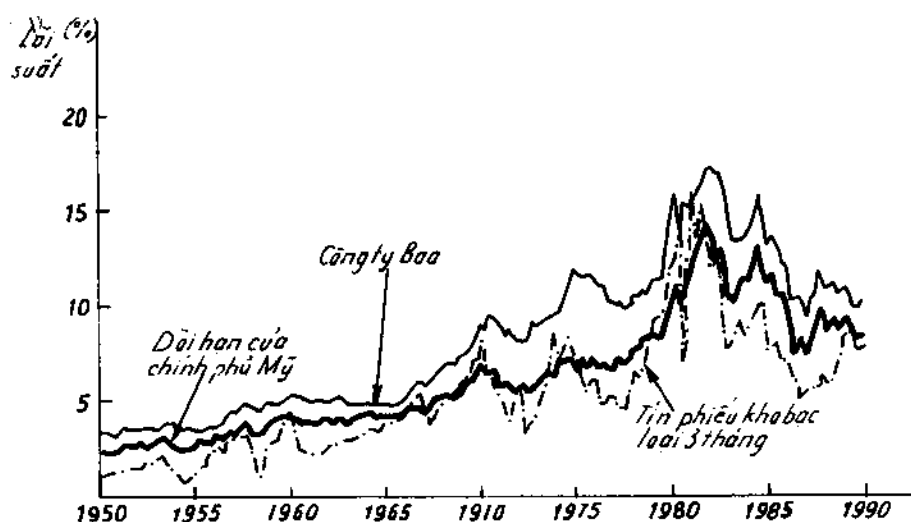
Nhịp điệu phát triển nhanh những đổi mới về tài chính có nghĩa rằng những điều lệ áp dụng cho hệ thống ngân hàng do chính phủ đưa ra đã trở thành lỗi thời, hoặc ngay cả trở nên tồi tệ, tác hại đến sự lành mạnh của hệ thống tài chính. Những thay đổi nhanh chóng trong môi trường điều hành đã đi kèm theo sự đổi mới nhanh chóng về tài chính. Việc hiểu rõ vấn đề như thế nào và "vì sao" của các điều lệ giúp chúng ta hiểu ngân hàng có thể tiến triển như thế nào trong tương lai và làm cho kiến thức của chúng ta về ngân hàng và về vai trò của nó trong việc xác định lượng tiền cung ứng không bị lỗi thời.

VÌ SAO NGHIÊN CỨU THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH ?

Thị trường tài chính là thị trường trong đó vốn được chuyển từ những người hiện có vốn dư thừa sang những người thiếu vốn. Thị trường tài chính như thị trường trái khoán và thị trường cổ phiếu có thể là quan trọng trong việc đưa vốn từ những người không sử dụng nó một cách sinh lợi cho mình, sang những người có thể sử dụng nó một cách sinh lợi cho mình, nhờ vậy đưa đến hiệu quả kinh tế cao hơn. Các hoạt động trong thị trường tài chính cũng có ảnh hưởng trực tiếp đối với việc chúng ta giàu có đến mức nào và đối với thái độ hành động của các hãng kinh doanh.

Thị trường trái khoán

Thị trường trái khoán đặc biệt quan trọng đối với hoạt động kinh tế bởi vì đó là nơi mà lãi suất được định ra. Do các lãi suất khác nhau có xu hướng đi đến đồng nhất, các nhà kinh tế thường xuyên gộp các lãi suất lại với nhau và nói đến một "lãi suất duy nhất". Tuy nhiên, như ta có thể thấy ở Hình 1.6, các lãi suất đối với một số loại trái khoán đôi khi lại khác nhau rõ rệt. Loại lãi suất đối với các tín phiếu kho bạc loại 3 tháng, ví dụ, dao động nhiều hơn so với những loại lãi suất khác và là thấp hơn nếu tính trung bình. Lãi suất đối với trái khoán công ty Baa (một loại trái khoán chất lượng trung bình) là cao hơn, nếu tính theo trung bình,



Hình 1.6. Các lãi suất đối với trái khoán chọn lựa : 1950-1990.

các loại lãi suất khác và khoảng cách giữa loại này với loại khác trở nên rộng ra hơn vào những năm 1970.

Chúng ta sẽ nghiên cứu thêm chuyển động chung trong các loại lãi suất này xảy ra như thế nào và vì sao lãi suất đối với các trái khoán khác nhau lại biến thiên khác nhau.

Thị trường cổ phiếu

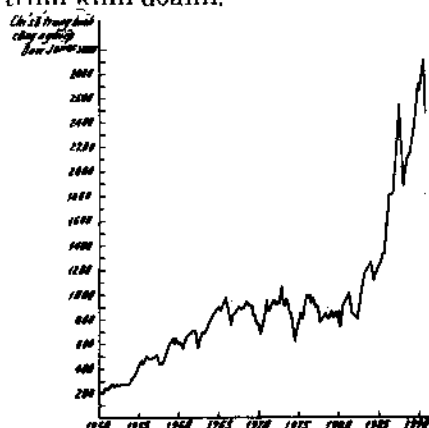
Như đã được chứng tỏ bằng thực tế rằng do được gọi là "thị trường", thị trường cổ phiếu, trong đó quyền đòi lợi nhuận từ các công ty (cổ phần) được đem mua bán, là loại thị trường tài chính được chú ý rộng rãi ở Mỹ. Sự chao đảo lớn về giá của các cổ phiếu trong thị trường cổ phiếu luôn luôn là chuyện trọng đại trong các bản tin buổi chiều. Dân chúng thường hay bày tỏ ý kiến của họ về việc thị trường đang hướng về đâu và sẽ luôn nói với bạn về chuyện "tàn sát" mới nhất của họ!). Sự chú ý đến thị trường này, có lẽ được giải thích tốt nhất bởi một sự thật là : Đó là nơi mà người ta có thể trở nên giàu có một cách nhanh chóng.

Như trên Hình 1.7 cho thấy, giá cổ phiếu rất là bất định. Chúng tăng một cách khá chắc trong những năm 1950, đạt đến một đỉnh vào năm 1966, rồi dao động lên và xuống tới năm 1973 là lúc tụt dốc mạnh. Giá cổ phiếu đã lên lại khá chắc chắn vào thời kỳ đầu của những năm 1980 là lúc mà một sự bộc phát mạnh mẽ thị trường cổ phiếu đã bắt đầu đưa chỉ số Trung bình công nghiệp Dow Jones

(the Dow Jones Industrial Average) tới một đỉnh là 2722 vào ngày 25/8/1987. Sau một suy giảm 17% kéo dài trong tháng tiếp theo và thêm một nửa tháng, thị trường cổ phiếu trải qua một sự sụt giảm thảm hại trong một ngày chưa từng thấy trong lịch sử của nó, đó là vào ngày "Thứ hai đen", 19/10/1987, khi đó chỉ số Dow Jones tụt hơn 500 điểm, tức 22%. Những dao động lớn này trong giá cổ phiếu tác động đến của cải của mọi người và do vậy đến ý định mua sắm của họ.

Thị trường cổ phiếu cũng là một yếu tố quan trọng trong việc chọn lựa quyết định đầu tư hay không của các hãng kinh doanh bởi vì giá cổ phần ảnh hưởng đến tổng số tiền vốn mà công ty muốn đạt được bằng cách bán các cổ phiếu mới được phát hành để tài trợ cho những chi phí đầu tư. Một giá cao hơn cho các cổ phần của một hãng nghĩa là có thể có được vốn lớn hơn dùng để mua nhà máy và thiết bị.

Chúng ta sẽ nghiên cứu kỹ xem giá cổ phiếu biểu diễn như thế nào và đáp ứng lại những thông tin ở thị trường ra sao. Chúng ta cũng sẽ thấy rằng chính sách tiền tệ có thể tác động vào giá cổ phiếu, và ngược lại giá cổ phiếu, có thể có một tác động đối với chu trình kinh doanh.



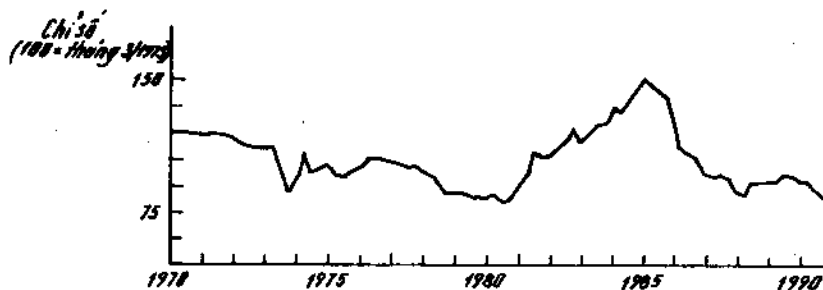
Hình 1.7. Giá cổ phiếu - đo theo chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones : 1950-1990.

Thị trường ngoại hối

Giá một đồng tiền của một nước tính bằng tiền của một nước khác gọi là **tỉ giá hối đoái**. Hình 1.8 cho thấy tỉ giá hối đoái của đôla Mỹ từ 1970 đến 1990 (được tính theo giá trị của đôla Mỹ ứng với một nhóm các đồng tiền ngoại quốc). Những dao động về giá cả ở thị trường này cũng đáng kể. Đồng đôla yếu đi rõ rệt từ 1971 đến 1973, tăng nhẹ về giá trị cho tới 1976 và sau đó đạt đến điểm thấp trong thời

kỳ 1978-1980. từ năm 1980 tới đầu 1985, đồng đôla tăng đột ngột rồi sau đó đã sụt giá đáng kể.

Những dao động về tỉ giá hối đoái đã có ý nghĩa gì trong công chúng và trong



Hình 1.8. Tỉ giá hối đoái của đôla Mỹ : 1970-1990.

giới kinh doanh Mỹ ? Một sự thay đổi về tỉ giá hối đoái có tác động trực tiếp đến người tiêu dùng Mỹ vì nó tác động đến giá của sản phẩm và dịch vụ nước ngoài. Năm 1985, một bảng Anh đổi khoảng 1,3 đôla (Mỹ). Những sản phẩm Anh giá 100 bảng, ví dụ áo len Shetland sẽ có giá 130 đôla. Với đồng đôla yếu hơn làm tăng đồng bảng Anh đến 1,90 đôla năm 1990, cũng vẫn những cái áo len Shetland giá 100 bảng Anh có giá 190 đôla. Như vậy ta thấy rằng đồng đôla yếu đi sẽ làm cho sản phẩm nước ngoài đắt lên, làm cho việc đi nghỉ hè ở Anh tốn kém hơn, và sẽ gây thêm khó khăn cho bạn chiều theo sở thích của mình đối với món pho mát Pháp. Kết quả dẫn đến là người Mỹ sẽ giảm việc mua sắm sản phẩm ngoại quốc của mình và sẽ tăng sự tiêu thụ sản phẩm nội địa (nghĩa là, đi du lịch tại Mỹ và mặc áo len Mỹ).

Mặt khác, một đồng đôla mạnh nghĩa là sản phẩm Mỹ được xuất khẩu ra nước ngoài sẽ đắt hơn lên ở nước ngoài và những người nước ngoài sẽ mua chúng ít hơn. Việc xuất khẩu thép, nói ví dụ, đã giảm mạnh khi đồng đôla mạnh lên vào các năm 1980-1985. Một đồng đôla mạnh làm lợi cho người tiêu dùng Mỹ vì nó làm sản phẩm ngoại quốc rẻ hơn, nhưng đánh vào giới kinh doanh Mỹ và hủy bỏ một số công ăn việc làm vì sụt giảm sức bán sản phẩm Mỹ cả ở trong nước và ở ngoài nước. sự yếu đi trong thời gian gần đây của đồng đôla Mỹ đã có tác động ngược : Nó làm cho sản phẩm ngoại quốc đắt thêm lên nhưng đã làm cho giới kinh doanh Mỹ thêm sức cạnh tranh. Dao động trong thị trường ngoại hối có

những hệ quả quan trọng đối với kinh tế Mỹ.

Chúng ta sẽ nghiên cứu xem tỉ giá hối đoái được xác định như thế nào trong thị trường ngoại hối, trong đó đồng đôla được mua và được bán bằng các đồng tiền nước ngoài. Sau cùng, chúng ta sẽ nghiên cứu xem tỉ giá hối đoái có thể tác động như thế nào đến việc cung ứng tiền tệ ở Mỹ và xem chính sách tiền tệ của Mỹ có thể tác động tỉ giá hối đoái như thế nào.

NHẬN XÉT KẾT LUẬN

Lĩnh vực tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính là một lĩnh vực kích thích. Chúng ta sẽ không chỉ thảo luận những vấn đề có tác động trực tiếp tới đời sống của bạn - lãi suất vay tiền và gửi tiền tiết kiệm và việc chính sách tiền tệ có thể tác động đến tương lai nghề nghiệp của bạn, đến giá cả sản phẩm trong tương lai như thế nào - mà sẽ còn nghiên cứu hiểu rõ thêm về các thần kỳ kinh tế mà bạn thường thường nghe thấy trên các phương tiện thông tin báo chí. Nghiên cứu của chúng ta về tiền bạc, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính cũng sẽ giới thiệu với bạn nhiều cuộc tranh luận về việc hướng dẫn chính sách kinh tế hiện đang là đề tài sôi động trên trường chính trị.

TÓM TẮT

1. Tiền tệ tỏ rõ có một ảnh hưởng quan trọng đối với các chu trình lạm phát, kinh doanh và đối với lãi suất. Do các biến cố kinh tế này rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế, chúng ta cần hiểu chính sách tiền tệ là gì và phải được hướng dẫn như thế nào. Chúng ta cũng cần nghiên cứu việc lập ngân sách chính phủ vì nó có thể là một yếu tố có ảnh hưởng đối với việc hướng dẫn chính sách tiền tệ.

2. Ngân hàng là quan trọng nhất trong số những trung gian tài chính, nó khơi nguồn vốn từ những người vì

lý do gì đó, không thể đưa nó vào sử dụng một cách sinh lợi tới những người có khả năng làm điều này. Ngân hàng cũng đóng vai trò tới hạn trong việc tạo lập tiền tệ và là quan trọng trong việc phát triển nhanh chóng những đổi mới về tài chính gần đây.

3. Các hoạt động trong thị trường tài chính có tác động trực tiếp đến của cải của mỗi cá nhân, đến hình thái diễn biến của các hãng kinh doanh, và đến tính chất hiệu quả của nền kinh tế chúng ta.

Ba thị trường tài chính cần chú ý đặc biệt: Thị trường trái khoán (là nơi định ra lãi suất); thị trường cổ phiếu (có một tác động quan trọng đối với của

cải của dân chúng); và thị trường ngoại hối (do dao động về tỉ giá hối đoái có một hậu quả quan trọng đối với nền kinh tế Mỹ).

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Tỷ lệ lạm phát đã tăng hay giảm tại Mỹ trong mấy năm qua? Lãi suất diễn biến như thế nào?

*2. Nếu lịch sử tự nó lặp lại và chúng ta thấy một sự đi xuống trong tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ, bạn trông đợi cái gì xảy ra đối với:

- a) sản phẩm thực.
- b) tỉ lệ lạm phát.
- c) lãi suất.

3. Cuộc suy thoái gần đây xảy ra vào lúc nào?

*4. Khi lãi suất tụt giảm, bạn có thể thay đổi thái độ kinh tế của mình như thế nào?

5. Bạn có thể hình dung ra những đổi mới về tài chính nào trong 10 năm qua có tác động đến cá nhân bạn?

*6. Phải chăng ai cũng tối tệ đi khi lãi suất tăng?

7. Hãy giải thích hệ quả của việc sụt giá cổ phiếu đối với việc hình thành quyết định mua hàng của người tiêu dùng và hình thành quyết định đầu tư nhà máy, thiết bị mới của công ty.

*8. Khi nhìn vào Hình 1.8, trong những năm nào bạn sẽ chọn để đi thăm vùng Grand Canyon ở Arizona hơn là thăm London.

9. Khi đồng đôla có giá nhiều hơn so với đồng tiền của các nước khác, liệu bạn có thể dễ mua quần Jeans do Mỹ sản xuất hay Pháp sản xuất? Liệu các hãng Mỹ sản xuất quần Jeans thích thú hơn khi đồng đôla mạnh hay khi đồng đôla yếu? Các công ty Mỹ kinh doanh nhập khẩu quần Jeans vào Mỹ sẽ thế nào?

* Các câu hỏi được đặt ra với dấu (*) có đáp án ở phụ lục cuối sách, có tiêu đề "Trả lời cho các câu hỏi và bài tập chọn lựa".

PHỤ LỤC CHƯƠNG 1

Định nghĩa tổng sản phẩm, tổng thu nhập và mức giá tổng hợp

Do những thuật ngữ này được dùng thường xuyên trong suốt cuốn sách, chúng ta cần có một hiểu biết rõ ràng về các định nghĩa của tổng sản phẩm, tổng thu nhập và mức giá tổng hợp.

TỔNG SẢN PHẨM VÀ TỔNG THU NHẬP

Mức đo được nói một cách chung nhất của tổng sản phẩm (aggregate output), **tổng sản phẩm quốc gia** (gross national product - GNP) được định nghĩa là giá trị của tất cả hàng hóa và dịch vụ sau cùng được tạo ra trong nền kinh tế trong thời gian 1 năm. Mức đo GNP này phải chú ý loại bỏ 2 loại khoản mục, mà thoạt nhìn bạn có thể nghĩ lầm mà đưa vào GNP : Việc mua những hàng hóa đã được sản xuất trong quá khứ như 1 bức tranh Rembrandt hoặc 1 ngôi nhà đã xây cách đây 20 năm, không được tính vào GNP, việc mua trái khoán hoặc cổ phiếu cũng vậy. Không thứ nào trong những món mua kể trên được đưa vào GNP vì chúng không phải là hàng hóa hay dịch vụ được sản xuất ra trong thời gian một năm, Những hàng hóa trung gian được dùng để sản xuất ra hàng hóa hay dịch vụ sau cùng như đường trong những thỏi kẹo, năng lượng để sản xuất thép cũng không được tính riêng ra thành một phần của GNP. Chúng không được tính riêng ra vì làm thế sẽ là tính 2 lần, bởi vì giá trị của hàng hóa sau cùng đã bao gồm giá trị hàng hóa trung gian.

Tổng thu nhập (Aggregate income), là toàn bộ thu nhập từ những yếu tố sản xuất (đất, sức lao động, vốn đầu tư) qua việc sản xuất ra hàng hóa và dịch vụ

trong nền kinh tế trong thời gian một năm, có thể hoàn toàn coi như bằng tổng sản phẩm. Vì việc thanh toán tiền cho hàng hóa và dịch vụ cuối cùng, rốt cuộc cũng đến tay người sở hữu những yếu tố sản xuất với tư cách là thu nhập, tiền thu nhập bằng tiền trả cho hàng hóa và dịch vụ cuối cùng.

Nói ví dụ, nếu nền kinh tế có một tổng sản phẩm trị giá 5 ngàn tỉ đôla (Mỹ), thì tổng thu nhập trong nền kinh tế (tổng thu nhập) cũng bằng 5 ngàn tỉ đôla.

SỰ KHÁC BIỆT GIỮA ĐỘ LỚN THỰC VÀ ĐỘ LỚN DANH NGHĨA

Khi giá trị tổng cộng của hàng hóa và dịch vụ cuối cùng được tính toán dựa vào giá hiện hành thì mức đo GNP tính ra được coi là GNP danh nghĩa. Từ "*danh nghĩa*" muốn nói rằng các giá trị được đo theo giá hiện hành. Nếu tất cả các giá gấp hai lần lên nhưng sản lượng hàng hóa và dịch vụ y nguyên, thì GNP danh nghĩa sẽ gấp đôi mà dân chúng thì không thích thú gì với cái lợi gấp đôi này như là khi có nhiều hàng hóa và dịch vụ. Do vậy những biến cố danh nghĩa có thể là những mức đo sai lệch sức khỏe của nền kinh tế.

Một mức đo tin cậy hơn về sức khỏe của nền kinh tế là đo các giá trị bằng giá cả của một năm gốc tùy ý, ví dụ gần đây lấy năm 1982. GNP được đo với giá không đổi được gọi là GNP thực, trong đó từ "*thực*" cho biết rằng các giá trị được đo bằng các giá cố định. Những biến số thực, như vậy sẽ đo số lượng hàng hóa và dịch vụ không thay đổi do giá đã thay đổi trừ khi nếu số lượng thực đã thay đổi.

Một ví dụ ngắn để làm cho sự khác biệt được rõ hơn. Giả sử rằng bạn có một thu nhập danh nghĩa 30.000 đôla năm 1992, trong khi năm 1982 bạn có một thu nhập danh nghĩa là 15.000 đôla. Nếu tất cả các giá đã gấp đôi lên trong khoảng từ 1982 đến tận 1992, bạn có khá lên không? Câu trả lời là "không" bởi vì, tuy thu nhập của bạn đã gấp đôi lên, món 30.000 đôla của bạn chỉ dùng để mua được cho bạn một lượng hàng hóa như cũ (nhưng giá mua thì gấp đôi lên). Một mức đo thu nhập thực sẽ chỉ ra rằng thu nhập của bạn tính theo hàng hóa mà nó có thể mua, thì như cũ. Được đo theo giá 1982, 30.000 đôla thu nhập danh nghĩa năm 1992 qui ra chỉ là 15.000 đôla thu nhập thực. Bởi vì thu nhập thực của bạn đúng như nhau trong cả hai năm đã nói, bạn chẳng khá lên hay tồi đi trong năm 1992, so với bạn trong năm 1982.

Do các biến số thực đo số lượng theo hàng hóa và dịch vụ thực, chúng có ý nghĩa hơn so với các biến số danh nghĩa. Trong cuốn sách này, phần thảo luận về tổng sản phẩm hoặc tổng thu nhập sẽ luôn luôn dùng các mức đo thực (ví dụ như GNP thực).

MỨC GIÁ TỔNG HỢP

Trong chương này, chúng ta đã định nghĩa mức giá tổng hợp như một mức đo các giá trung bình trong nền kinh tế. Hai mức đo của mức giá tổng hợp được thấy chung trong các số liệu kinh tế. Mức đo thứ nhất là chỉ số giảm phát GNP (GNP deflator), chỉ số đó được định nghĩa là :

$$\text{Chỉ số giảm phát GNP} = \frac{\text{GNP danh nghĩa}}{\text{GNP thực}}$$

Nếu 1992 GNP danh nghĩa là 6.000 tỉ đôla, nhưng GNP thực 1992 tính theo giá 1982 là 4.000 tỉ đôla thì chỉ số giảm phát là :

$$\frac{6000 \text{ tỉ đôla}}{4.000 \text{ tỉ đôla}} = 1,50$$

Chỉ số giảm phát GNP cho biết là, tính trung bình, giá đã tăng 50% từ sau 1982. Nói chung mức đo mức giá được thể hiện như là một chỉ số giá, nó thể hiện mức giá cho năm gốc, trong ví dụ của ta là năm 1982, là 100. Như vậy chỉ số giảm phát GNP cho 1992 sẽ được viết ra là 150.

Một mức đo thông dụng khác của mức giá tổng hợp (và là một mức đo được nói nhiều lần trên báo chí) là chỉ số giá tiêu dùng CPI (Consumer Price Index) được đo bằng cách định giá cho một "nhóm" các hàng hóa và dịch vụ được mua sắm bởi một gia đình thành thị điển hình qua một thời gian cho trước, ví dụ một tháng. Nếu qua thời kỳ một năm, giá của nhóm sản phẩm và dịch vụ này tăng từ 500 đôla tới 600 đôla thì CPI đã tăng 20%. CPI cũng được biểu thị như một chỉ số giá với năm gốc là bằng 100.

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) và chỉ số giảm phát GNP đều có thể được dùng để chuyển đổi hoặc giảm một độ lớn danh nghĩa sang một độ lớn thực. Điều này được thực hiện bằng cách chia độ lớn danh nghĩa cho chỉ số giá. Trong ví dụ của chúng ta, với chỉ số lạm phát GNP năm 1992 là 1,50 (được biểu thị như một chỉ số 150), GNP thực của năm 1992 bằng :

$$\frac{6.000 \text{ tỉ đôla}}{1,50} = 4.000 \text{ tỉ đôla theo giá 1982.}$$

Con số này ứng với con số GNP thực cho 1992 nói ở trên.

CHƯƠNG 2

Tiền là gì ?

LỜI DẪN

Nếu bạn đã sống ở Mỹ trước cuộc chiến tranh cách mạng, tiền của bạn trước hết có thể gồm những đồng tiền Doubloons Tây Ban Nha (những đồng bằng bạc này cũng còn được gọi là "đồng tám"). Trước nội chiến, các dạng chính của tiền ở Mỹ không chỉ là những đồng tiền vàng hay bạc mà còn là những phiếu do các ngân hàng tư nhân phát hành, được gọi là các giấy bạc ngân hàng (the bank notes). Ngày nay, có thể bạn dùng không những các đồng tiền kim loại hay tờ đôla mà chính phủ phát hành coi là tiền, mà cả những tờ séc được ký phát theo tài khoản được giữ ở các ngân hàng. Tiền là những vật khác nhau ở các thời điểm khác nhau - tuy vậy, nó luôn luôn quan trọng đối với dân chúng và đối với nền kinh tế.

Để hiểu được tác dụng của tiền đối với nền kinh tế, chúng ta phải hiểu một cách chính xác tiền là gì ? Trong chương này chúng ta định nghĩa chính xác bằng cách xem xét các chức năng của tiền tệ và xem vì sao và bằng cách nào chúng thúc đẩy tính hiệu quả của nền kinh tế qua việc xét xem dạng của nó đã tiến triển như thế nào qua thời gian và xem tiền hiện nay được đo như thế nào.

NGHĨA CỦA "TIỀN"

Do từ "*tiền*" (*money*) được dùng một cách tự nhiên trong các cuộc nói chuyện hàng ngày, nó có thể có nhiều nghĩa, nhưng đối với nhà kinh tế, nó có một nghĩa riêng. Để tránh nhầm lẫn, chúng ta phải làm sáng tỏ xem việc dùng từ "*tiền*" của

nhà kinh tế khác như thế nào so với việc sử dụng theo thông lệ.

Các nhà kinh tế định nghĩa **tiền** (hoặc một cách tương tự, **lượng tiền** cung ứng) được coi là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán cho hàng hóa hoặc dịch vụ hoặc trong việc hoàn trả các món nợ. **Đồng tiền** (currency) là những tờ đôla giấy hay tiền kim loại, rõ ràng là phù hợp với định nghĩa vừa nêu là một kiểu của tiền. Khi hầu hết dân chúng nói về "tiền" tức là họ đang nói về đồng tiền (tiền mặt). Ví dụ, nếu một người nào đó chặn bạn và quát "Đưa tiền đây, hoặc là anh sẽ chết" bạn phải nhanh chóng đưa lại tất cả tiền của bạn có chứ không làm một cuộc thảo luận triết lý bằng cách hỏi "Anh nói tiền vậy chính xác nó là cái gì?".

Định nghĩa tiền (money) chỉ đơn thuần là đồng tiền thì quá hẹp với các nhà kinh tế. Do séc cũng được chấp nhận như tiền trả khi mua, nên các món gửi ở dạng tài khoản séc cũng được coi là tiền. Thường cần một định nghĩa rộng hơn của tiền bởi vì những khoản khác như séc du lịch hay tiền gửi tiết kiệm đôi khi có thể được dùng để trả cho hàng hóa hoặc có thể có tác dụng hữu hiệu như tiền nếu chúng có thể được chuyển đổi một cách nhanh chóng và dễ dàng thành tiền mặt hoặc thành món gửi ở dạng tài khoản séc. Như bạn có thể thấy, không có một định nghĩa đơn giản, chính xác của tiền hoặc lượng tiền cung ứng, ngay cả đối với những nhà kinh tế. Chúng ta sẽ thường xuyên đụng chạm đến vấn đề này xuyên suốt nghiên cứu của chúng ta về tiền và về hoạt động ngân hàng.

Gây rắc rối cho vấn đề hơn, từ **tiền** (money) thường được dùng một cách đồng nghĩa với **của cải** (wealth) khi người ta nói "Joe chắc chắn là giàu có, anh ta có một lô khổng lồ tiền", có thể là họ muốn nói rằng Joe không chỉ có một khối đồng tiền lớn và số dư cao trong tài khoản séc của anh ta, mà rằng anh ta cũng có nhiều cổ phiếu, trái khoán, bốn xe hơi, ba ngôi nhà, và một thuyền buồm du lịch. Như vậy, trong khi đồng tiền (currency) là một định nghĩa quá chặt hẹp của tiền (money) cách sử dụng phổ thông khác như thế này lại là quá rộng nghĩa. Các nhà kinh tế xác định một sự khác biệt giữa tiền (money) dưới dạng tiền mặt, tiền gửi không kỳ hạn và những khoản khác được dùng để mua với của cải là tập hợp các vật sở hữu có chứa giá trị. **Của cải** (wealth) bao gồm không chỉ tiền (money) mà còn cả những gì là đối tượng để sở hữu (được gọi là **tài sản có** - asset), như trái khoán, cổ phiếu, tác phẩm nghệ thuật, đất, đồ đạc, xe hơi hoặc nhà cửa.

Mọi người cũng thường dùng từ "**tiền**" (money) để mô tả cái mà nhà kinh tế gọi là "**thu nhập**" (income) như trong câu "Sheila chắc sẽ là một môn thần kỳ : cô ta có một việc làm tốt và kiếm được nhiều tiền" (money). **Thu nhập** (income) là

lượng tiền đang kiếm được trong một đơn vị thời gian. Mặt khác tiền (money), là một lượng tồn kho nghĩa là nó là một lượng tiền xác định tại một thời điểm nhất định. Nếu ai đó bảo bạn rằng anh ta có một thu nhập 1000 đôla, bạn không thể nói được rằng anh ta kiếm được nhiều hay ít, nếu không biết rõ 1000 đôla này anh ta nhận được trong 1 năm, một tháng, thậm chí một ngày. Trường hợp khác, nếu ai đó bảo bạn rằng cô ta có 1000 đôla trong túi, bạn biết chính xác đó là bao nhiêu.

Để nhấn rõ thêm, cần luôn nghĩ rằng tiền (money) được thảo luận ở cuốn sách này là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán để lấy hàng hóa hay dịch vụ hoặc trong việc hoàn trả các món nợ và "tiền" khác với "thu nhập" và "của cải".

CÁC CHỨC NĂNG CỦA TIỀN

Dù tiền là vỏ sò, hoặc đá, hoặc vàng hoặc giấy trong nền kinh tế, nó có 3 chức năng hàng đầu là : là một phương tiện để trao đổi, một đơn vị tính toán và một nơi trữ giá trị. Trong 3 chức năng này, chức năng là một phương tiện trao đổi chính là cái phân biệt tiền với những tài sản khác như cổ phiếu, trái khoán, hoặc nhà cửa.

Phương tiện trao đổi

Trong hầu hết các giao dịch thị trường trong nền kinh tế của chúng ta, tiền trong dạng tiền mặt hoặc séc là một **phương tiện trao đổi** ; có nghĩa là nó được dùng để thanh toán, lấy hàng hóa hoặc dịch vụ. Việc dùng tiền làm một phương tiện trao đổi giúp đẩy mạnh hiệu quả của nền kinh tế qua việc loại bỏ được nhiều thời gian giành cho việc đổi chác hàng hóa hay dịch vụ. Để biết vì sao, chúng ta hãy nhìn vào một nền kinh tế đổi chác, tức là một nền kinh tế không có tiền trong đó hàng hóa hay dịch vụ được đổi trực tiếp lấy hàng hóa hay dịch vụ khác.

Lấy trường hợp Ellen, giáo sư kinh tế chỉ biết làm duy nhất một việc : giảng các bài học kinh tế tuyệt vời. Trong một nền kinh tế đổi chác, nếu Ellen muốn ăn, cô phải tìm một nông gia, người này không chỉ làm ra lương thực mà cô thích, mà còn phải là người muốn học về kinh tế. Như bạn có thể thấy, việc tìm kiếm này sẽ khó khăn và tốn thì giờ và Ellen có thể phải tốn thêm nhiều thì giờ để đi tìm một nông gia đổi về kinh tế học như cô định dạy. Thậm chí có thể là cô phải bỏ việc giảng bài để chính cô làm nghề nông. Ngay cả như thế, cô vẫn còn bị đói đến chết.

Thời gian tiêu hao khi gắng sức để trao đổi hàng hóa và dịch vụ được gọi là một **chi phí giao dịch**. Trong một nền kinh tế đối chác, các chi phí giao dịch là cao bởi vì người ta phải thỏa mãn "hai ý muốn trùng khớp" : tức là họ phải tìm ai đó có hàng hóa hay dịch vụ mà họ muốn và người đó cũng muốn hàng hóa hoặc dịch vụ mà họ chào mời.

Chúng ta hãy xem điều gì xảy ra nếu chúng ta đưa tiền tới thế giới của giáo sư kinh tế học Ellen. Ellen có thể dạy ai đó có ý định thanh toán tiền để nghe bài giảng của cô. Rồi sau đó cô có thể tới bất cứ nông gia nào (cò có thể không cần đi giao thiệp trực tiếp với nông gia mà thay vào đó sẽ đi đến siêu thị) và mua thứ lương thực mà cô cần với số tiền mà cô đã được trả công. Vấn đề "hai ý muốn trùng khớp" đã được tránh khỏi, và Ellen tiết kiệm được nhiều thời gian mà cô có thể dùng để làm cái việc mà cô làm tốt nhất : dạy học.

Chúng ta thấy tiền thúc đẩy hiệu quả kinh tế qua việc loại bỏ được nhiều thời gian chi phí trao đổi hàng hóa và dịch vụ. Nó cũng thúc đẩy hiệu quả kinh tế qua việc cho phép người ta chuyên làm cái công việc mà người ta làm tốt nhất. Bởi vậy chúng ta thấy rằng tiền là một khoản mục cơ bản trong một nền kinh tế. Nó tác dụng như một thứ dầu mỡ bôi trơn cho phép nền kinh tế chạy trơn tru hơn nhờ giảm thiểu chi phí giao dịch, từ đó khuyến khích chuyên môn hóa và phân công lao động.

Nhu cầu tiền mạnh đến mức hầu hết mọi xã hội, trừ những xã hội quá sơ khai, đã phát minh ra nó. Để một hàng hóa hoạt động được một cách hữu hiệu như tiền thì phải đạt được một số chuẩn mực : (1) nó phải được tạo ra hàng loạt một cách dễ dàng, làm dễ dàng cho việc xác định giá trị của nó ; (2) nó phải được chấp nhận một cách rộng rãi ; (3) nó phải có thể chia nhỏ được nhờ đó để "đối chác" ; (4) nó phải dễ chuyên chở và (5) nó phải không bị hư hỏng một cách nhanh chóng. Các dạng tiền thỏa mãn các chuẩn mực này đã có nhiều dạng khác thường qua lịch sử phát triển của nhân loại, đó là từ vỏ sò (chuối hạt) do người thổ dân châu Mỹ dùng, đến thuốc lá và rượu ứt-ki do những thực dân ở buổi đầu khi tìm ra châu Mỹ sử dụng, đến thuốc lá được dùng trong các trại tù binh chiến tranh trong Chiến tranh Thế giới thứ 2. Tính chất đa dạng của tiền được tạo ra từ xưa đến nay là một di chúc cho tính sáng tạo của loài người tương tự như việc tạo ra công cụ và ngôn ngữ.

Đơn vị đánh giá

Vai trò thứ 2 của tiền là làm **đơn vị đánh giá** ; nghĩa là, nó được dùng để đo

giá trị trong nền kinh tế. Chúng ta đo các giá trị của hàng hóa và dịch vụ bằng tiền giống y như chúng ta đo khối lượng bằng bảng (pounds) hoặc đo khoảng cách bằng dặm (miles). Để thấy vì sao chức năng này là quan trọng, chúng ta hãy nhìn một lần nữa vào nền kinh tế đổi chác trong đó tiền không thực hiện chức năng này. Nếu nền kinh tế này chỉ có 3 mặt hàng, nói ví dụ các quả đào, các bài giảng về kinh tế và các buổi chiếu phim, thì chúng ta chỉ cần biết 3 giá để nói với chúng ta rằng phải làm thế nào để trao đổi thứ này với thứ khác : giá của những quả đào tính bằng những bài giảng kinh tế (nghĩa là, bạn phải trả bao nhiêu bài giảng kinh tế để lấy một quả đào), giá của những quả đào tính bằng các buổi chiếu phim và giá của những bài giảng kinh tế tính bằng các buổi chiếu phim. Nếu có 10 mặt hàng, chúng ta sẽ cần biết 45 giá để trao đổi một thứ hàng này với một thứ hàng khác, với 100 mặt hàng, chúng ta cần tới 4950 giá ; và với 1000 mặt hàng, cần 499.500 giá ⁽¹⁾.

Hãy tưởng tượng ra sự khó khăn đến thế nào nếu đi mua sắm ở một siêu thị với 1000 mặt hàng khác nhau trên các giá đặt hàng của nó : khi quyết định hoặc là gà hay là cá rẻ hơn sẽ rất khó khăn nếu giá của một pao (= 450 g) gà được định bằng 4 pao bơ, trong khi một pao cá được định giá là 8 pao cà chua. Để chắc chắn rằng bạn có thể so sánh giá của tất cả các mặt hàng, bảng giá của mỗi một mặt hàng sẽ phải kê ra tới 999 giá khác nhau và thời gian dùng để đọc chúng sẽ đưa đến một chi phí giao dịch rất lớn.

Giải pháp cho vấn đề này là đưa tiền vào nền kinh tế và định giá bằng đơn vị tiền cho tất cả các mặt hàng, nhờ đó chúng ta có thể định giá các bài giảng kinh tế, những quả đào và các buổi chiếu phim bằng đôla. Nếu chỉ có 3 mặt hàng trong nền kinh tế thì điều này sẽ không có lợi ích lớn so với hệ thống đổi chác vì chúng ta vẫn còn cần 3 giá để tiến hành giao dịch. Mặt khác, với 10 mặt hàng bây giờ chúng ta chỉ cần 10 giá ; 100 mặt hàng, 100 giá ; v.v... Tại siêu thị có 1000 mặt hàng, nay chỉ có 1000 giá để xem chứ không phải 499.500 !

(1) Công thức cho chúng ta biết số giá ta cần khi chúng ta có N mặt hàng giống như công thức tính số cặp khi có N phân tử. Đó là :

$$\frac{N(N-1)}{2}$$

Ví dụ trong trường hợp có 10 mặt hàng, chúng ta sẽ cần :

$$\frac{10(10-1)}{2} = \frac{90}{2} = 45$$

Bảng 2.1. Số lượng giá trong một nền kinh tế đối chác ứng với số lượng giá trong một nền kinh tế dùng tiền

Số mặt hàng	Số lượng giá trong một nền kinh tế đối chác	Số lượng giá trong một nền kinh tế tiền tệ
3	3	3
10	45	10
100	4.950	100
1.000	499500	1.000
10.000	49.995.000	10.000

Chúng ta có thể thấy rằng việc dùng tiền làm một đơn vị đánh giá giảm được chi phí thời gian để giao dịch trong một nền kinh tế nhờ giảm số giá cần phải xem xét. Cái lợi của chức năng này của tiền tăng lên khi nền kinh tế trở nên phức tạp hơn, như nêu trong Bảng 2.1, với một số hàng cho trước, so sánh số lượng giá đòi hỏi trong một nền kinh tế đối chác đối lại với số lượng giá của một nền kinh tế tiền tệ.

Nơi chứa giá trị

Tiền cũng tác dụng như một **nơi chứa giá trị** ; nghĩa là một nơi chứa sức mua hàng qua thời gian. Một nơi chứa giá trị được dùng để tách thời gian từ lúc mà người ta nhận được thu nhập tới lúc người ta tiêu nó. Chức năng này của tiền là hữu ích vì hầu hết chúng ta không muốn chi tiêu thu nhập của mình ngay lập tức khi nhận được nó, mà muốn đợi đến khi chúng ta có thì giờ hoặc có ý muốn mua sắm.

Tiền không phải duy nhất là nơi chứa giá trị vì một tài sản bất kỳ, như tiền mặt, cổ phiếu, trái khoán, đất đai, nhà cửa, tác phẩm nghệ thuật hoặc đồ châu báu, đều là một phương tiện chứa của cải. Nhiều trong số những loại tài sản này có lợi hơn so với tiền xét về mặt chứa giá trị ; chúng thường đem lại cho chủ nhân một lãi suất cao hơn tiền mang lại, giúp chủ nhân trải qua những sự tăng cao về giá cả, và mang lại những công dụng ví dụ như làm một cái mái che trên đầu. Vậy nếu những tài sản này là nơi chứa đáng chuộng hơn cho các giá trị so với tiền, thì tại sao mọi người giữ tiền làm gì ?

Câu giải đáp cho vấn đề này liên quan đến một khái niệm kinh tế quan trọng

được gọi là **tính lỏng** (liquidity - khả năng dễ chuyển thành tiền mặt, BT), hàm nghĩa là có sự tương đối dễ dàng và nhanh chóng, nhờ đó một tài sản có thể chuyển đổi thành một phương tiện trao đổi và đây là một tính chất nổi bật đáng mong muốn. Tiền là tài sản có tính chất lỏng nhất bởi vì nó là phương tiện trao đổi; nghĩa là không giống những tài sản khác, nó không cần phải được chuyển thành thứ gì khác với mục đích để mua hàng. Những tài sản khác đòi hỏi chi phí giao dịch khi cần chuyển sang tiền. Ví dụ khi bạn bán nhà của bạn, bạn phải trả cho người môi giới một khoản (thường từ 6-7% giá bán), và nếu bạn lại cần tiền mặt ngay để trả cho một số hóa đơn khẩn cấp có thể bạn buộc phải đặt giá thấp hơn để bán nhanh ngôi nhà. Do tiền là tài sản có tính chất lỏng nhất đó chính là sự giải đáp cho câu hỏi tại sao người ta có ý định giữ nó ngay cả nếu nó không phải là nơi chứa giá trị một cách hấp dẫn nhất. Tiền là nơi chứa giá trị tốt đến thế nào thì tùy thuộc vào mức giá, do giá trị của nó được ấn định theo mức giá. Nếu các giá đều tăng gấp hai chẳng hạn thì nghĩa là giá trị của tiền đã sụt một nửa, còn nếu các giá đều giảm đi một nửa thì nghĩa là giá trị tiền đã tăng lên hai lần. Trong 1 cuộc lạm phát, khi mức giá tăng lên nhanh chóng, tiền mất giá nhanh chóng và dần chúng sẽ bất đắc dĩ mới giữ của cải ở dạng này. Điều này hết sức đúng trong những thời kỳ lạm phát mạnh mẽ, được gọi **siêu lạm phát**, trong đó tỉ lệ lạm phát vượt quá 50% mỗi tháng.

Một ví dụ về những siêu lạm phát như thế đã xảy ra ở Đức sau thế chiến I, với tỉ lệ lạm phát đôi khi vượt 1000% một tháng. Cuối kỳ siêu lạm phát vào năm 1923, mức giá đã tăng lên 30 tỉ lần mức đúng 2 năm trước đó. Số lượng tiền cần thiết để mua dù một món đồ tầm thường nhất cũng nhiều quá lớn. Ví dụ có câu chuyện xảy ra vào gần cuối cuộc lạm phát là một xe cút kít tiền mặt chỉ đủ mua một ổ bánh mì. Tiền mất giá trị nhanh đến mức công nhân được trả lương và được cho thời gian một vài lần trong ngày để tiêu tiền lương trước khi nó trở nên kém giá hơn nữa. Không ai muốn giữ tiền và như vậy việc dùng tiền để thực hiện các giao dịch giảm đi, việc đổi chác dần dần ngưng trệ. Chi phí giao dịch đã tăng vọt lên, và như vậy chúng ta thấy là sản lượng trong nền kinh tế tụt dốc nghiêm trọng.

SỰ TIẾN TRIỂN CỦA HỆ THỐNG THANH TOÁN

Chúng ta có thể có được một bức tranh tốt hơn về các chức năng của tiền và các dạng tiền từ trước đến nay qua việc xem xét sự tiến triển của **hệ thống thanh toán** tức là của phương thức hướng dẫn các giao dịch trong nền kinh tế.

Hệ thống thanh toán đã và đang tiến triển từ nhiều thế kỷ, kèm theo nó là dạng tiền. Ở một thời kỳ, những kim loại quý ví dụ như vàng đã được dùng làm phương tiện chính để thanh toán và là dạng chủ yếu của tiền. Sau đó, những tài sản giấy ví dụ như séc và tiền giấy bắt đầu được dùng trong hệ thống thanh toán và được coi là tiền. Nơi mà hệ thống thanh toán đang hướng tới có một ý nghĩa quan trọng đối với việc tiền sẽ được định nghĩa như thế nào trong tương lai.

Để có một viễn cảnh về hệ thống thanh toán đang hướng vào đâu, thì tốt nhất là xem xét kỹ nó đã tiến triển như thế nào. Để cho một vật thể có tác dụng là tiền, nó phải có thể được chấp nhận rộng rãi, tức là mọi người đều phải sẵn lòng nhận nó trong việc thanh toán mua hàng hóa hay dịch vụ. Một vật thể nếu rõ ràng có giá trị đối với mọi người thì có thể được chọn làm tiền, và một chọn lựa tự nhiên là một kim loại quý ví dụ vàng hay bạc. Từ cổ xưa đến cách đây một vài trăm năm, những kim loại quý này đã tác dụng như một phương tiện trao đổi trong mọi xã hội trừ xã hội sơ khai nhất. Vấn đề xảy ra với một hệ thống thanh toán dựa hoàn toàn vào kim loại quý là ở chỗ một dạng tiền như thế thì rất nặng và khó chuyên chở từ nơi này sang nơi khác. Thử hình dung các lỗ thùng trong túi của bạn do dùng lâu ngày nếu bạn phải mua các thứ chỉ bằng tiền kim loại ! Thực vậy, để mua những món lớn ví dụ một ngôi nhà, bạn sẽ phải thuê một xe tải để vận chuyển tiền thanh toán.

Sự phát triển tiếp theo trong hệ thống thanh toán là đồng tiền giấy (những tấm giấy có tác dụng làm 1 phương tiện trao đổi). Thoạt đầu, đồng tiền giấy có một lời hứa là có thể được chuyển đổi sang đồng tiền kim loại hoặc sang một số lượng kim loại quý. Tuy nhiên trong hầu hết các nước, nó đã tiến triển thành tiền pháp định, loại tiền giấy mà chính phủ có ủy nhiệm pháp lý (nghĩa là theo pháp lý, tiền này phải được chấp nhận làm tiền trả các món nợ) song, không có khả năng chuyển đổi thành tiền kim loại hoặc kim loại quý được. Đồng tiền giấy có lợi là nó nhẹ hơn nhiều so với tiền kim loại hoặc kim loại quý ; nhưng nó có thể được chấp nhận làm phương tiện trao đổi chỉ với điều kiện là có sự tín nhiệm đối với cơ quan thẩm quyền (thường là chính phủ), phát hành nó và khi việc in tiền đã đạt đến một trình độ tiên tiến đầy đủ khiến việc làm giả là cực kỳ khó khăn. Do tiền giấy đã tiến triển thành một thứ thỏa ước pháp lý, các nước có thể thay đổi đồng tiền mà họ dùng theo ý muốn. Thực vậy, đây chính xác là những gì đã xảy ra vừa qua ở nước Đức và nó có thể xảy ra ở toàn châu Âu vào một lúc nào đó trong tương lai (xem Bài đọc thêm 2.1).

BÀI ĐỌC THÊM 2.1.

Toàn cảnh

Liên minh tiền tệ ở Đức 1990 : với châu Âu 1992, liệu châu Âu sẽ cách xa ở phía sau ?

Liên minh tiền tệ - Việc chấp nhận một đồng tiền chung cho hai miền hoặc nhiều nước - thường được xem như giai đoạn chót của sự hợp nhất kinh tế và chính trị. Những người biện hộ cho Liên minh tiền tệ chỉ ra cái lợi là ở chỗ một đồng tiền duy nhất sẽ loại bỏ được chi phí về thời gian để giao dịch vì không còn phải đổi đồng tiền của vùng này thành đồng tiền của vùng khác. Do những sự kiện đặc biệt gần đây ở châu Âu cho thấy, có thể có những lý do quan trọng khác để đặt cỗ xe kinh tế trước con ngựa chính trị và tiến lên trước hết với Liên minh tiền tệ. Với làn sóng cuốn cuộn những người di cư từ Đông sang Tây Đức năm 1989 và đầu những năm 1990, sự hợp nhất nhanh chóng hai nền kinh tế trở nên bắt buộc ngay cả trước khi sự hợp nhất chính trị có thể xảy ra để hàn dòng di cư tự phía Đông. Để đẩy mạnh việc hợp nhất kinh tế, hai nước Đức đã thực hiện cái bước quyết định vào tháng 6/1990 là chấp nhận đồng mác Tây Đức làm đồng tiền chung, cho phép người Đông Đức đổi một

mác Đông Đức lấy một mác Tây Đức.

Liên minh tiền tệ ở Đức có thể chỉ là khởi đầu của Liên minh tiền tệ xa hơn trên toàn châu Âu. Như một phần thuộc sáng kiến châu Âu 1992 để xúc tiến một thị trường hợp nhất trong 12 nước thuộc cộng đồng châu Âu vào cuối năm 1992, Ủy ban Kinh tế châu Âu (EEC) đã thảo ra một kế hoạch để đi đến lập ra một đồng tiền chung của châu Âu dựa trên cơ sở đồng Euro, đơn vị tiền châu Âu. Một lần nữa lý do đằng sau Liên minh tiền tệ lại không phải chỉ là những cái lợi của tính hữu hiệu do "giảm phí giao dịch", mà nó còn là một cú đẩy mà một Liên minh tiền tệ như vậy tạo ra để hướng tới sự hợp nhất những nền kinh tế khác nhau của châu Âu. Do cuộc tranh cãi xung quanh kế hoạch của EEC cho một đồng tiền châu Âu duy nhất, không ai biết chắc liệu Liên minh tiền tệ châu Âu có xuất hiện trong tương lai gần hay không. Tuy vậy lần đầu tiên trong lịch sử, một đồng tiền duy nhất của châu Âu cũng là một khả năng rõ rệt.

Trở ngại chính của đồng tiền giấy và đồng tiền kim loại là ở chỗ chúng dễ bị đánh cắp và có thể tổn kém khi chuyên chở do công kênh. Để khắc phục khó khăn này, một bước tiến triển mới của hệ thống thanh toán đã xuất hiện với hoạt động ngân hàng hiện đại : đó là sự ra đời của các séc (checks). Séc là một kiểu của IOU (giấy nợ) có thể thanh toán theo yêu cầu, nó cho phép tiến hành giao dịch mà không phải chuyên chở vòng vèo một lượng lớn tiền mặt. Việc đưa séc vào sử dụng là một điểm mới quan trọng cải thiện được hiệu quả của hệ thống thanh toán. Thường thường, các cuộc thanh toán có món đi món về và chúng khứ lẩn nhau ; nếu không có séc thì việc này tạo ra sự di chuyển một lượng lớn tiền mặt.

Với séc, các cuộc thanh toán có tính chất khứ lẫn nhau có thể được hoàn tất bằng cách khứ séc và không có đồng tiền nào cần chuyển đi. Như vậy việc dùng séc giảm được chi phí vận chuyển gắn liền với hệ thống thanh toán và cải thiện được hiệu quả kinh tế. Lợi ích khác của séc là ở chỗ chúng có thể được viết ra với bất cứ lượng tiền nào cho đến hết số dư trên tài khoản, khiến cho việc giao dịch với những món tiền lớn được dễ dàng hơn nhiều. Séc còn có lợi vì nhờ nó việc mất trộm giảm rất nhiều và mang lại thuận tiện trong việc thu tiền mua hàng.

Tuy vậy, có hai trở ngại đối với hệ thống thanh toán bằng séc. Trước hết là cần thời gian để chuyển séc từ nơi này sang nơi khác, điều này đặc biệt nghiêm trọng nếu bạn đang thanh toán cho một người ở nơi khác mà người này cần được thanh toán nhanh. Ngoài ra, nếu bạn có một tài khoản séc, bạn biết là cần một vài ngày trước khi một ngân hàng ghi có cho tài khoản của bạn với một séc mà bạn đã gửi vào. Nếu bạn cần ngay tiền mặt, đặc biệt nổi bật này của hệ thống thanh toán bằng séc làm bạn thất vọng. Thứ 2, tất cả những rắc rối phức tạp về giấy tờ cần phải có đã làm cho việc sử dụng séc khá tốn kém; người ta ước tính rằng gần đây số tiền chi phí cho toàn bộ số séc viết ở Mỹ đã vượt quá 5 tỉ đôla mỗi năm.

Với sự phát triển của computer và công nghệ viễn thông tiên tiến đường như sẽ có một phương pháp tốt hơn để tổ chức hệ thống thanh toán của chúng ta. Tất cả công việc giấy tờ có thể được loại bỏ bằng cách biến đổi toàn bộ sang một hệ thống gọi là hệ thống chuyển khoản điện tử (Electronic funds transfer system - EFTS), tức là một hệ thống trong đó mọi cuộc thanh toán được thực hiện nhờ hệ thống tin viễn thông điện tử. Chúng ta hãy xem một hệ thống như vậy có thể làm việc như thế nào.

Cửa hàng trong tương lai sẽ có một thiết bị ngoại vi computer (gọi một cách điển hình là "Hệ thống một điểm bán" (a point-of-sale system POS), hệ thống này cho phép bạn mua sắm không cần tiền mặt hoặc séc. Khi bạn đã chọn xong món hàng định mua, ví dụ một đôi quần Jeans, bạn chỉ cần ngồi xuống bên thiết bị ngoại vi, ấn số mã bí mật của mình vào máy là có thể chuyển vốn từ tài khoản ngân hàng của bạn tới tài khoản cửa hàng. Khi cửa hàng kiểm tra thấy điều này đã xảy ra, bạn được trao các quần Jeans và ra về. Nếu bạn có một giấy báo nợ cần thanh toán, bạn sẽ chỉ phải bấm máy tính cá nhân của bạn và quay số nối vào một mạng lưới điện tử đặc biệt, tại đó bạn có thể chuyển vốn từ tài khoản ngân hàng của bạn sang tài khoản của cá nhân hay công ty mà bạn đang nợ. Công việc giao dịch này sẽ xảy ra trong khoảnh khắc và không phải soạn thảo hay viết bất cứ thứ giấy tờ gì.

Phải chăng hệ thống chuyển khoản điện tử xem ra có vẻ là một hệ thống gượng gạo, thiếu tự nhiên ? Không phải như vậy vì hệ thống loại này đã sẵn sàng hoạt động trên một phạm vi rộng lớn. Cơ quan Dự trữ Liên bang có một hệ thống thông tin viễn thông, gọi là Fedwire (Chuyển khoản Liên bang), hệ thống này cho phép mọi tổ chức tài chính có gửi những tài khoản ở Dự trữ Liên bang thực hiện chuyển khoản từ tổ chức này sang tổ chức kia mà không phải chuyển séc. Ngoài ra, CHIPS (Clearing House Interbank Payment System - Hệ thống thanh toán bù trừ liên ngân hàng), một hệ thống chuyển khoản điện tử tư nhân, được dùng để chuyển khoản giữa các ngân hàng trên phạm vi quốc tế. Nay các ngân hàng, thị trường tiền tệ, quỹ tương trợ, những người buôn chứng khoán và các công ty có thể chuyển khoản nhờ hệ thống này.

Chuyển khoản theo đường dây (Wire transfers) là phương thức đặc trưng cho việc chuyển những khoản lớn hơn 1 triệu đôla, bởi vậy, tuy có dưới 1% số vụ giao dịch dùng phương thức chuyển khoản điện tử (chuyển khoản theo đường dây), trên 80% giá trị đôla giao dịch được chuyển theo phương thức này. Tuy thế, khi chúng ta nói rằng một công ty đang thanh toán cho một thứ gì đó với một séc, thì nghĩa là công ty đó thường là đang thanh toán bằng cách chuyển khoản điện tử.

Gần đây, Hệ thống chuyển khoản điện tử (EFTS) đã và đang với tới đời sống của công chúng rộng rãi một cách trực tiếp. Một số khoản nợ định kỳ nay có thể được thanh toán một cách tự động hàng tháng không cần phải đựng đến tài khoản séc. Nhiều công ty thanh toán lương bằng cách chuyển trực tiếp nó vào tài khoản ngân hàng của nhân viên. Một số ngân hàng mời chào khách hàng một dịch vụ trong đó khách hàng có thể nối máy tính cá nhân của họ vào một mạng lưới để thực hiện một số giao dịch, ví dụ chuyển vốn từ tài khoản tiết kiệm sang tài khoản séc.

Tuy đã có dự báo séc sẽ sớm biến mất trong nền kinh tế Mỹ, việc tới một xã hội không séc còn cần nhiều thời gian hơn là nhiều người đã tưởng. Trong khi Hệ thống chuyển khoản điện tử (EFTS) có thể là hữu hiệu hơn Hệ thống thanh toán trên cơ sở giấy, có một số điều cản trở sự xóa bỏ hệ thống giấy. Hệ thống giấy có lợi vì nó tạo ra những biên nhận bằng giấy (receipt) và sự gian lận khó thực hiện hơn. Chúng ta thường đọc trên báo rằng một kẻ không được phép có thể đã "nắm" được một cơ sở dữ liệu computer và có thể đã sửa đổi thông tin lưu trữ ở đấy. Thực tế, việc như vậy đã thường xảy ra thì có nghĩa là những kẻ bất lương đã có khả năng với tay tới tài khoản ngân hàng trong một thống thanh toán điện tử và lấy cắp vốn gửi bằng cách chuyển nó từ một tài khoản của một người khác nào đó sang tài khoản của chúng. Ngăn ngừa hành động này không phải là việc

để làm, và có một ngành hoàn toàn mới đang mở ra để cải thiện sự an toàn computer. Một khó khăn khác đối với Hệ thống thanh toán điện tử là ở chỗ còn có nhiều vấn đề pháp lý rắc rối cần được xử lý. Ví dụ, liệu bạn có thể ngừng thanh toán đối với một cuộc chuyển khoản điện tử theo cách bạn có thể làm với séc ? Ai phải chịu trách nhiệm nếu, một người nào đó nắm được số mã bí mật của bạn và rút vốn từ tài khoản của bạn một cách bất hợp pháp ?

Kết luận rút ra từ cuộc luận này có lẽ là chúng ta đang đi tới một hệ thống thanh toán trong đó việc sử dụng giấy tờ sẽ giảm thiểu, tuy rằng việc phát triển các dạng mới của tiền điện tử (electronic money) có thể là một quá trình từng bước do có những trở ngại, ví dụ sự đảm bảo an toàn đầy đủ.

ĐO LƯỢNG TIỀN

Định nghĩa tiền là bất cứ cái gì được chấp nhận chung trong việc thanh toán cho hàng hóa và dịch vụ cho ta thấy rằng tiền được định nghĩa theo thái độ của mọi người.

Cái khiến một tài sản được coi là tiền là ở chỗ mọi người tin nó sẽ được những người khác chấp nhận khi thực hiện thanh toán. Như chúng ta đã thấy, nhiều tài sản khác nhau đã đóng vai trò này qua nhiều thế kỷ, kể từ vàng đến tiền giấy rồi đến tài khoản séc. Vì lý do đó, định nghĩa có tính chất thái độ không cho chúng ta biết chính xác những tài sản nào phải được coi là tiền trong nền kinh tế của chúng ta.

Để đo lường tiền, chúng ta cần một định nghĩa chính xác để chúng ta biết một cách đúng đắn những tài sản nào phải được bao gồm. Có hai cách để nhận được một định nghĩa chính xác về tiền : phương pháp lý thuyết và phương pháp kinh nghiệm.

Những định nghĩa lý thuyết và kinh nghiệm về tiền

Phương pháp lý thuyết định nghĩa tiền bằng cách dùng lý thuyết kinh tế để quyết định xem những thứ gì trong số các tài sản phải được đưa vào phạm vi đo lường tiền.

Như chúng ta đã thấy, đặc điểm then chốt của tiền là ở chỗ nó được dùng làm một phương tiện trao đổi. Do đó, phương pháp lý thuyết tập trung vào phương tiện này và đề nghị rằng chỉ những tài sản nào rõ ràng tác dụng như một phương tiện trao đổi mới nằm trong việc đo lường tiền cung ứng. Tiền mặt, các món tiền gửi tài khoản séc và séc du lịch đều có thể được dùng để thanh toán cho hàng

hóa, dịch vụ và rõ ràng có tác dụng làm phương tiện trao đổi. Phương pháp lý thuyết đề nghị rằng việc đo lường tiền cung ứng chỉ phải kể các thứ tài sản này mà thôi.

Đáng tiếc là, phương pháp lý thuyết không rõ ràng dứt khoát như chúng ta muốn. Những thứ tài sản khác ngoài những thứ kể ở trên tác dụng phần nào giống như phương tiện trao đổi nhưng không hoàn toàn "lỏng" như tiền mặt và các món tiền gửi tài khoản séc. Ví dụ khách hàng của hãng môi giới có thể viết các séc ứng với những nghiệm ngặt đối với những đặc quyền viết séc - ví dụ một món tối thiểu mà bạn có thể viết séc - không rõ liệu những tài khoản này có thực sự tác dụng như một phương tiện trao đổi hay không). Tương tự, có những tài sản khác (tài khoản tiết kiệm ở ngân hàng), chúng có thể được chuyển nhanh chóng thành tiền mặt không phải chịu một phí tổn nhỏ nào.

Sự không rõ nghĩa cố hữu trong phương pháp lý thuyết để xác định những tài sản nào phải được kể tới khi đo lường tiền đã khiến nhiều nhà kinh tế đưa ra đề nghị rằng tiền phải được định nghĩa theo phương pháp thiên nhiều về kinh nghiệm hơn ; tức là những quyết định về việc cái gì thì gọi là tiền phải được dựa trên cơ sở là phép đo lường tiền nào tác dụng tốt nhất trong việc dự báo các diễn biến của những biến số mà tiền có tác dụng giải thích. Ví dụ chúng ta phải xem phép đo lường tiền nào giúp thực hiện được tốt nhất việc dự báo tỉ lệ lạm phát hoặc chu trình kinh doanh và sau đó chọn nó làm phép đo ưu tiên để đo lường tiền cung ứng. Rất tiếc, các bằng chứng kinh nghiệm về phép đo lường tiền nào tác dụng tốt nhất lại cũng không dứt khoát : một phép đo giúp dự báo được tốt trong một thời kỳ có thể không là phép đo giúp dự báo tốt trong một thời kỳ khác ; và một phép đo để dự báo lạm phát có thể không phải là phép đo tốt nhất để dự báo chu trình kinh doanh.

Như bạn đã thấy : không có phương pháp nào trong hai phương pháp chọn một định nghĩa chính xác của tiền lại là phương pháp hoàn toàn thỏa mãn. Phương pháp lý thuyết thì không đủ rõ ràng để cho chúng ta biết những tài sản nào phải được đưa vào hay loại trừ trong 1 phép đo lường tiền thích hợp. Phương pháp kinh nghiệm cũng gặp những khó khăn vì chứng cứ cho việc phép đo nào là phép đo tiền được ưu tiên không phải là chứng cứ rõ rệt, và ngay cả nếu chứng cứ là rõ rệt, chúng ta cũng không thể chắc chắn rằng một phép đo đã tác dụng tốt trong quá khứ lại tác dụng tốt trong tương lai. Sự không rõ rệt về việc tiền nói chính xác ra là cái gì không phải là trạng thái thỏa mãn trong công việc, bởi vì những nhà vạch chính sách, là người chịu trách nhiệm điều hành nền kinh tế, cần biết một cách chính xác xem các thành phần của lượng tiền cung ứng là gì nếu họ hướng dẫn chính sách bằng cố gắng điều chỉnh nó.

Tổng lượng tiền của Dự trữ Liên bang

Hệ thống Dự trữ Liên bang (còn gọi là **Fed**), cơ quan có thẩm quyền trung ương về hoạt động ngân hàng, chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ ở Mỹ đã chỉ đạo nhiều cuộc nghiên cứu đối với việc làm thế nào để định nghĩa tiền một cách tốt nhất. Vấn đề định nghĩa tiền đã trở nên có tính chất đặc biệt quyết định bởi lẽ việc đổi mới tài chính ráo riết đã tạo ra những tài sản kiểu mới hoàn toàn có thể đưa vào một cách đo lường tiền. Từ năm 1980, Fed đã thay đổi các định nghĩa của mình về tiền một vài lần và đã dùng những phép đo lường tiền cung ứng sau đây, những phép đo này cũng được gọi là **tổng lượng tiền** (monetary aggregates) cho trong Bảng 2.2 (Những tài sản được liệt kê trong Bảng 2.2 sẽ được mô tả kỹ hơn ở Chương 3).

Định nghĩa hẹp về tiền mà Fed báo cáo, là M_1 tương ứng với định nghĩa đề ra theo phương pháp lý thuyết và bao gồm tiền mặt, các tiền gửi tài khoản séc, và séc du lịch. Những tài sản này rõ ràng là tiền vì chúng có thể trực tiếp dùng làm phương tiện trao đổi. Tới giữa những năm 1970 chỉ các ngân hàng thương mại mới được phép thiết lập các tài khoản séc và những ngân hàng này không được phép thanh toán bất cứ khoản lãi nào cho những tài khoản này. Với sự đổi mới tài chính xuất hiện (được thảo luận kỹ ở Chương 13), các qui chế đã thay đổi do đó các loại ngân hàng khác như công ty tiết kiệm và cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ và liên hiệp tín dụng cũng có thể đưa ra những tài khoản séc. Ngoài ra, các tổ chức ngân hàng có thể đưa ra những kiểu gửi khác có thể phát séc được như tài khoản NOW (lệnh rút tiền có thể chuyển nhượng), tài khoản NOW cao cấp (super - NOW account), và tài khoản ATS (automatic transfer from saving account - tài khoản loại tự động chuyển khoản từ tài khoản tiết kiệm), những loại tài khoản này có thanh toán lãi cho số dư. Bảng 2.2 liệt kê các tài sản thuộc những phép đo tổng lượng tiền ; tiền gửi không kỳ hạn (tài khoản séc không có lãi) và các tiền gửi có thể phát séc khác đều được đưa vào M_1 .

Tổng lượng tiền M_2 cộng thêm vào M_1 những tài sản khác có đặc điểm viết séc (tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ và cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ) và những tài sản khác (tiền gửi có kỳ hạn loại nhỏ, tiền gửi tiết kiệm, hợp đồng mua lại qua đêm và đôla Âu châu qua đêm ; những loại tài sản này đặc biệt "lỏng" vì chúng có thể được chuyển thành tiền mặt một cách nhanh chóng với phí tổn rất thấp.

Tổng lượng tiền M_3 thêm vào M_2 những loại tài sản hơi kém lỏng ví dụ như tiền gửi có kỳ hạn loại lớn, hợp đồng mua lại dài hạn, đôla châu Âu có kỳ hạn, và cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ có tổ chức.

Phép đo cuối cùng, L , thực sự là một phép đo lượng tiền mà đúng hơn là một phép đo những tài sản độ "lông" cao và thêm vào M_3 một vài kiểu chứng khoán chủ yếu là những trái khoán có mức "lông" cao như những chứng khoán kho bạc ngắn hạn, thương phiếu, trái khoán tiết kiệm và hối phiếu được ngân hàng chấp nhận.

Bảng 2.2. Các phép đo tổng lượng tiền : tháng 12/1990

	Tỉ đôla
$M_1 =$	
Tiền mặt	249,6
+ Séc - du lịch	7,8
+ Tiền gửi không kỳ hạn	289,9
+ Tiền gửi khác ở dạng có thể phát séc	297,0
Tổng cộng = M_1	844,3
$M_2 =$	
M_1	
+ Tiền gửi có kỳ hạn, lượng nhỏ	1164,1
+ Tiền gửi tiết kiệm	407,3
+ Tài khoản gửi thị trường tiền tệ	501,3
+ Cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ (không có tính chất tổ chức)	347,8
+ Hợp đồng mua lại qua đêm	54,2
+ Đôla Âu châu qua đêm	19,4
+ Điều chỉnh hợp nhất cho đúng *	-0,1
Tổng cộng $M_2 =$	3344,3
$M_3 =$	
M_2	
+ Tiền gửi có kỳ hạn, lượng lớn	506,3
+ Cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ (có tổ chức)	127,0

Bảng 2.2 (tiếp theo)

	Tỷ đôla
+ Hợp đồng mua lại, dài hạn	89,7
+ Đôla Âu châu có kỳ hạn	72,7
+ Điều chỉnh hợp nhất cho đúng *	-13,7
Tổng cộng = M_3	4126,3
$L =$	
M_3	
+ Chứng khoán kho bạc ngắn hạn	355,3
+ Thương phiếu	349,2
+ Trái khoán tiết kiệm	125,0
+ Hối phiếu nhận thanh toán ở ngân hàng	34,5
Tổng cộng = L	4990,3

Nguồn TL : board of Governors of the Federal Reserve System, "Money Stock Recisions" February 1991. mimeo.

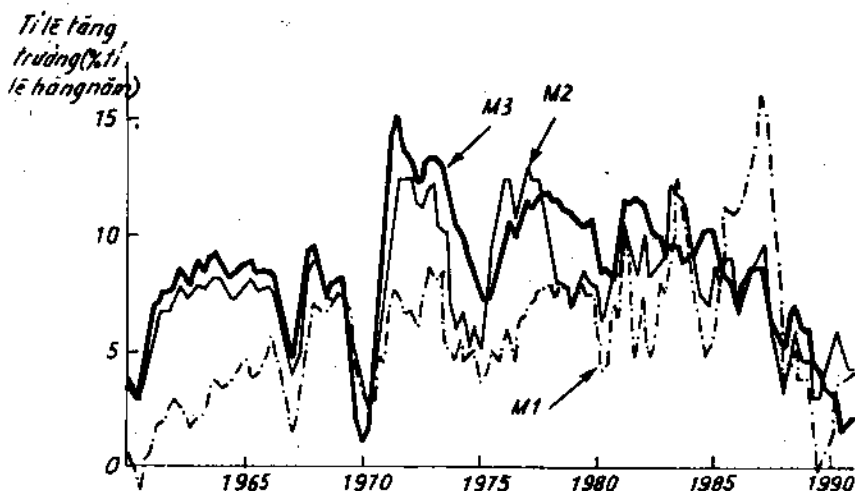
* Một hình thức điều chỉnh lại cho đúng để tránh tính lặp. Ví dụ, điều chỉnh hợp nhất M_3 trừ các hợp đồng mua lại ngắn hạn và các Eurodollars do quy tương tự trên thị trường tiền nắm giữ (chúng đã được đưa vào các số dư của quỹ tương trợ trên thị trường tiền tệ).

Do chúng ta không thể chắc chắn tổng lượng tiền nào trong số các tổng lượng tiền sát nhất với một phép đo lượng tiền đúng sự thực, nên hợp lý nhất là tự hỏi diễn biến của chúng có song song gần gũi với nhau không. Nếu có, thì khi dùng một tổng lượng tiền để hướng dẫn chính sách cũng sẽ tương tự như dùng một tổng lượng tiền khác, và thực tế việc chúng ta không chắc chắn về một định nghĩa tiền thích hợp (đối với một quyết định chính sách đã cho) cũng không phải là giá quá đắt. Mặt khác, nếu các tổng lượng tiền không đi cùng với nhau, thì những gì mà một tổng lượng tiền bảo cho chúng ta, đang xảy ra đối với "tiền" có thể hoàn toàn khác với những gì một tổng lượng tiền khác sẽ bảo cho chúng ta. Những "câu chuyện" mâu thuẫn có thể cho thấy một hình ảnh lộn xộn gây khó khăn cho những nhà vạch chính sách quyết định một chương trình hành động đúng đắn.

Hình 2.1 vẽ tỉ lệ tăng trưởng M_1 , M_2 và M_3 trong suốt thời kỳ 1960 - 1990. Tỉ lệ tăng trưởng của 3 tổng lượng tiền này có xu hướng đi cùng nhau ; thời điểm tăng hay giảm của chúng gần tương tự, và tất cả chúng cho thấy một tỉ lệ tăng

trường cao hơn (trị số trung bình) trong những năm 1970 so với trong những năm 1960 và có một sự rút giảm trong những năm cuối của thập kỷ 80.

Tuy nhiên, có một số khác nhau rõ rệt trong chuyển động của 3 tổng này. Theo M_1 , tỉ lệ tăng trưởng tiền đã không gia tốc từ năm 1968, khi nó ở vào khoảng từ 6 đến 7%, cho tới năm 1971, khi nó ở một mức tương tự. Cũng ở thời kỳ đó, phép đo M_2 và M_3 nói lên một điều khác, chúng cho thấy một sự gia tốc rõ nét từ phạm vi 8 - 10% đến phạm vi 12 - 15%. Tương tự, trong khi tỉ lệ tăng trưởng của M_1 tăng thực sự từ 1971 đến 1987, tỉ lệ tăng trưởng của M_2 và M_3 trong cùng giai đoạn này, có xu hướng đi xuống. Ở phạm vi này, những phép đo lượng tiền khác nhau nói lên những điều khác nhau về tiến trình của chính sách tiền tệ từ những năm 1970 đến những năm 1980.



Hình 2.1 Tỉ lệ tăng trưởng của 3 tổng lượng tiền : 1960 - 1990.

Từ những số liệu trên Hình 2.1, bạn có thể thấy rằng việc có được một định nghĩa tiền đúng đắn, chính xác và duy nhất là điều quan trọng và có sự khác biệt khi những nhà vạch chính sách và những nhà kinh tế chọn tổng lượng tiền nào làm mức đo lượng tiền thực.

Tiền được coi như một tổng số có tỷ trọng

Những phép đo lượng tiền cung ứng liệt kê trong Bảng 2.2 tạo ra một quyết định tương phản về việc có coi một loại tài sản là tiền bằng cách gộp nó vào một cách toàn bộ luôn rõ rệt dứt khoát đến như vậy. Do chỗ là tất cả các loại tài sản đều có "tính chất tiền" ở một mức nào đấy, nghĩa là, mức "lòng" nào đấy, chúng ta

có thể nói rằng một phần nào đó của một loại tài sản bất kỳ tác dụng như tiền, ví dụ một cổ phần trong một quỹ thị trường tiền tệ mà với nó bạn có thể phát séc với một vài sự hạn chế, cổ phần này có thể được xem là 60% giống tiền, trong khi tiền gửi tài khoản tiết kiệm được xem là 40% giống tiền. Sau đó bạn có thể định nghĩa lượng tiền cung ứng gồm không chỉ những khoản mục trong M_1 , mà còn 60% của vốn cổ phần quỹ thị trường tiền tệ và 40% tiền gửi tiết kiệm :

$$M_1 + 0,6 (\text{cổ phần quỹ thị trường tiền}) + 0,4 (\text{tiền gửi tiết kiệm})$$

Một phép đo lượng tiền cung ứng theo phương pháp trên được gọi là tổng lượng tiền có tỷ trọng (weighted monetary aggregate) bởi vì mỗi loại tài sản có một tỉ lệ số lượng khác nhau (ví dụ, 1 cho M_1 , 0,6 cho cổ phần quỹ thị trường tiền tệ, và 0,4 cho tiền gửi tiết kiệm) khi cộng lại với nhau.

Nghiên cứu của Fed về vấn đề này đã cho ra những phép đo lượng tiền được xem như để dự báo lạm phát và chu trình kinh doanh hơi tốt hơn so với những phép đo qui ước hơn. Các tổng lượng tiền được lập ra theo phương pháp này sẽ thành công như thế nào trong tương lai, chỉ có thời gian mới trả lời được câu hỏi này.

SỐ LIỆ TIỀN ĐÁNG TIN CẬY NHƯ THẾ NÀO ?

Những khó khăn của việc đo lường tiền tăng lên không riêng vì khó quyết định xem định nghĩa chính xác của tiền là gì mà còn do Fed thường thường sửa đổi lại những số liệu ước tính có trị số thấp lập từ sớm hơn của tổng lượng tiền trên cơ sở tổng số lớn hơn có được về sau. Có hai lý do vì sao Fed sửa đổi lại số liệu của mình. Thứ nhất là do những tổ chức nhỏ nhận tiền gửi chỉ cần báo cáo những tổng số tiền gửi của họ một cách không thường xuyên. Fed buộc phải ước tính những tổng số này cho đến khi những tổ chức nhỏ nhận tiền gửi cung cấp những con số thực vào một ngày nào đó trong tương lai. Thứ hai là việc chỉnh lại những số liệu cho đúng đối với một biến thiên theo mùa được thực hiện một cách chu đáo do có thêm nhiều số liệu. Để xem vì sao điều này xảy ra, chúng ta hãy xét một ví dụ về sự biến thiên theo mùa của số liệu tiền vào mùa Giáng sinh. Tổng lượng tiền luôn tăng vào mùa Giáng sinh do việc chi tiêu đã tăng lên trong dịp nghỉ ; mức tăng là lớn hơn trong một số năm so với trong một số năm khác. Điều này nghĩa là yếu tố chỉnh lại số liệu cho sự biến đổi theo mùa do Giáng sinh tạo ra phải được ước tính theo một vài năm số liệu, và những số liệu ước tính theo yếu tố mùa này trở nên chính xác hơn chỉ khi có thêm được nhiều số liệu. Khi số liệu về các tổng lượng tiền được sửa đổi lại, thường có nghĩa là những hiệu chỉnh theo mùa thay đổi một cách sâu sắc với tính toán ban đầu.

Bảng 2.3 cho thấy việc sửa đổi lại số liệu có vấn đề là việc nghiêm trọng như thế nào. Nó cung cấp những tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ hàng tháng được tính từ số ước tính ban đầu của tổng lượng tiền M_1 , cùng với những tỉ lệ tăng trưởng tiền được tính toán sau một sửa đổi lại quan trọng những con số M_2 được công bố vào

tháng 2/1991. Như bảng cho thấy, trong khoảng 1 tháng số liệu ban đầu đối chiếu với số liệu sửa đổi lại có thể cho một bức tranh khác về cái gì đang xảy ra đối với chính sách tiền tệ. Ví dụ, đối với tháng 5/1990, số liệu ban đầu chỉ ra rằng tỉ lệ tăng trưởng của M_2 hàng năm là - 2,9%, trong khi số liệu sửa đổi lại chỉ ra một tỉ lệ tăng trưởng cao hơn là 1,1%.

Một đặc trưng nổi bật thể hiện ở Bảng 2.3 là ở chỗ những khác biệt giữa dãy M_2 ban đầu và dãy M_2 sửa đổi lại xu hướng mất đi. Bạn có thể thấy điều này khi nhìn vào hàng cuối của bảng, nó cho thấy tỉ lệ tăng trưởng trung bình của M_2 ở cả hai dãy và sự khác nhau trung bình giữa 2 dãy. Mức tăng trung bình của M_2 đối với tính toán ban đầu của M_2 là 2,9%, trong khi số liệu sửa đổi lại là 3,3%, một sự khác biệt chỉ có 0,4%. Kết luận mà chúng ta có thể đưa ra là số liệu ban đầu đối với tổng lượng tiền do Fed báo cáo là sự chỉ dẫn không tin cậy về cái gì đang xảy ra cho "các biến động ngắn" trong lượng tiền cung ứng, như tỉ lệ tăng trưởng một tháng. Mặt khác, số liệu tiền ban đầu có độ tin cậy vừa phải với những thời hạn dài hơn, ví dụ như một năm. *Tinh thần của câu chuyện chính là chúng ta có lẽ không cần phải chú ý đến những biến động ngắn hạn trong số lượng tiền cung ứng mà đúng hơn, là chỉ phải quan tâm đến những biến động dài hạn.*

Bảng 2.3. Tỉ lệ tăng trưởng của M_2 : dãy số liệu ban đầu và dãy sửa đổi lại
(tỉ lệ hàng năm được cộng vào, %)

Thời kỳ	Ban đầu	Xét duyệt lại	Khác biệt (xét duyệt lại - ban đầu)
Giêng 1990	4,0	3,9	- 0,1
II.1990	9,4	7,9	- 1,5
III.1990	5,1	5,4	0,3
IV.1990	2,3	3,8	1,5
V.1990	- 2,9	1,1	4,0
VI.1990	1,9	2,8	0,9
VII.1990	1,5	1,5	0,0
VIII.1990	6,7	5,1	- 1,6
IX.1990	5,7	4,5	- 1,2
X.1990	0,3	1,4	1,1
XI.1990	- 1,4	0,3	1,7
XII.1990	2,0	1,7	- 0,3
Trung bình	2,9	3,3	+ 0,4

TÓM TẮT

1. Với những nhà kinh tế, từ "tiền" có một ý nghĩa khác với từ "thu nhập" hoặc từ "của cải". Tiền là bất cứ thứ gì được chấp nhận chung khi thanh toán cho hàng hóa hay dịch vụ hoặc trong hoàn trả các món nợ.

2. Có 3 chức năng hàng đầu của tiền : (1) một phương tiện trao đổi ; (2) một đơn vị đánh giá và (3) nơi chứa giá trị. Tiền với tư cách là một phương tiện trao đổi, nó tránh được vấn đề "hai ý muốn trùng khớp" nảy sinh trong xã hội đối chác nhờ hạ thấp chi phí giao dịch và khuyến khích chuyên môn hóa và phân công lao động ; Tiền với tư cách là một phương tiện đánh giá, giảm được số lượng giá cần có trong nền kinh tế, nó cũng giảm chi phí giao dịch. Tiền cũng tác dụng với tư cách là một nơi chứa giá trị, nhưng đóng vai trò này một cách yếu ớt nếu nó đang mất giá nhanh chóng trong một cuộc lạm phát.

3. Hệ thống thanh toán đã tiến triển theo thời gian. Cho tới một một vài trăm năm trước đây, trong mọi xã hội, trừ xã hội quá sơ khai, hệ thống thanh toán đã dựa trên trước hết là những kim loại quý. Việc dùng đồng tiền giấy đã hạ thấp chi phí vận chuyển tiền.

Lợi ích to lớn tiếp nữa là việc dùng séc, séc đã giảm được chi phí giao dịch hơn nữa. Gần đây chúng ta đang đi tới một hệ thống thanh toán điện tử trong đó hệ thống giấy tờ được loại bỏ và giao dịch được xử lý bằng computer. Mặc dù tính chất có hiệu quả của một hệ thống như thế, cũng có những trở ngại đang làm chậm việc đi tới một xã hội không còn séc và làm chậm việc phát triển của dạng tiền điện tử mới.

4. Có hai phương pháp đo lường tiền tệ : lý thuyết và kinh nghiệm. Phương pháp lý thuyết định nghĩa lượng tiền cung ứng bằng cách dùng lập luận kinh tế, trái lại, phương pháp kinh nghiệm quyết định phép đo lường tiền nào là tốt nhất bằng cách xem xét phép đo nào dự tính được một cách tốt nhất việc lạm phát và những chu trình kinh doanh. Không phương pháp nào trong hai phương pháp này là hoàn toàn đầy đủ : phương pháp lý thuyết thì không đủ đặc trưng trong khi phương pháp kinh nghiệm gặp phải vấn đề khó khăn là : một phép đo giúp dự báo tốt trong một thời kỳ lại không nhất thiết tiếp tục như thế trong tương lai. Hệ thống Dự trữ Liên bang đã định nghĩa có 3 phép đo lường tiền cung ứng khác nhau M_1 , M_2 và M_3 ; và một phép đo tài sản "lỏng" là L . Các phép đo này không tương đương nhau và phải luôn luôn đi kèm với nhau, do vậy chúng không thể được dùng để thay thế cho nhau bởi các nhà vạch chính sách. Việc có được định nghĩa chính xác, đúng đắn về tiền được coi như có ý nghĩa quan trọng và có liên quan đến việc chính sách tiền tệ sẽ được hướng dẫn như thế nào.

5. Một vấn đề khác trong việc đo lường tiền là ở chỗ số liệu không phải luôn luôn xác thực như chúng ta muốn. Nhưng sửa đổi lại rất cơ bản đã xảy ra, nó cho thấy rằng số liệu tiền được phát ra ban đầu không phải là một chỉ dẫn đáng tin cậy đối với những diễn biến ngắn hạn (ví dụ tháng này qua tháng sau) trong lượng tiền cung ứng, tuy thế chúng đáng tin cậy hơn qua những khoảng thời gian dài hơn, ví dụ như một năm.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Câu nào trong 3 câu sau đây sử dụng định nghĩa về "tiền" (money) của các nhà kinh tế :

a) "Bạn đã kiếm được bao nhiêu tiền tuần trước" ?

b) "Khi tôi đi tới cửa hàng, tôi luôn chắc chắn rằng tôi có đủ tiền".

c) "Lòng ham muốn tiền là gốc rễ của điều xấu".

* 2. Có 3 loại hàng hóa được ba cá nhân luân ra trong nền kinh tế :

Hàng :	Người sản xuất
Táo	Chủ vườn táo
Chuối	người trồng chuối
Sôcôla	người sản xuất sôcôla

Nếu người chủ vườn táo chỉ thích chuối, người trồng chuối chỉ thích sô-cô-la, và người sản xuất sô-cô-la chỉ thích táo, thì có hoạt động thương mại nào giữa 3 người này diễn ra trong xã hội đối chác hay không ? Việc đưa tiền vào nền kinh tế sẽ làm lợi cho ba nông gia này như thế nào ?

3. Tại sao người thương cổ không cần tiền ?

* 4. Tiền có phải là nơi chứa giá trị tốt hơn ở Mỹ vào những năm 1950 so với nó trong những năm 1970 hay không ? Nếu đúng thì vì sao, nếu không đúng thì vì sao ? Vào thời kỳ nào bạn sẽ có ý muốn giữ tiền hơn ?

5. Xếp những tài sản sau đây theo thứ tự "lông" nhất đến kém "lông" nhất.

- a) Món gửi tài khoản séc
- b) Nhà
- c) Tiền mặt

d) Máy giặt

e) Món gửi tiết kiệm

f) Cổ phiếu.

* 6. Vì sao một số nhà kinh tế đã mô tả tiền trong thời kỳ siêu lạm phát như là một "củ khoai tây nóng" nó được chuyển nhanh từ một người này sang một người khác ?

7. Ở Brazil, một nước đang trải qua một cuộc lạm phát nhanh, nhiều cuộc giao dịch đã được thực hiện theo đôla hơn là theo đồng cruzados - đồng tiền của nước này. Tại sao vậy ?

* 8. Giả sử một nhà nghiên cứu khám phá ra rằng một phép đo tổng số nợ trong nền kinh tế Mỹ mang lại khả năng tốt hơn để dự báo lạm phát và chu kỳ kinh doanh trong hai mươi lăm qua so với dùng M^1 , M^2 hoặc M^3 . Phải chăng khám phá này nghĩa là chúng ta phải định nghĩa tiền để luân ngang bằng tổng số nợ trong nền kinh tế ?

9. Tìm những số liệu M_1 , M_2 và M_3 trong Fedral Reserve Bulletin trong một năm gần đây nhất. Tỷ lệ tăng trưởng của chúng có tương tự nhau không ? Tỷ lệ tăng trưởng của chúng đã có những quan hệ gì đối với việc hướng dẫn chính sách tiền tệ ?

* 10. Phép đo tổng lượng tiền nào trong số M_1 , M_2 hoặc M_3 của Dự trữ Liên bang gồm những tài sản "lông" nhất ? Phép đo nào là lớn nhất ?

11. Trong một tổng lượng tiền có tỷ trọng, tài sản nào trong số những tài sản sau đây sẽ có thể nhận được tỷ trọng lớn nhất ?

- a) Tiền mặt

- b) Tiền gửi tiết kiệm
- c) Tài khoản NOW
- d) Trái khoán tiết kiệm Mỹ
- e) Nhà cửa
- f) Đồ đạc.

* 12. Vì sao việc sửa đổi lại tổng lượng tiền khi đo các biến đổi của lượng tiền cung ứng trong thời gian dài lại ít có vấn đề hơn so với việc sửa đổi tổng lượng tiền khi đo những biến đổi của lượng tiền cung ứng trong thời gian ngắn ?

13. Vì sao tại Tly Lạp cổ xưa vàng lại là

thứ dễ được chọn để dùng làm tiền hơn là rượu vang ?

* 14. Vì sao dân chúng ở Mỹ trong thế kỷ 19 đôi khi lại muốn được thanh toán bằng séc hơn bằng vàng, ngay cả khi họ biết rằng lúc đó có thể là séc bị trả về người ký vì trên tài khoản không còn dư có ?

15. Liệu bạn có từ bỏ quyền sở séc của bạn và thay vào đó bạn dùng một hệ thống chuyển khoản điện tử nếu điều ấy là có thể ? Vì sao bạn làm thế và nếu bạn không làm thế thì vì sao ?

CHƯƠNG 3

Tổng quan về hệ thống tài chính

LỜI DẪN

Inez, nhà phát minh đã thiết kế một robot giá rẻ, robot này lau nhà (ngay cả lau cửa sổ), xếp vải và rửa ô tô, nhưng bà ta không có vốn để đưa phát minh kỳ diệu của mình vào sản xuất. Walter, người góa vợ có nhiều món tiết kiệm do ông ta và vợ đã tích lũy trong nhiều năm. Nếu chúng ta có thể ghép Inez và Walter với nhau để Walter có thể cung cấp vốn cho Inez, rồi sau đó robot của Inez sẽ ra đời và nền kinh tế sẽ tốt lên : chúng ta sẽ có những gôi nhà được lau chùi, những xe hơi bóng loáng và nhiều vải đẹp.

Thị trường tài chính (thị trường trái khoán và cổ phiếu) và những trung gian tài chính ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ trợ cấp) có chức năng cơ bản là ghép những người như Inez và Walter lại với nhau bằng cách chuyển vốn từ những người có dư vốn (Walter) tới những người thiếu vốn (Inez). Một cách thực tế hơn, khi IBM phát minh ra một computer tốt hơn, hãng có thể cần vốn để đưa nó ra thị trường, hoặc một chính phủ địa phương có thể cần vốn để xây một con đường hay một trường học. Các thị trường tài chính và những trung gian tài chính hoạt động tốt là rất cần thiết để cải thiện đời sống kinh tế của chúng ta và đây là cốt lõi cho sức mạnh kinh tế của chúng ta.

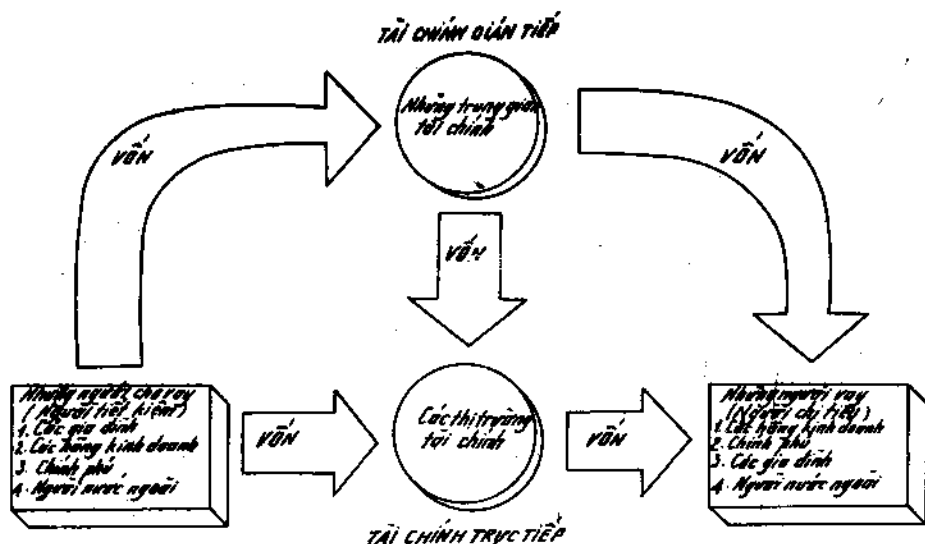
Để nghiên cứu những tác dụng của thị trường tài chính và trung gian tài chính đối với nền kinh tế, trước hết chúng ta phải có được một sự hiểu biết về cấu

trúc tổng thể và hoạt động của những đối tượng vừa nêu. Ở chương này, chương mở đầu để đi tới vấn đề về những người trung gian tài chính và những công cụ tài chính chủ yếu được mua bán trong thị trường tài chính. Ngoài ra, chúng ta sẽ bắt đầu nghiên cứu kỹ xem họ được điều hành như thế nào và vì sao lại như vậy.

Chương này được dự tính để mang lại một cái nhìn chung mở đầu cho những nghiên cứu đầy cuốn hút về thị trường tài chính và những tổ chức tài chính. Chúng ta sẽ quay lại nghiên cứu chi tiết hơn về việc điều hành, cấu trúc và những thay đổi của thị trường tài chính từ Chương 8 tới Chương 13.

CHỨC NĂNG CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Thị trường tài chính thực hiện chức năng kinh tế nòng cốt trong việc dẫn vốn từ những người đã để giành nhiều vốn, vì họ chỉ tiêu ít hơn thu nhập tới những người thiếu vốn vì họ muốn chi tiêu nhiều hơn thu nhập của họ. Chức năng này được trình bày ở dạng sơ đồ trên Hình 3.1. Những người đã tiết kiệm và đang cho vay vốn, người cho vay - người tiết kiệm, ở bên trái, và những người phải vay vốn để tài trợ chi tiêu của họ, người vay - người chi tiêu ở bên phải. Những người cho vay - tiết kiệm chủ yếu là những hộ gia đình, những các hãng kinh doanh và chính phủ (đặc biệt chính quyền bang và chính quyền địa phương) cũng như những người nước ngoài và các chính phủ của họ đôi khi cũng thấy bản thân họ thừa vốn và như vậy đưa chúng ra cho vay. Những người vay - người chi tiêu



Hình 3.1. Những dòng vốn đi qua hệ thống tài chính

quan trọng nhất là các hãng kinh doanh và chính phủ, nhưng các gia đình và người nước ngoài cũng vay để tài trợ cho việc mua xe hơi, đồ đạc và nhà cửa. Các mũi tên cho thấy rằng dòng vốn từ những người cho vay - người tiết kiệm đi tới những người vay - người chi tiêu qua hai con đường.

Trong tài chính trực tiếp (con đường ở phía dưới đáy Hình 3.1) những người đi vay vay vốn trực tiếp từ người cho vay trong các thị trường tài chính bằng cách bán cho họ những **chứng khoán** (cũng còn gọi những công cụ tài chính - financial instruments), những chứng khoán này là những trái quyền (quyền được hưởng) đối với thu nhập hoặc tài sản tương lai của người vay. Trong khi những chứng khoán là tài sản có đối với người mua chứng, chúng là **tài sản nợ** (một IOU hoặc nợ) đối với người hay hãng bán chứng (phát hành ra). Ví dụ, nếu General Motor cần vay vốn để tài trợ cho một nhà máy mới nhằm sản xuất loại xe hơi mới, hãng có thể phải vay vốn của người tiết kiệm bằng cách bán cho người này một **trái khoán**, tức là một chứng khoán trong đó hãng có lời hứa thanh toán một cách định kỳ trong một khoảng thời gian quyết định.

Vì sao việc dẫn vốn như thế này từ người tiết kiệm đến người chi tiêu lại quan trọng đến như vậy đối với nền kinh tế? Câu trả lời là những người có khoản tiết kiệm thường thường không phải cũng là người sẵn có cơ hội đầu tư sinh lợi. Trước hết chúng ta hãy suy nghĩ vấn đề này ở mức độ cá nhân. Giả sử bạn đã để giành được 1000 đôla năm nay, nhưng không có sự vay và cho vay bởi vì không có thị trường tài chính. Nếu bạn không có cơ hội đầu tư để qua đó bạn có thể thu nhập nhờ món tiết kiệm này, bạn chỉ còn cách giữ nguyên 1000 đôla và không có lãi. Mặt khác, Carl, người thợ mộc có cách dùng sinh lợi cho món 1000 đôla của bạn; anh ta có thể dùng nó để mua một dụng cụ mới giúp anh ta rút ngắn thời gian mà anh ta cần để xây một ngôi nhà, nhờ vậy kiếm thêm được 200 đôla mỗi năm. Nếu bạn có thể tiếp xúc được với Carl, rồi cho anh ta vay 1000 đôla của bạn với một món chi phí thuê tiền (tiền lãi) 100 đôla mỗi năm thì cả hai bạn sẽ khá hơn. Bạn có thể kiếm được 100 đôla/năm đối với 1000 đôla của bạn thay cho việc bạn không nhận được đồng nào, trong khi Carl sẽ kiếm thêm được 100 đôla/năm (món 200 đôla kiếm thêm mỗi năm từ 100 đôla tiền thuê vốn).

Nếu không có thị trường tài chính, bạn và Carl có thể chẳng bao giờ gặp nhau. Không có thị trường tài chính, sẽ có khó khăn trong việc chuyển vốn từ người không có cơ hội đầu tư tới người có; cả hai sẽ tồi tệ hơn.

Sự tồn tại của thị trường tài chính cũng là điều có lợi ngay cả khi một người vay cho một mục đích khác chứ không phải để tăng sản xuất trong một doanh nghiệp. Ví dụ, gần đây bạn đã lập gia đình, có một việc làm tốt, và muốn mua một ngôi nhà. Bạn có đồng lương khá, nhưng do bạn mới bắt đầu đi làm, bạn còn chưa dành dụm được nhiều. Qua thời gian dài bạn sẽ có thể tiết kiệm đủ để mua

ngôi nhà mà bạn mơ ước, nhưng lúc đó bạn già rồi, tóc bị hoa râm và sẽ không còn có được niềm vui trọn vẹn với ngôi nhà. Không có thị trường tài chính, bạn bị bối rối : Bạn không thể mua ngôi nhà và sẽ tiếp tục sống trong căn hộ nhỏ bé của bạn.

Nếu một thị trường tài chính được thiết lập sao cho những người đã để giành được những món tiết kiệm có thể cho bạn vay tiền để mua nhà, bạn sẽ vui lòng trả họ một khoản lãi để sở hữu ngôi nhà trong khi bạn hãy còn đủ trẻ để thích thú với ngôi nhà. Như thế, khi bạn đã tiết kiệm đủ vốn, bạn sẽ thanh toán trả món vay của bạn. Toàn bộ kết quả là bạn sẽ khá lên cũng như những người đã cho bạn vay tiền. Nay họ nhận được một khoản lãi, trái lại họ sẽ không có nếu thị trường tài chính không tồn tại.

Bây giờ chúng ta có thể thấy vì sao thị trường tài chính có một chức năng quan trọng đến thế trong nền kinh tế. Nó cho phép vốn chuyển từ những người không có cơ hội đầu tư sinh lợi tới những người có những cơ hội như thế. Làm việc này, thị trường tài chính đã giúp nâng cao năng suất và hiệu quả của toàn bộ nền kinh tế. Nó cũng trực tiếp cải thiện mức sống của người tiêu dùng bằng cách giúp họ chọn thời điểm cho việc mua sắm của họ tốt hơn. Nó cung cấp vốn cho những người trẻ tuổi mua cái họ cần và có thể cuối cùng có đủ khả năng thanh toán trả mà không buộc họ phải chờ cho đến khi họ tiết kiệm đủ món tiền để mua. Thị trường tài chính lúc đang hoạt động hữu hiệu sẽ cải thiện đời sống kinh tế của mỗi người trong xã hội.

CẤU TRÚC CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Đến đây chúng ta đã hiểu chức năng của thị trường tài chính, chúng ta sẽ nghiên cứu sâu hơn cấu trúc của nó. Tiếp theo là một vài phân loại khác nhau, mỗi phân loại minh họa những đặc điểm cốt lõi của thị trường này.

Thị trường nợ và thị trường vốn cổ phần

Có hai cách để một hãng hay một cá nhân có thể vay vốn trong một thị trường tài chính. Phương pháp chung nhất là đưa ra một công cụ vay nợ, ví dụ một trái khoán hay một món vay thế chấp, chúng là sự thỏa thuận có tính chất hợp đồng, trong đó người vay thanh toán cho người giữ công cụ một khoản đòla cố định trong những khoảng thời gian đều đặn (thanh toán lãi) cho tới một thời điểm qui định trước (ngày mãn hạn) là lúc đợt thanh toán cuối cùng được thực hiện. Kỳ hạn thanh toán của một công cụ nợ là thời gian (hạn kỳ) tính tới ngày kết thúc

của công cụ. Một công cụ vay nợ là **ngắn hạn** nếu kỳ hạn thanh toán của nó là 1 năm hay ít hơn và là **dài hạn** nếu hạn kỳ thanh toán của nó là 10 năm hoặc lâu hơn. Công cụ vay nợ có kỳ hạn thanh toán giữa 1 và 10 năm được gọi là **trung hạn**.

Phương pháp thứ 2 để vay vốn là phát hành những cổ phần ví dụ như cổ phiếu thường, chúng là những quyền được đòi chia phần trong thu nhập ròng (sau khi trừ chi phí và thuế) và tài sản của một hãng kinh doanh. Nếu bạn sở hữu một cổ phần trong một công ty đã phát hành 1 triệu cổ phần, thì bạn được quyền có 1 phần triệu của thu nhập ròng của công ty và 1 phần triệu tài sản của công ty. Cổ đông thường được thanh toán định kỳ (**lãi cổ phần**) và những cổ phần vốn đó được coi là những chứng khoán dài hạn vì chúng không có ngày mãn hạn.

Điều bất tiện chính của việc sở hữu những cổ phần vốn của một công ty khác với cho công ty vay một món nợ là ở chỗ một cổ đông là một người có quyền đòi hưởng sau cùng, tức là công ty phải thanh toán cho tất cả những chủ nợ trước khi thanh toán cho những cổ đông của công ty. Lợi ích của việc giữ các cổ phần vốn là ở chỗ cổ đông được hưởng lợi trực tiếp do lợi nhuận và hoặc do giá trị tài sản của công ty tăng lên vì các cổ phần vốn ban quyền chủ sở hữu cho những cổ đông. Những chủ nợ sẽ không chia phần các món lợi nhuận này vì các khoản thanh toán đũa của họ đã cố định. Chúng ta sẽ xem xét những thuận lợi và trở ngại của công cụ vay nợ so với công cụ cổ phần vốn một cách chi tiết hơn khi chúng ta tới Chương 8, chương này cung cấp một phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính.

Tổng giá trị của cổ phần ở Mỹ nói chung đã dao động giữa một ngàn và năm ngàn tỉ đôla trong 20 năm qua, tùy theo giá cổ phần. Mặc dù một người trung lưu chú ý nhiều đến thị trường cổ phiếu hơn là bất kỳ thị trường tài chính nào khác, tầm cỡ của thị trường vay nợ vượt xa tầm cỡ thị trường cổ phiếu : Giá trị của các công cụ nợ (11,1 ngàn tỉ đôla vào cuối năm 1990) là gấp hơn 2 lần so với giá trị của cổ phần vốn (4,2 ngàn tỉ đôla vào cuối năm 1990).

Thị trường cấp một và thị trường cấp hai

Thị trường cấp một là một thị trường tài chính trong đó những phát hành mới của một chứng khoán như một trái khoán hoặc một cổ phiếu được người vay vốn như một công ty hay đại lý chính phủ bán cho người đầu tiên mua nó. **Thị trường cấp hai** là thị trường tài chính trong đó những chứng khoán đã được phát hành từ trước (nghĩa là đã qua mua bán) có thể được bán lại.

Thị trường cấp một của chứng khoán là loại thị trường mà công chúng không biết rõ bởi vì việc bán các chứng khoán cho người đầu tiên mua nó diễn ra trong

phòng kín. Sở giao dịch chứng khoán Mỹ và New York (The New York and American Stock Exchanges) trong đó những cổ phiếu đã phát hành từ trước được đem ra mua bán, là một ví dụ quen biết nhất về thị trường cấp hai, mặc dù những thị trường trái khoán (bond markets), trong đó những trái khoán do những công ty lớn và chính phủ phát hành từ trước được mua và bán, thực tế có khối lượng mua bán lớn hơn.

Những ví dụ khác của thị trường cấp hai là các thị trường hối đoái, thị trường tài chính kỳ hạn (futures markets) và thị trường chọn lựa. Khi một cá nhân mua một chứng khoán ở thị trường cấp hai thì cá nhân - người vừa bán nó nhận được tiền bán, nhưng công ty - người đã phát hành chứng khoán, không thu được tiền nữa. Một công ty thu được vốn mới chỉ khi những chứng khoán của nó được bán lần đầu tiên trong thị trường cấp một.

Thị trường cấp hai thực hiện hai chức năng: Thứ nhất, nó tạo dễ dàng để bán những công cụ tài chính này nhằm thu tiền mặt, tức là nó làm cho những công cụ tài chính này "lỏng" thêm. Tính "lỏng" thêm của những công cụ này khiến chúng được ưa chuộng hơn và như thế làm dễ dàng hơn cho công ty phát hành bán chúng ở thị trường cấp một. Thứ hai, thị trường cấp hai xác định giá của mỗi chứng khoán mà công ty phát hành bán ở thị trường cấp một. Những hãng mua các chứng khoán ở thị trường cấp một sẽ chi thanh toán cho công ty phát hành với giá mà họ cho rằng thị trường cấp hai sẽ chấp nhận cho chứng khoán này: Giá chứng khoán ở thị trường cấp hai càng cao thì giá mà một công ty phát hành sẽ nhận được cho các chứng khoán của mình ở thị trường cấp một sẽ càng cao và vì vậy, công ty phát hành nhận được tổng vốn đầu tư cao hơn. Những điều kiện trong thị trường cấp một do vậy là thích hợp nhất cho công ty phát hành các chứng khoán. Chính vì lý do này mà những cuốn sách tương tự sách này, khi nghiên cứu thị trường tài chính, tập trung vào phương thức diễn biến của các thị trường cấp hai hơn là các thị trường cấp một.

Các sở giao dịch và thị trường trao tay

Thị trường cấp hai có thể được tổ chức theo 2 cách. Thứ nhất là tổ chức ra các **sở giao dịch**, ở đó người mua và người bán (hoặc đại lý, môi giới của họ) gặp nhau tại một vị trí trung tâm để tiến hành buôn bán. Thị trường Giao dịch chứng khoán Mỹ và New York là nơi giành cho cổ phiếu và Phòng thương mại Chicago giành cho hàng hóa (lúa mì, ngô, bạc v.v...) là những ví dụ về giao dịch có tổ chức.

Một phương pháp khác để tổ chức một thị trường cấp hai là có một **thị trường trao tay** (Over the Counter Market), trong đó các nhà buôn tại các địa điểm khác nhau có một danh mục chứng khoán và đứng ra sẵn sàng mua và bán chứng khoán theo kiểu mua bán thẳng cho bất kỳ ai đến với họ và có ý định chấp

nhận giá của họ. Do những nhà buôn bán thẳng có tiếp xúc với nhau qua computer và biết các giá mà người này đặt ra cho người kia, thị trường theo kiểu này có tính cạnh tranh cao và không khác nhiều so với thị trường với trung tâm giao dịch có tổ chức nói trên.

Nhiều cổ phiếu được mua bán thẳng mặc dù những công ty lớn cho mua bán những cổ phần của họ ở các sở giao dịch chứng khoán có tổ chức như Thị trường chứng khoán New York. Mặt khác, Thị trường trái khoán chính phủ Mỹ, với một lượng mua bán lớn hơn ở New York, được lập ra theo phương thức thị trường trao tay. Khoảng 40 nhà buôn thiết lập ra một "thị trường" cho các chứng khoán này bằng cách đứng ra sẵn sàng mua và bán trái khoán của chính phủ Mỹ. Những thị trường trao tay khác gồm các thị trường mua bán giấy chứng gửi tiền có thể bán lại được, thị trường mua bán công trái liên bang, thị trường mua bán hối phiếu được ngân hàng chấp nhận, và thị trường ngoại hối.

Thị trường tiền tệ và thị trường vốn

Cách khác để phân biệt giữa các loại thị trường là dựa trên cơ sở kỳ hạn thanh toán của những chứng khoán được mua bán trên thị trường đó. **Thị trường tiền tệ** là một thị trường tài chính trong đó chỉ có những công cụ nợ ngắn hạn (kỳ hạn thanh toán dưới 1 năm) được mua bán, trong khi đó **thị trường vốn** là thị trường trong đó những công cụ vay nợ dài hạn hơn (kỳ hạn thanh toán lớn hơn 1 năm), và cổ phiếu được mua bán. Những chứng khoán của thị trường tiền tệ thường được mua bán rộng rãi hơn so với những chứng khoán dài hạn hơn và như vậy có xu hướng lỏng hơn. Ngoài ra, chúng ta sẽ thấy ở Chương 4, những chứng khoán ngắn hạn có dao động giá nhỏ hơn với các chứng khoán dài hạn khiến cho chúng là những khoản đầu tư an toàn hơn. Vì vậy, các công ty và các ngân hàng hiện nay dùng thị trường này để thu lãi từ vốn dư thừa mà họ mong đợi có được chỉ một cách nhất thời. Các chứng khoán ở thị trường vốn như những cổ phiếu và trái khoán dài hạn thường do những người trung gian tài chính, như là các công ty bảo hiểm và quỹ trợ cấp nắm giữ; những trung gian tài chính này cũng có chút ít không chắc chắn về khoản vốn mà họ có thể có trong tương lai.

CHỨC NĂNG CỦA NHỮNG TRUNG GIAN TÀI CHÍNH

Hình 3.1 cho thấy, tiền vốn, có thể chuyển từ người cho vay tới người vay bằng con đường thứ 2, được gọi là tài chính gián tiếp bởi vì nó liên hệ đến một người ở giữa: Một trung gian tài chính đứng giữa người cho vay - người tiết kiệm và người vay - người chi tiêu và giúp chuyển vốn từ người này sang người kia. Một trung gian tài chính thực hiện điều này bằng cách vay vốn của người vay -

người tiết kiệm và sau đó, ngược lại, cho người đi vay - người chi tiêu vay vốn. Ví dụ, một ngân hàng có thể nhận được vốn bằng cách phát hành một tài sản nợ cho công chúng ở dạng những món gửi tiết kiệm và sau đó dùng vốn này để thu được một tài sản có qua việc cho General Motors vay hoặc qua việc mua một trái khoán do GM phát hành trên thị trường tài chính. Kết quả cuối cùng là vốn đã được chuyển từ công chúng (những người cho vay - những người tiết kiệm) tới GM (người vay - người chi tiêu) với sự giúp đỡ của trung gian tài chính này (ngân hàng).

Những trung gian tài chính không coi việc kinh doanh chuyển vốn từ người cho vay - người tiết kiệm sang người vay - người chi tiêu làm trò vui. Họ làm những việc này để trở nên giàu có. Bằng việc đặt một lãi suất cao hơn cho các món cho vay so với món lãi họ thanh toán cho vốn mà họ vay từ người cho vay - người tiết kiệm, những trung gian tài chính, như là những ngân hàng, thu được lợi nhuận. Như vậy, do hoạt động trong quá trình tài chính gián tiếp, được gọi là **sự trung gian tài chính**, những trung gian tài chính có thể làm lợi cho phần lớn những người có món tiết kiệm nhỏ bằng việc đem lại cho họ thu nhập tiền lãi cao và có thể giúp những người vay các món tiền nhỏ, nay có thể vay được tiền vốn mà họ không có cách nào khác để có được. Những người vay các món tiền lớn cũng hưởng lợi bởi vì quá trình trung gian tài chính nghĩa là có được nhiều vốn hơn cho người vay trong thị trường tài chính. Không có trung gian tài chính, thị trường tài chính không thể có được lợi ích trọn vẹn.

Lý do vì sao những trung gian tài chính là cần thiết để có được lợi ích đầy đủ của thị trường tài chính là ở chỗ : Có những chi phí thông tin và chi phí giao dịch lớn trong nền kinh tế. Để những người cho vay nhận ra được những người muốn vay và để những người đi vay nhận ra được những người muốn cho vay là vấn đề đòi hỏi chi phí đắt tiền. Khi một người cho vay tìm ra được một người muốn vay, ông ta có thêm một khó khăn là phải chi phí thì giờ và tiền cho một cuộc kiểm tra tín nhiệm để biết được liệu người vay có thể hoàn trả vốn của ông ta không. Ngoài các chi phí thông tin này, quá trình thực tế cho vay hoặc mua một chứng khoán cần đến các chi phí giao dịch ; trong trường hợp cho vay vốn, phải viết ra một hợp đồng vay thích hợp, còn trong trường hợp mua một chứng khoán, phải thanh toán cho người môi giới. Để xem vì sao các chi phí này đòi hỏi những trung gian tài chính đóng một vai trò quan yếu trong việc dẫn nguồn vốn từ người cho vay - người tiết kiệm đến người vay - người chi tiêu, chúng ta hãy xem xét một vài ví dụ.

Với tài chính trực tiếp, người vay và người cho vay luôn giao dịch trực tiếp với nhau, điều này có mặt tốt. Đối với một công ty quen biết, ví dụ Công ty Điện

thoại - Điện báo Mỹ (AT & T), công ty này để bán trái khoán trong một thị trường mở cho các công ty hoặc các cá nhân khác bởi vì ai cũng biết rằng AT & T là một công ty vững chắc. Nhưng điều gì xảy ra khi Carl, người thợ mộc cần vay để mua một công cụ làm tăng năng suất? Anh ta sẽ không thể bán trái khoán vì không người nào biết anh ta là ai và liệu anh ta có là một kẻ bội tín không? Như thế, trong một thế giới chỉ có tài chính trực tiếp, anh ta không thể vay tiền được.

Ngược lại, những người có những món tiết kiệm nhỏ lo ngại khi mua các chứng khoán bởi vì phải chi phí tốn kém để tập hợp thông tin cho việc mua loại nào thì tốt nhất. Chi phí giao dịch của việc mua chứng khoán cũng có thể rất cao đối với những người tiết kiệm có ít tiền vì chi phí giao dịch (trước hết là cho người môi giới) cho mỗi một cổ phần sẽ tỉ lệ nghịch với tổng số được mua. Do vậy, chỉ khi bạn có một món tiền vốn lớn để mua một số lượng lớn chứng khoán bạn mới có thể thu lợi do giảm được chi phí giao dịch.

Chi phí giao dịch của việc cho một cá nhân vay còn lớn hơn nữa: Ít người trong chúng ta có đủ kiến thức luật pháp để viết ra được một hợp đồng vay tiền chắc chắn, và thuê một luật sư để làm điều này thì rất tốn kém, khiến những người cho vay ít không có lợi gì. Như thế, nhiều người có vốn tiết kiệm nhỏ và những người vay những món nhỏ bị hạn chế ở tài chính trực tiếp, sẽ bị gạt ra ngoài thị trường này và sẽ không có khả năng chia sẻ những lợi ích lớn mà sự hiện hữu của các thị trường tài chính mang lại.

Chúng ta lại xem xét điều gì xảy ra khi những người trung gian tài chính đi vào hoạt động trong nền kinh tế. Với họ, nay những người có món để giành nhỏ có thể cung cấp vốn của họ cho thị trường tài chính bằng cách cho một trung gian có đủ tín nhiệm vay vốn, ví dụ Ngân hàng Honest John, ngân hàng này lại đem vốn này ra cho vay hoặc mua những chứng khoán như cổ phiếu và trái khoán. Những người trung gian tài chính đã kiếm được nhiều tiền hơn trong việc đầu tư của mình bởi vì họ là những người am hiểu đối với vấn đề cho ai vay (nhất là đối với những người đi vay nhỏ) hoặc mua những loại chứng khoán nào, và họ có thể thu được lợi về việc giảm chi phí giao dịch do họ mua những chứng khoán với số lượng lớn. Họ có thể đủ sức thanh toán lãi cho những người vay - những người tiết kiệm hoặc có thể cung cấp các dịch vụ quan trọng và tiếp tục thu lợi.

Sự thành công của các trung gian tài chính là hiển nhiên bởi lý do là hầu được người đầu tư các món tiết kiệm của mình với họ và cũng nhận được các món vay từ họ. Thực vậy, tuy rằng báo chí tập trung nhiều sự chú ý đối với thị trường chứng khoán, đặc biệt là thị trường cổ phiếu, những trung gian tài chính là một nguồn tài chính quan trọng hơn nhiều cho các công ty so với thị trường chứng khoán. Điều này là đúng sự thật không chỉ so với thị trường nước Mỹ mà cũng

còn đúng cho các nước công nghiệp khác. (Xem Bài đọc thêm 3.1). Chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn vai trò của các trung gian tài chính trong nền kinh tế, xem vì sao họ lại quan trọng đến như vậy và họ hoạt động như thế nào, ở Chương 8 đến Chương 13.

BÀI ĐỌC THÊM 3.1

Toàn cảnh

Những trung gian tài chính quan trọng như thế nào đối với thị trường chứng khoán : Một sự so sánh quốc tế

Khuôn mẫu của việc tài trợ cho các công ty ở mỗi nước không như nhau, nhưng một yếu tố nổi bật nổi lên. Việc nghiên cứu của các nước phát triển chủ yếu gồm Mỹ, Canada, Anh, Nhật, Ý, Đức và Pháp, cho thấy rằng khi những nhà kinh doanh đi tìm vốn để tài trợ cho những hoạt động của mình, họ thường có được những vốn này nhờ ở các trung gian tài chính. Không có gì ngạc nhiên, Mỹ và Canada, vốn có những thị trường chứng khoán phát triển nhất trên thế giới, vẫn sử dụng họ một cách mạnh mẽ nhất trong việc tài trợ cho các công ty.

Tuy nhiên ở Mỹ, vốn mà các công ty vay từ những trung gian tài chính hầu như gấp hai lần so với vốn nhận từ thị trường chứng khoán. Những nước ít sử dụng thị trường chứng khoán nhất là các nước Đức và Nhật. Ở 2 nước này vốn vay từ những trung gian tài chính hầu như gấp 10 lần so với nhận từ thị trường chứng khoán. Ở Nhật Bản, với điều lệ sửa đổi cho thị trường chứng khoán trong những năm gần đây, vốn mà các công ty vay từ những

người trung gian tài chính đã giảm tương đối so với vốn nhận từ thị trường chứng khoán.

Tuy những trung gian tài chính vẫn là người chế ngự thị trường chứng khoán ở mỗi nước, vai trò của thị trường trái khoán so với vai trò của thị trường cổ phiếu lại khác nhau nhiều ở mỗi nước. Ở Mỹ, thị trường trái khoán quan trọng hơn nhiều so với thị trường cổ phiếu trong việc tài trợ cho các công ty. Tính trung bình, tổng giá trị vốn thu được qua trái khoán gấp 10 lần vốn thu được nhờ sử dụng cổ phiếu. Mặt khác, những nước như Pháp, Italia, sử dụng thị trường cổ phiếu nhiều hơn là sử dụng thị trường trái khoán để thu nhận vốn. (Việc giải thích xem vì sao những người trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng hơn trong việc tài trợ cho các doanh nghiệp so với thị trường chứng khoán và xem các yếu tố nào ở mỗi quốc gia ảnh hưởng đến việc chọn lựa phương thức tài trợ bằng trái khoán và phương thức tài trợ cổ phiếu sẽ được thảo luận ở Chương 8).

NHỮNG TRUNG GIAN TÀI CHÍNH

Chúng ta đã nghiên cứu xem vì sao những trung gian tài chính giữ một vai trò quan trọng đến như thế trong nền kinh tế. Bây giờ, chúng ta nghiên cứu những trung gian tài chính chủ yếu và xem họ thực hiện chức năng trung gian như thế nào. Có 3 loại : (1) Các tổ chức nhận tiền gửi (các ngân hàng) ; (2) Các tổ chức nhận gửi tiết kiệm theo hợp đồng ; và (3) Những trung gian đầu tư. Bảng 3.1 cung cấp một chỉ dẫn cho việc thảo luận về những tài sản nợ (những nguồn tiền vốn) và tài sản có của họ (sử dụng tiền vốn). Tầm cỡ tương đối của những trung gian tài chính này ở Mỹ được nêu ở Bảng 3.2, bảng này liệt kê tổng số tài sản có của họ vào cuối những năm 1970, 1980 và 1990.

Các tổ chức nhận tiền gửi (các ngân hàng)

Các tổ chức nhận tiền gửi (để đơn giản, ta gọi là "các ngân hàng" trong suốt cuốn sách này) là những trung gian tài chính, họ nhận tiền gửi từ các cá nhân và các tổ chức và cho vay. Việc nghiên cứu tiền tệ và hoạt động ngân hàng tập trung sự chú ý đặc biệt vào nhóm những tổ chức tài chính này (nhóm gồm : Các ngân hàng thương mại, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng) vì họ liên quan đến việc tạo ra tiền gửi, thành phần quan trọng của lượng tiền cung ứng. Thái độ cư xử của họ giữ một vai trò quan trọng đối với vấn đề lượng tiền cung ứng được xác định như thế nào.

Bảng 3.1. Các tài sản có và tài sản nợ hàng đầu của những trung gian tài chính

Trung gian	Tài sản nợ hàng đầu (nguồn vốn)	Các tài sản có hàng đầu (sử dụng vốn)
<i>Các tổ chức nhận tiền gửi</i>		
Các ngân hàng thương mại	Tiền gửi	Cho vay kinh doanh và tiêu dùng, cho vay thế chấp, các chứng khoán chính phủ Mỹ và các trái khoán của địa phương
Các hiệp hội tiết kiệm và cho vay	Tiền gửi	Cho vay thế chấp
Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ	Tiền gửi	Cho vay thế chấp
Các liên hiệp tín dụng	Tiền gửi	Cho vay tiêu dùng.

Tiếp Bảng 3.1

Trung gian	Tài sản nợ hàng đầu (nguồn vốn)	Các tài sản có hàng đầu (sử dụng vốn)
Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng		
Các công ty bảo hiểm sinh mạng	Phí bảo hiểm theo hợp đồng	Các trái khoán công ty và các khoản vay thế chấp
Các quỹ trợ cấp	Tiền đóng góp của chủ và người làm công	Các trái khoán và cổ phiếu công ty
Các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn	Phí bảo hiểm theo hợp đồng	Các trái khoán của các địa phương, các trái khoán và cổ phiếu công ty, các chứng khoán chính phủ Mỹ
Trung gian	Các tài sản nợ hàng đầu (nguồn vốn)	Các tài sản có hàng đầu (sử dụng vốn)
Những trung gian đầu tư		
Các quỹ tương trợ	Các cổ phần	Các cổ phiếu và các trái khoán
Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ	Các cổ phần	Các công cụ thị trường tiền tệ
Các công ty tài chính	Các thương phiếu các cổ phiếu và các trái khoán	Các khoản cho vay tiêu dùng và kinh doanh

Bảng 3.2. Những trung gian tài chính chủ yếu

Loại trung gian tài chính	Giá trị tài sản có (tỷ đôla, cuối của năm)		
	1970	1980	1990
Các tổ chức nhận tiền gửi (Các ngân hàng)			
Các ngân hàng thương mại	517	1357	3356
Các công ty tiết kiệm & cho vay	171	614	1098
Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ	79	170	264

Tiếp Bảng 3.2

Loại trung gian tài chính	Giá trị tài sản có (tỷ đôla, cuối của năm)		
	1970	1980	1990
Các liên hiệp tín dụng	18	67	215
<i>Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng</i>			
Các công ty bảo hiểm sinh mạng	201	464	1409
Các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn	50	174	928
Các quỹ trợ cấp (tư nhân)	112	470	1169
Các quỹ hưu trí của chính quyền tiểu bang và địa phương	60	198	806
<i>Những trung gian đầu tư</i>			
Các công ty tài chính	64	202	574
Các quỹ tương trợ	47	62	609
Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ	0	76	499

Các ngân hàng thương mại. Các trung gian tài chính này thu vốn trước hết bằng cách phát hành: Tiền gửi có thể phát séc được (là tiền gửi có thể viết séc được), các tiền gửi tiết kiệm (là các món gửi có thể được thanh toán ngay, nhưng không cho phép người gửi viết séc), và các tiền gửi có kỳ hạn (là các tiền gửi có kỳ hạn thanh toán định trước). Sau đó họ dùng các vốn này để thực hiện cho vay: cho vay thương mại, cho vay tiêu dùng, cho vay thế chấp và để mua: Các chứng khoán chính phủ Mỹ, các trái khoán của chính quyền địa phương. Có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại ở Mỹ, và với tư cách một nhóm, họ là những trung gian tài chính lớn nhất và có một khối tài sản có dưới hình thức các chứng khoán rất đa dạng.

Các hiệp hội cho vay và tiết kiệm (S & L) Các nguồn vốn hàng đầu của các hiệp hội này là các tiền gửi tiết kiệm (thường còn gọi là các cổ phần), các tiền gửi có kỳ hạn, các tiền gửi phát séc được. Theo truyền thống, các tiền vốn thu được dùng để vay thế chấp. Những hiệp hội này là nhóm trung gian tài chính lớn hàng thứ 2 sau nhóm kể trên, gồm khoảng 2.500 hiệp hội. Trong những năm 1950 và 1960 các S & L phát triển nhanh hơn nhiều so với các ngân hàng thương mại, nhưng khi lãi suất tăng mạnh từ cuối những năm 1960 đến đầu những năm

1980, các S & L gặp phải những khó khăn làm chậm bớt đà phát triển của chúng lại. Do các khoản cho vay thế chấp là các khoản vay dài hạn, với kỳ hạn thanh toán nói chung hầu hết là 29 năm, nhiều trong số các hiệp hội hiện hữu đã được lập ra từ nhiều năm trước đây khi lãi suất ở mức thấp hơn rõ rệt. Khi lãi suất đã tăng lên, các hiệp hội cho vay và tiết kiệm thường nhận thấy rằng thu nhập từ những món cho vay thế chấp của họ đã thấp hơn chi phí để gom vốn một cách đáng kể: Nhiều trong số đó đã bắt đầu chịu thua lỗ lớn và nhiều hiệp hội đã phải ngừng kinh doanh.

Cho tới năm 1980, các hiệp hội cho vay và tiết kiệm đã bị giới hạn trong các khoản cho vay thế chấp và không được thiết lập các tài khoản séc. Các khó khăn của họ đã thúc đẩy Quốc hội đưa những điều khoản mới vào Bản xóa bỏ quy định đối với các tổ chức nhận gửi tiền và Đạo luật 1980 về kiểm soát tiền tệ cho phép các S & L phát hành các tài khoản séc, thực hiện các món cho vay tiêu dùng và thực hiện nhiều hoạt động trước đây chỉ giới hạn cho các ngân hàng thương mại. Đạo luật Garn-St Germain 1982 (The Garn-St Germain Act of 1982) đã mở rộng thêm các hoạt động được phép của các S & L. Cũng như các ngân hàng thương mại, ngày nay các S & L chịu những yêu cầu nộp tiền gửi tại Dự trữ Liên bang. Kết quả thực sự của các sửa đổi pháp lý này là xóa dần sự khác biệt giữa các S & L và các ngân hàng thương mại, và những trung gian tài chính này sẽ trở thành các đối thủ cạnh tranh lẫn nhau trong tương lai.

Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ (Mutual Savings Banks). Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ rất giống các S & L. Họ thu tiền vốn bằng cách nhận tiền gửi và dùng chúng trước hết là để cho vay thế chấp. Cấu trúc tổ chức công ty của họ hơi khác các S & L ở chỗ họ luôn được tổ chức như có sự "tương trợ", tức là họ hoạt động như một "hợp tác xã" trong đó những người sở hữu tiền gửi lại là các chủ sở hữu ngân hàng. Có khoảng 500 tổ chức như vậy, và đặt trụ sở tại Bang New York và New England. Giống như các S & L, cho tới 1980 họ vẫn còn bị giới hạn chỉ thực hiện các khoản cho vay thế chấp và đã trải qua những khó khăn tương tự khi lãi suất tăng cao từ cuối những năm 1960 tới đầu những năm 1980. Họ đã bị tác động một cách tương tự bởi đạo luật về các hoạt động ngân hàng năm 1980 và nay họ có thể phát hành các khoản gửi có thể phát séc và thực hiện các khoản cho vay khác hơn các khoản cho vay thế chấp.

Các liên hiệp tín dụng (Credit Unions). Số lượng các tổ chức tài chính này

có khoảng 15.000, đây là các tổ chức cho vay rất nhỏ có tính chất hợp tác xã được tổ chức xung quanh một nhóm xã hội đặc biệt : Các thành viên của một liên hiệp là các người làm công của một công ty nào đó, v.v... Họ thu nhận vốn từ các khoản tiền gửi và trước hết là thực hiện các khoản cho vay. Với đạo luật ban hành về hoạt động ngân hàng năm 1980, các liên hiệp tín dụng cũng được phép phát hành các khoản gửi có thể phát séc và có thể thực hiện các khoản cho vay thế chấp phụ thêm cho các khoản cho vay tiêu dùng.

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng

Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng, như là các công ty bảo hiểm và các quỹ tương trợ là những trung gian tài chính ; họ thu nhận vốn một cách định kỳ trên cơ sở hợp đồng. Do họ có thể dự tính một cách đủ chính xác là họ sẽ phải thanh toán hết bao nhiêu trong các năm tới, họ không phải lo lắng nhiều như các tổ chức gửi tiền về việc hụt vốn. Do vậy, tính chất lỏng của các tài sản có không được coi là quan trọng đối với họ như là đối với các tổ chức gửi tiền, và họ có xu hướng muốn đầu tư vốn của họ trước hết vào các chứng khoán dài hạn như các trái khoán công ty, các cổ phần và các khoản cho vay thế chấp.

Các công ty bảo hiểm sinh mạng. Các công ty bảo hiểm sinh mạng bảo đảm cho dân chúng để phòng các rủi ro về tài chính sau một cái chết và bán các trợ cấp hàng năm (thanh toán thu nhập hàng năm cho người hưu trí). Họ thu nhận vốn nhờ các phí bảo hiểm mà dân chúng thanh toán để giữ các hợp đồng bảo hiểm có hiệu lực rồi dùng vốn thu được đó để chủ yếu là mua các trái khoán công ty và thế chấp. Họ cũng mua các cổ phiếu nhưng bị hạn chế về tổng số. Gần đây với hơn 1,4 ngàn tỉ đôla tài sản có, họ là tổ chức lớn nhất trong những tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng.

Các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn. Các công ty này bảo hiểm cho những người đóng bảo hiểm của họ để phòng thiệt hại do mất trộm, cháy và tai nạn gây ra. Họ rất giống các công ty bảo hiểm sinh mạng trong việc nhận vốn nhờ phí bảo hiểm cho các hợp đồng bảo hiểm của họ, nhưng họ có nhiều khả năng bị mất vốn hơn nếu có nhiều tai họa xảy ra. Vì lý do này, họ dùng vốn của mình mua những tài sản có lỏng hơn so với những tài sản có mà công ty bảo hiểm sinh mạng mua. Tài sản có họ giữ nhiều nhất là các trái khoán địa phương cũng như trái khoán công ty, cổ phiếu và các chứng khoán chính phủ Mỹ.

Quỹ trợ cấp (tư nhân) và các quỹ hưu trí bang và địa phương. Các tổ chức tài chính này cung cấp thu nhập hưu trí dưới dạng các món trợ cấp hàng năm cho những người làm công thuộc phạm vi một chương trình trợ cấp. Vốn được nhận từ sự đóng góp của những người thuê nhân công hoặc của những người làm thuê nào có phương thức đóng góp trích ra từ séc trả lương một cách tự động hoặc là tình nguyện đóng góp. Tài sản có chủ yếu của quỹ trợ cấp là các trái khoán công ty và cổ phiếu. Chính phủ liên bang thúc đẩy mạnh mẽ việc thành lập các quỹ trợ cấp qua các điều luật đòi hỏi những chương trình trợ cấp và qua khuyến khích về thuế để khuyến khích việc đóng góp cho quỹ.

Những trung gian đầu tư

Nhóm những trung gian tài chính này bao gồm các công ty tài chính, các quỹ tương trợ và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ.

Các công ty tài chính. Các công ty này nhận vốn bằng cách bán các thương phiếu và phát hành các cổ phiếu và trái khoán. Họ cho người tiêu dùng vay vốn này để mua sắm các thứ như đồ đạc, xe hơi và tu bổ nhà và cho các doanh nghiệp nhỏ. Một số công ty tài chính được các công ty mẹ tổ chức ra để giúp bán sản phẩm của họ, ví dụ, công ty tín dụng Ford Motor cho người tiêu dùng vay vốn để mua các xe do hãng của họ sản xuất.

Quỹ tương trợ. Những người trung gian tài chính này nhận vốn bằng cách bán các cổ phần do quỹ phát hành cho nhiều cá nhân rồi dùng tiền thu được để mua những cổ phiếu và trái khoán các loại. Quỹ tương trợ cho phép cổ đông tập trung các nguồn vốn của mình để có thể mua được những lô lớn các cổ phiếu hoặc trái khoán có chi phí giao dịch nhỏ. Ngoài ra, các quỹ tương trợ cho phép những cổ đông được giữ nhiều danh mục vốn đầu tư đa dạng hóa hơn là cách khác. Những cổ đông có thể bán (chúc) cổ phần vào bất cứ lúc nào, nhưng giá trị của những cổ phần này được xác định theo giá trị của những chứng khoán của quỹ tương trợ. Vì những biến động của giá này lớn, nên giá trị của những cổ phần của quỹ tương trợ cũng biến động nhiều, do đó việc đầu tư vào quỹ tương trợ có thể là một kinh doanh có rủi ro.

Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Đây là những tổ chức tài chính tương đối mới, chúng có các đặc tính của quỹ tương trợ nói trên, nhưng cũng mở rộng phạm vi hoạt động như là một tổ chức gửi tiền bởi vì, thực tế, các quỹ này chào

mời một kiểu gửi tiền. Giống hầu hết các quỹ tương trợ, họ bán các cổ phần để thu vốn, sau đó vốn này dùng để mua các công cụ thị trường tiền tệ, những thứ này an toàn hơn và rất dễ chuyển đổi ra tiền mặt. Lợi nhuận do những tài sản có này mang lại, sau đó được đem thanh toán hết cho các cổ đông.

Một đặc điểm then chốt của các quỹ này là ở chỗ, các cổ đông có thể phát séc ứng với giá trị phần tài sản cổ phần của họ. Tuy vậy nói chung cũng có những hạn chế đối với việc sử dụng đặc quyền phát séc; séc thường không được phát với một tổng số nhỏ hơn mức tối thiểu đã định, ví dụ là 500 đôla, và phải có một món tiền quan trọng lúc đầu để mở một tài khoản. Thực ra, các cổ phần trong một quỹ tương trợ thị trường tiền tệ tác dụng giống tiền gửi tài khoản séc, nghĩa là có lãi, nhưng với một số hạn chế đối với đặc quyền phát séc. Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đã có một sự tăng trưởng khác thường kể từ 1971 khi chúng xuất hiện lần đầu. Tới 1990, tài sản có của các quỹ này lên đến gần 500 tỉ đôla.

CÁC CÔNG CỤ CỦA THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Để hiểu đầy đủ về việc làm cách nào thị trường tài chính thực hiện được vai trò quan trọng trong việc dẫn vốn từ những người cho vay - những người tiết kiệm tới những người vay - người chi tiêu, chúng ta cần nghiên cứu các loại chứng khoán được mua bán trong thị trường tài chính. Trước hết chúng ta tập trung vào những công cụ được mua bán trong thị trường tiền tệ và sau đó đến những công cụ được mua bán ở thị trường vốn.

Các công cụ của thị trường tiền tệ

Do có kỳ hạn thanh toán ngắn, những công cụ vay nợ được mua bán trong thị trường tiền tệ chịu mức dao động giá tối thiểu và do đó là loại đầu tư ít rủi ro nhất. Những loại công cụ chủ yếu ở thị trường tiền tệ được liệt kê ở Bảng 3.3 cùng với tổng số dư ở cuối những năm 1970, 1980 và 1990.

Tín phiếu kho bạc Mỹ. Những công cụ vay nợ ngắn hạn này của chính phủ Mỹ được phát hành với hạn kỳ thanh toán 3, 6 và 12 tháng. Chúng được thanh toán một khoản định sẵn khi đến kỳ hạn thanh toán và không có một khoảng lãi nào, nhưng thực tế, chúng được thanh toán lãi do việc bán lần đầu có giảm giá, tức là, với giá thấp hơn so với khoản tiền đã định được thanh toán khi hết hạn. Ví dụ, bạn có thể mua một tín phiếu kho bạc kỳ hạn 1 năm trong tháng 5/1992 với số tiền 9.000 đôla, tín phiếu này có thể được thanh toán 10.000 đôla vào tháng 5/1993.

Bảng 3.3. Những công cụ tài chính chủ yếu trong thị trường tiền tệ

Loại công cụ	Tổng số dư (tỷ đôla, cuối năm)		
	1970	1980	1990
Giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng (loại lớn)	65	317	543
Tín phiếu kho bạc Mỹ	81	216	527
Thương phiếu	33	122	557
Phiếu nhận thanh toán ở ngân hàng	7	42	52
Hợp đồng mua lại	3	57	144
Đôla châu Âu	2	55	92
Quy Liên bang	16	18	61

Tín phiếu kho bạc Mỹ là loại công cụ lỏng nhất trong tất cả các loại công cụ thị trường tiền tệ bởi vì chúng được mua bán ráo riết nhất. Chúng cũng là loại công cụ an toàn nhất trong tất cả các loại công cụ ở thị trường tiền tệ vì không có khả năng xảy ra sự vỡ nợ, tức là tình trạng trong đó bên phát hành công cụ vay nợ (trường hợp này là chính phủ liên bang) không có khả năng thực hiện việc thanh toán lãi hoặc thanh toán toàn bộ số tiền của người sở hữu khi công cụ đó đến kỳ hạn thanh toán. Chính phủ liên bang luôn đáp ứng được các món nợ phải trả vì chính phủ có thể tăng thuế hoặc phát hành giấy bạc để thanh toán hết nợ của mình. Tín phiếu kho bạc chủ yếu do các ngân hàng nắm giữ, tuy một lượng nhỏ do các gia đình, các công ty và những trung gian tài chính khác nắm giữ.

—Giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng. Một giấy chứng nhận tiền gửi (CD) là một công cụ vay nợ do ngân hàng bán cho người gửi tiền. Nó thanh toán lãi hàng năm theo một khoản đã định và khi đến kỳ hạn thanh toán, thì hoàn trả hết giá mua ban đầu. Trước 1961, CD là không thể bán lại được, tức là, chúng không thể được bán lại cho người khác và không thể được hoàn trả trước kỳ hạn nếu không chịu một khoản phạt đáng kể. Năm 1966, nhằm làm cho CD lỏng hơn và hấp dẫn những người đầu tư hơn, Citibank đã lần đầu phát hành CD bán lại được đối với những loại nhiều tiền (trên 100.000 đôla). Chúng có thể bán lại ở thị trường cấp hai. Hiện nay công cụ này được hầu hết các

ngân hàng thương mại lớn phát hành và thu được thành công to lớn, với tổng số dư gần đây vượt quá tổng số dư của tín phiếu kho bạc Mỹ. Chúng là nguồn vốn đặc biệt quan trọng mà những ngân hàng thương mại nhận từ những công ty, các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ, các tổ chức từ thiện và các cơ quan của chính phủ.

~ **Thương phiếu** Thương phiếu là công cụ vay nợ ngắn hạn do các ngân hàng lớn và các công ty nổi tiếng phát hành, ví dụ General Motor hoặc AT & T. Trước những năm 1960, các công ty thường vay vốn ngắn hạn ở các ngân hàng, nhưng sau đó họ dựa chủ yếu vào việc bán thương phiếu của họ cho các trung gian tài chính và các công ty khác để vay vốn tức thời ; tức là, họ đã thực hiện công việc tài chính trực tiếp. Sự tăng trưởng của thị trường thương phiếu rất là lớn lao : Tổng số dư của thương phiếu đã tăng hơn 1500% (từ 33 tỉ đôla lên 557 tỉ đôla) trong thời gian 1970 - 1990.

~ **Hối phiếu được ngân hàng chấp nhận.** Những công cụ thị trường tiền tệ này được lập ra trong quá trình mậu dịch quốc tế và đã được dùng từ hàng trăm năm nay. Một hối phiếu được ngân hàng chấp nhận là một hối phiếu ngân hàng (một sự hứa hẹn thanh toán tương tự một tấm séc) do một công ty phát hành, được thanh toán trong thời gian sắp tới và được ngân hàng bảo đảm với một khoản lệ phí bằng cách ngân hàng đóng dấu "đã chấp nhận" lên hối phiếu. Công ty phát hành công cụ đó phải gửi món tiền bắt buộc vào tài khoản của mình tại ngân hàng đủ để trả cho hối phiếu. Nếu công ty không làm được như vậy, thì sự bảo đảm của ngân hàng có nghĩa là ngân hàng buộc phải bồi thường số tiền của hối phiếu. Lợi ích cho công ty này là ở chỗ hối phiếu đó có thêm khả năng được chấp nhận khi mua hàng hóa ở nước ngoài vì nhà xuất khẩu ngoại quốc biết rằng ngay cả trường hợp công ty mua hàng hóa đã phá sản thì hối phiếu ngân hàng vẫn được thanh toán đủ.

Các hối phiếu "đã chấp nhận" này thường được bán lại ở thị trường thứ hai với sự giảm giá và như vậy, có tác dụng tương tự như tín phiếu kho bạc. Nói chung, những hối phiếu ngân hàng này được nhiều người trong số những người đã nắm giữ các tín phiếu kho bạc nắm giữ và tổng số dư cũng đã tăng trưởng đáng kể, tăng 600% (từ 7 tỉ đôla lên 52 tỉ đôla) từ 1970 tới 1990.

Hợp đồng mua lại (Repurchase Agreement - RP). Hợp đồng mua lại thực tế là những món vay ngắn hạn (thường với kỳ hạn thanh toán ít hơn 2 tuần lễ)

trong đó các tín phiếu kho bạc được dùng làm vật bảo đảm một tài sản có mà người cho vay nhận được nếu người đi vay không thanh toán được nợ. RP được tạo ra như sau : Một công ty lớn ví dụ General Motors, có thể có một số vốn nhàn rỗi trong tài khoản ngân hàng của nó, ví dụ 1 tỉ đôla, công ty muốn đem cho vay ngắn hạn. GM dùng 1 tỉ đôla này để mua các tín phiếu kho bạc ở một ngân hàng nào đồng ý sẽ mua lại chúng vào sáng hôm sau với một giá cao hơn một chút so với giá mà GM đã mua. Tác dụng của sự thỏa thuận này là ở chỗ GM cho ngân hàng vay 1 tỉ đôla và GM giữ số tín phiếu kho bạc 1 tỉ đôla của ngân hàng cho đến khi ngân hàng mua lại số tín phiếu này để thanh toán hết món nợ. RP hoàn toàn là một khám phá mới đây (1969) trong thị trường tài chính. Hợp đồng mua lại này là một nguồn vốn quan trọng đối với các ngân hàng (trên 140 tỉ đôla), và người cho vay quan trọng nhất ở thị trường này là các công ty lớn.

Quy liên bang. Đây là những món vay nợ ngắn hạn điển hình giữa các ngân hàng bằng những món tiền gửi của họ tại Dự trữ Liên bang. Được gọi với cái tên là "Quy liên bang" là có sự hơi lảm lẩn bởi vì các món cho vay này không phải là món của chính phủ liên bang hay cơ quan Dự trữ Liên bang cho vay mà do những ngân hàng này cho những ngân hàng kia vay. Một lý do khiến vì sao một ngân hàng có thể vay trong thị trường quỹ liên bang là khi ngân hàng đó thấy những món gửi mà nó có ở Fed không đạt đến tổng số theo qui định phải có. Khi ấy ngân hàng đó có thể vay những món gửi ở đây của những ngân hàng khác, những ngân hàng này chuyển các món gửi đó tới ngân hàng muốn vay bằng hệ thống chuyển khoản điện tử của Fed. Thị trường này rất nhạy cảm đối với những nhu cầu tín dụng của các ngân hàng khiến cho lãi suất đối với những món vay này, được gọi là **lãi suất quỹ liên bang**, là một phong vũ biểu để đo mức căng thẳng của thị trường tín dụng trong hệ thống hoạt động ngân hàng ; khi lãi suất cao, là các ngân hàng đang bị sức ép về vốn, còn khi lãi suất đó thấp, là nhu cầu tín dụng của các ngân hàng thấp.

Đôla châu Âu (Eurodollars). Những đồng đôla Mỹ được gửi tại các ngân hàng ngoại quốc ở bên ngoài nước Mỹ hoặc tại những chi nhánh ở ngoại quốc của những ngân hàng Mỹ, được gọi là **đôla châu Âu**. Các ngân hàng Mỹ có thể vay những món gửi này của những ngân hàng khác hoặc của các chi nhánh ở ngoại quốc thuộc sở hữu của họ khi họ cần vốn. Đôla châu Âu đã trở thành một nguồn vốn quan trọng đối với các ngân hàng (trên 90 tỉ đôla).

Thị trường tiền tệ đã trải qua những thay đổi lớn trong 30 năm qua, với những công cụ tài chính mới đã xuất hiện với tốc độ nhanh hơn nhiều so với những thời kỳ khác. Vì sao điều này đang diễn ra lâu nay sẽ là một vấn đề hấp dẫn mà chúng ta sẽ nghiên cứu ở Chương 13, tại đó chúng ta sẽ xem xét những động lực đang thúc đẩy nhịp điệu đổi mới nhanh chóng trong 30 năm trở lại đây.

Các công cụ ở thị trường vốn

Công cụ thị trường vốn là công cụ nợ và cổ phần với kỳ hạn thanh toán trên 1 năm. Chúng có dao động giá rộng hơn nhiều so với công cụ thị trường tiền tệ và được coi là những đầu tư thực sự có rủi ro. Những loại công cụ thị trường vốn chủ yếu được liệt kê trong Bảng 3.4 với tổng số dư vào cuối các năm 1970, 1980 và 1990.

Cổ phiếu. Cổ phiếu là trái quyền về vốn đối với thu nhập ròng và tài sản của một công ty. Giá trị của chúng trên 4 ngàn tỉ đôla vào cuối năm 1990 vượt quá giá trị của bất kỳ kiểu chứng khoán nào trong thị trường vốn. Tổng số phát hành cổ phiếu mới trong bất kỳ năm nào vừa qua cũng rất nhỏ, nhỏ hơn 1% giá trị tổng số tồn dư của những cổ phần. Các cá nhân giữ trên 60% giá trị của các cổ phiếu, phần còn lại do các quỹ trợ cấp, quỹ tương trợ và những công ty bảo hiểm nắm.

Vay thế chấp. Vay thế chấp là những món tiền cho các cá nhân hoặc các công ty kinh doanh vay để mua nhà, đất, hoặc những công trình kiến trúc thực khác, trong đó các công trình kiến trúc và đất được dùng làm vật thế chấp cho món vay. Thị trường vay thế chấp là thị trường nợ lớn nhất ở Mỹ, với tổng số dư của các món nợ thế chấp nhà ở (dùng để mua nhà ở) gấp hơn 3 lần tổng số dư của các món vay thế chấp thương mại và thế chấp nông trại. Những công ty tiết kiệm và cho vay và những ngân hàng tiết kiệm tương trợ đã là những người cho vay hàng đầu trong thị trường cho vay thế chấp nhà ở, tuy rằng các ngân hàng thương mại cũng đã bắt đầu đi vào thị trường này một cách mạnh mẽ hơn. Đa số những món cho vay thế chấp thương mại và nông trại do các ngân hàng thương mại và các công ty bảo hiểm thực hiện. Chính phủ liên bang đã đóng góp vai trò tích cực trong thị trường vay thế chấp thông qua 3 cơ quan chính phủ (FNMA - Hiệp hội vay thế chấp quốc gia liên bang, GNMA - Hiệp hội vay thế chấp quốc gia của chính phủ, FHLMC - Công ty vay thế chấp vay mua nhà của liên bang) những tổ chức này cung cấp vốn cho thị trường vay thế chấp bằng cách bán trái khoán và dùng tiền thu được để mua những món thế chấp.

Bảng 3.4. Những công cụ tài chính chủ yếu ở thị trường vốn : Tổng số dư.

Loại công cụ	Tổng số dư (tỉ đôla, cuối năm)		
	1970	1980	1990
Cổ phiếu công ty (giá trị thị trường)	906	1634	4165
Vay thế chấp nhà ở	355	1099	2924
Trái khoán công ty	167	366	987
Chứng khoán chính phủ Mỹ (có thể mua bán lâu dài)	160	407	1653
Trái khoán chính quyền bang và địa phương	146	279	640
Trái khoán các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ	51	193	412
Vay thương mại ngân hàng	152	457	815
Vay người tiêu dùng	134	355	809
Vay thế chấp thương mại và nông trại	116	353	846

Nguồn tài liệu : Federal Reserve Flow of Funds accounts, Federal Reserve *Bulletin*, and *Banking and Monetary Statistics* 1941 - 1970.

Trái khoán công ty. Đây là loại trái khoán dài hạn do các công ty phát hành với mức tín dụng rất mạnh. Trái khoán công ty điển hình mang lại cho người giữ nó một khoản thanh toán lãi 2 lần mỗi năm và thanh toán hết mệnh giá khi trái khoán đến kỳ hạn thanh toán. Một số trái khoán công ty được gọi là trái khoán có khả năng chuyển đổi, có đặc điểm phụ thêm là cho phép người giữ nó chuyển đổi nó thành một số cổ phần vào bất cứ lúc nào cho tới lúc đến kỳ hạn thanh toán. Đặc điểm này khiến các trái khoán chuyển đổi được thêm hấp dẫn đối với những người mua tương lai hơn là những trái khoán không có khả năng chuyển đổi, và cho phép công ty giảm tiền lãi thanh toán vì các trái khoán này có thể tăng thêm giá trị nếu giá của cổ phiếu tăng lên một cách đầy đủ. Do tổng số dư của cả trái khoán chuyển đổi và không chuyển đổi đối với một công ty xác định nào đó là nhỏ, chúng gần như không lòng bằng các chứng khoán khác, ví dụ các trái khoán chính phủ Mỹ.

Tuy rằng tầm cỡ của thị trường trái khoán công ty nhỏ hơn nhiều so với thị trường cổ phiếu với tổng số dư của trái khoán công ty ít hơn 1/4 số dư của cổ

phiếu, nhưng tổng giá trị của những trái khoán mới được phát hành mỗi năm lớn hơn nhiều so với tổng giá trị các cổ phiếu mới được phát hành. Như vậy diễn biến của thị trường trái khoán công ty có thể quan trọng hơn nhiều đối với các quyết định về tài chính của một công ty so với diễn biến của thị trường cổ phiếu. Những người mua quan trọng đối với các trái khoán công ty là các hãng bảo hiểm sinh mạng, các quỹ trợ cấp và các hộ gia đình những người cầm giữ tài sản lớn khác.

Chứng khoán chính phủ Mỹ. Những công cụ nợ dài hạn này do Kho bạc Mỹ phát hành để cấp tiền cho những thiếu hụt của ngân sách chính phủ liên bang. Do chúng là những trái khoán được mua bán rộng rãi nhất ở Mỹ (tổng số giao dịch tính trung bình vượt quá 100 tỉ mỗi ngày), chúng là chứng khoán lỏng nhất được mua bán trong thị trường vốn. Chúng được giữ ở : Dự trữ Liên bang, các ngân hàng, các hộ gia đình và người nước ngoài.

Chứng khoán các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ. Đây là những trái khoán dài hạn do nhiều cơ quan thuộc chính phủ Mỹ phát hành. Nhiều chứng khoán được chính phủ Mỹ bảo đảm và do vậy chúng tác dụng rất giống như các trái khoán chính phủ Mỹ, và cũng do các thành phần tương tự nắm giữ.

Trái khoán chính quyền bang và chính quyền địa phương. Trái khoán này còn được gọi là trái khoán thành phố, là những công cụ tài chính dài hạn do chính quyền liên bang và chính quyền địa phương phát hành để cấp tiền chi phí trường học, đường sá v.v... Một đặc điểm nổi bật của loại trái khoán này là tiền thanh toán lãi của chúng không phải đóng thuế thu nhập liên bang và cả thuế thu nhập tại bang phát hành. Các ngân hàng thương mại, với mức thuế thu nhập cao, là những người mua quan trọng nhất đối với các chứng khoán này, sở hữu trên một nửa tổng số dư. Nhóm nắm giữ lớn thứ hai là các cá nhân giàu có đang chịu mức thuế thu nhập cao, và sau nữa là đến các công ty bảo hiểm.

Những món vay thương mại ngân hàng cấp và vay tiêu dùng. Đây là những món vay dành cho người tiêu dùng và cho những công ty kinh doanh và chủ yếu do ngân hàng cho vay, nhưng trường hợp các món vay của người tiêu dùng, cũng còn do những công ty tài chính cho vay. Thường không có thị trường cấp hai cho những món vay này và do vậy chúng là kém lỏng nhất trong các công cụ thị trường vốn liệt kê ở Bảng 3.4.

VIỆC ĐIỀU HÀNH HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

Hệ thống tài chính là một trong những lĩnh vực được điều hành một cách chặt chẽ trong nền kinh tế Mỹ. (Đây cũng là trường hợp tương tự ở nước ngoài : Xem

Bài đọc thêm 3.2). Các lực lượng chính trị đã khuyến khích chính phủ đóng một vai trò mạnh mẽ như vậy để thực hiện những công việc sau đây : (1) Cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư ; (2) Bảo đảm sự lành mạnh của hệ thống tài chính ; (3) Cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ ; Và (4) khuyến khích sở hữu nhà. Chúng ta sẽ xem xét 4 vấn đề đáng quan tâm này đã đưa đến hệ thống điều hành hiện nay như thế nào. Để giúp việc nghiên cứu, các cơ quan điều hành chủ yếu của hệ thống tài chính Mỹ được liệt kê ở Bảng 3.5.

Việc cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư

Một vấn đề mà các nhà đầu tư phải đối phó là biết được liệu một cuộc đầu tư có an toàn không. Thường thì một cá nhân có thể đánh giá chất lượng của một sản phẩm bằng cách mua và thử dùng nó. Ví dụ bạn có thể biết được chất lượng của thịt tại một cửa hàng thịt nơi bạn ở, bằng cách mua một miếng thịt và ăn nó. Nếu chất lượng không phù hợp với bạn thì sau đó bạn sẽ tìm đến một cửa hàng khác. Còn ở một số sản phẩm lại khó đánh giá, các chứng khoán được mua bán trong các thị trường tài chính là một ví dụ. Một nhà đầu tư bình thường không thể nói rằng một chứng khoán do một công ty nào đó phát hành có phải là một khoản đầu tư an toàn hay không. Các công ty tư nhân, như công ty Standard and Poor hoặc dịch vụ đầu tư Moody, đứng ra thực hiện việc đánh giá chất lượng các trái khoán cung cấp thông tin về chất lượng của một số chứng khoán. Tuy vậy công chúng có thể cảm thấy rằng thị trường tư nhân không cung cấp đầy đủ thông tin cho các nhà đầu tư và rằng các nhà đầu tư cần được bảo vệ. Do vậy họ có thể thúc đẩy chính phủ hành động để bảo đảm có thêm thông tin về các chứng khoán được cung cấp.

Do hậu quả của sự phá sản thị trường cổ phiếu năm 1929 và sự phát giác hàng loạt những gian lận sau đó, những đòi hỏi có tính chất quản lý nhà nước đối với công việc điều hành đã lên đến cực điểm trong Đạo luật về chứng khoán năm 1933 và trong việc thành lập Ủy ban hội đoái và chứng khoán (SEC). SEC đòi hỏi các công ty phát hành chứng khoán phải tiết lộ một số thông tin về doanh số, tài sản có và tiền lãi của họ cho công chúng và SEC cũng hạn chế việc buôn bán của những cổ đông lớn nhất (gọi là "người tay trong") trong công ty. Qua việc đòi hỏi tiết lộ các thông tin này và việc làm nản lòng buôn bán tay trong, là những việc có thể được dùng để chi phối giá chứng khoán, SEC hy vọng các nhà đầu tư sẽ được cung cấp thông tin một cách tốt hơn và sẽ được bảo vệ tránh bị một số lừa dối trong các thị trường tài chính như đã xảy ra trước 1933. Thực vậy, trong những năm gần đây, SEC rất tích cực trong việc kiện những người có liên quan đến việc buôn bán tay trong, ví dụ Ivan Boesky (xem Bài đọc thêm 29.1 Chương 29).

BÀI ĐỌC THÊM 3.2.

*Toàn cảnh***Việc điều hành tài chính ở nước ngoài**

Biết rằng các lực lượng chính trị ở đây không quá khác biệt so với ở các nước công nghiệp khác, việc điều hành tài chính ở Nhật Bản, Canada và châu Âu có những đặc điểm tương tự như việc điều hành tài chính ở Mỹ. Việc cung cấp thông tin được cải thiện qua việc đòi hỏi các công ty phát hành những chứng khoán phải báo cáo thông tin về tài sản cố và tài sản nợ, tiền lãi và doanh số bán những cổ phiếu và qua việc cấm hoạt động thương mại tụy trong. Sự lành mạnh của những người trung gian được bảo đảm bằng việc cấp giấy phép và thanh tra định kỳ sổ sách của những người trung gian tài chính và bằng việc cung cấp bảo hiểm tiền gửi (tuy rằng tiền bồi thường bảo hiểm nhỏ hơn và sự hiệu hữu của nó thường không được quảng cáo một cách có chủ định).

Việc kiểm soát tiền tệ được thực hiện bằng cách đòi các tổ chức gửi tiền phải giữ một phần các món gửi của họ tại ngân hàng trung ương. Tuy việc khuyến khích sở hữu nhà ở nơi chung không được đeo đuổi một cách mạnh mẽ như vậy trong việc điều hành ở nước ngoài, những tran

lãi suất cực đại tiền gửi và trái khoán đã rất là phổ biến. Tuy nhiên gần đây, nhiều trong số những cái trần này đã được bỏ đi như đã xảy ra ở Mỹ.

Cái khác biệt cơ bản giữa việc điều hành tài chính ở Mỹ và ở nước ngoài có liên quan đến việc điều hành các ngân hàng.

Hiện thời chỉ có nước Mỹ ngăn cản việc hình thành một hệ thống ngân hàng quốc gia bằng cách hạn chế việc đặt chủ nhánh qua các vùng, thực vậy sự khác nhau này giữa Mỹ và châu Âu sẽ lớn hơn vì các qui chế mới về công việc ngân hàng cho Ủy ban Kinh tế châu Âu sẽ làm cho một ngân hàng được phép ở một nước của EEC có thể thực hiện tất cả các dịch vụ ở tất cả các nước khác thuộc EEC. Các ngân hàng Mỹ cũng là những ngân hàng bị hạn chế nhất trong việc thực hiện đầy đủ mọi dịch vụ tài chính và trong việc những tài sản này họ có thể nắm giữ. Các ngân hàng ở nước ngoài thường giữ các cổ phần trong các công ty thương mại, và ở Nhật, ở Đức thường giữ những khoản vốn góp đáng kể trong những công ty như vậy.

Bảng 3.5. Những cơ quan điều hành chủ yếu của hệ thống tài chính Mỹ

Cơ quan điều hành	AI bị điều hành	Tính chất điều hành
Ủy ban hội đoái và chứng khoán (Securities and Exchange commission - SEC)	Các thị trường tài chính và các trung tâm giao dịch có tổ chức	Các đòi hỏi tiết lộ thông tin, hạn chế buôn bán "tay trong"
Ủy ban mậu dịch hàng hóa kỳ hạn (Commodities Futures Trading Commission - CFTC)	Các số gian dịch ở thị trường kỳ hạn	Điều hành các thủ tục mua bán ở thị trường kỳ hạn

Tiếp bảng 3.5

Cơ quan điều hành	Ái bị điều hành	Tính chất điều hành
Văn phòng kiểm tra tiền (Office of the Comptroller of the Currency)	Các ngân hàng thương mại được liên bang trao đặc quyền	Trao đặc quyền và kiểm tra sổ sách của các ngân hàng thương mại được Liên bang trao đặc quyền và áp đặt các hạn chế về những tài sản có họ được nắm giữ.
Tổng cục liên hiệp tín dụng quốc gia (National Credit Union Administration - NCUA)	Các liên hiệp tín dụng được liên bang trao đặc quyền	Trao đặc quyền và kiểm tra sổ sách của các liên hiệp tín dụng được liên bang trao đặc quyền và áp đặt những hạn chế về những tài sản họ được nắm giữ.
Các ủy hạn về bảo hiểm và ngân hàng tiểu bang (State Banking and Insurance Commissions)	Các ngân hàng được tiểu bang trao đặc quyền (các tổ chức nhận tiền gửi) và các công ty bảo hiểm	Trao đặc quyền và kiểm tra sổ sách của các ngân hàng và các công ty bảo hiểm được tiểu bang trao đặc quyền, áp đặt những hạn chế về các tài sản họ được nắm giữ, áp đặt hạn chế về việc mở chi nhánh.
Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang (Federal Deposit Insurance Corporation - FDIC)	Các ngân hàng thương mại, tiết kiệm & tương tự và các công ty tiết kiệm và cho vay	Cung cấp bảo hiểm tới 100.000 đôla cho mỗi người gửi tiền ở một ngân hàng, kiểm tra sổ sách ở các ngân hàng được bảo hiểm và áp đặt hạn chế về những tài sản có mà họ có thể nắm giữ.
Hệ thống dự trữ Liên bang (Federal Reserve System)	Tất cả các ngân hàng (các tổ chức nhận tiền gửi)	- Kiểm tra sổ sách của các ngân hàng thương mại nào là thành viên của hệ thống, qui định các đòi hỏi về tiền dự trữ cho tất cả các ngân hàng, áp đặt hạn chế về tài sản tiền gửi.
Văn phòng giám sát tiết kiệm (Office of Thrift Supervision)	Các công ty tiết kiệm và cho vay	- Kiểm tra sổ sách của các công ty tiết kiệm và cho vay, áp đặt hạn chế về những tài sản có mà họ có thể nắm giữ.

Bảo đảm sự lành mạnh của những trung gian tài chính

Chính phủ cố gắng bảo vệ những nhà đầu tư và những người gửi tiền bằng cách bảo đảm sự an toàn cho tiền vốn mà họ cung cấp cho những trung gian tài chính.

Việc bảo vệ này được thực hiện qua 6 loại qui định khác nhau :

1. Các hiệp hội về bảo hiểm và hoạt động ngân hàng tiểu bang cũng như Văn phòng kiểm tra tiền (một cơ quan của chính phủ liên bang) đã thiết lập các qui định rất chặt chẽ cho những nhóm người được phép lập một trung gian tài chính. Những cá nhân hoặc nhóm muốn thiết lập một trung gian tài chính như một ngân hàng hay một công ty bảo hiểm, phải có một đặc quyền do chính phủ tiểu bang hay liên bang trao cho. Chỉ khi họ là những công dân đích thực với những giấy chứng nhận là người hoàn hảo (không thể phạm sai lỗi) và một khoản vốn ban đầu lớn thì mới nhận được một đặc quyền.

2. Có những yêu cầu buộc những trung gian tài chính phải báo cáo chính xác. Việc quản lý sổ sách của họ phải theo những nguyên tắc chặt chẽ nhất định, các sổ sách của họ là đối tượng để cho các cuộc kiểm tra định kỳ, và họ phải chuẩn bị những thông tin nhất định sẵn sàng cho công chúng.

3. Có những hạn chế về những gì các trung gian tài chính được phép làm và những tài sản nào họ có thể được nắm giữ. Trước khi bạn giao vốn của bạn cho một ngân hàng hoặc cho một tổ chức khác như vậy, bạn sẽ muốn biết rằng vốn của bạn được an toàn và rằng ngân hàng hay một trung gian tài chính khác sẽ có khả năng đáp ứng được những nghĩa vụ của họ đối với bạn. Một phương pháp để làm như vậy là giới hạn một trung gian tài chính không cho họ thực hiện một số hoạt động có rủi ro nào đó. Luật pháp được thông qua năm 1933 tách những công việc ngân hàng thương mại ra khỏi công nghiệp chứng khoán do đó các ngân hàng không thực hiện những liên doanh có rủi ro gắn với công nghiệp này. Một phương pháp khác là hạn chế những trung gian tài chính không được nắm giữ một số tài sản có rủi ro nào đó, hoặc ít nhất là không được nắm giữ một lượng quá lớn những tài sản có rủi ro này so với mức đủ khôn ngoan. Ví dụ các ngân hàng thương mại và những tổ chức gửi tiền khác thực tế là không được phép giữ bất kỳ một cổ phiếu nào bởi vì giá cổ phiếu có những dao động quan trọng. Các công ty bảo hiểm được phép giữ những cổ phiếu nhưng những cổ phiếu mà họ nắm giữ không thể vượt quá một tỉ lệ nào đó so với toàn bộ tài sản của họ.

4. Chính phủ có thể bảo hiểm cho những người cấp vốn cho một trung gian tài chính không bị một số tổn hại nào nếu trung gian tài chính bị phá sản. Cơ quan chính phủ quan trọng nhất cung cấp loại bảo hiểm này là Công ty bảo hiểm tiền gửi Liên bang (FDIC), công ty bảo hiểm mỗi người gửi ở một ngân hàng thương mại hoặc ở một ngân hàng tiết kiệm tương trợ tới mức tổn thất 100.000 đôla. Tất cả các ngân hàng thương mại và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ trừ một ít trường hợp ngoại lệ thứ yếu, đều đóng góp tiền vào FDIC dùng để thanh toán cho người gửi trong trường hợp một ngân hàng bị phá sản. FDIC được thành lập năm 1934, sau một loạt vụ phá sản của các ngân hàng vào các năm 1930 - 1933 trong đó những món tiền tiết kiệm của nhiều người gửi tiền ở các ngân hàng thương mại bị mất trắng. Những cơ quan chính phủ tương tự hiện tồn tại cho những tổ chức gửi tiền khác : Quỹ bảo hiểm hiệp hội tiết kiệm (The Savings Association Insurance Fund) là một bộ phận của FDIC cung cấp bảo hiểm tiền gửi cho các công ty tiết kiệm và cho vay và Quỹ bảo hiểm cổ phần liên hiệp tín dụng quốc gia (The National Credit Union Share Insurance Fund - NCUSIF) cho các liên hiệp tín dụng.

5. Những nhà chính trị đã thường tuyên bố rằng cuộc cạnh tranh không kiểm chế giữa những trung gian tài chính sẽ thúc đẩy những vụ vỡ nợ xảy ra và những vụ này sẽ làm hại công chúng. Tuy bằng chứng về cuộc cạnh tranh gây ra như điều vừa nói là cực kỳ yếu ớt, nó đã không làm chính phủ liên bang và tiểu bang ngừng áp đặt nhiều qui định hạn chế. Những qui định này có hai dạng. Thứ nhất, là những hạn chế đối với việc mở các địa điểm phụ (các chi nhánh). Các ngân hàng thường không được phép mở thêm các chi nhánh tại các tiểu bang khác, và tại một số tiểu bang, các ngân hàng không được phép mở thêm bất kỳ một địa điểm phụ nào.

6. Ngoài ra, cuộc cạnh tranh đã bị ngăn cấm bởi những qui định áp đặt sự hạn chế đối với các lãi suất có thể được thanh toán cho các món tiền gửi. Sau 1933, các ngân hàng đã bị cấm thanh toán lãi cho những tài khoản séc. Ngoài ra, cho tới năm 1986 Hệ thống Dự trữ Liên bang được quyền (theo **Qui định Q**) định ra các lãi suất tối đa mà các ngân hàng có thể thanh toán cho các món tiền gửi tiết kiệm. Các qui định này được đưa ra bởi lòng tin rộng rãi rằng lãi suất không bị hạn chế, đã thúc đẩy thêm các vụ phá sản ngân hàng trong thời kỳ Đại suy thoái. Chứng cứ vừa nêu xem ra không có vẻ ủng hộ cho quan điểm này.

Cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ

Các ngân hàng đóng một vai trò rất quan trọng trong việc xác định lượng tiền cung ứng : Nhiều quy định về những trung gian tài chính được đưa ra để cải thiện việc kiểm soát nó. Một trong các quy định như thế đòi hỏi rằng tất cả các tổ chức nhận tiền gửi phải giữ một phần nào đó trong số những tiền gửi đó trong các tài khoản tại Hệ thống Dự trữ Liên bang (Fed), ngân hàng trung ương ở Mỹ, việc này cho phép Fed tiến hành kiểm soát chính xác hơn lượng tiền cung ứng. Quy định bảo hiểm tiền gửi cũng có thể được hợp lý hóa như : FDIC đem lại cho những người gửi tiền lòng tin cậy vào hệ thống ngân hàng và loại bỏ sự phá sản ngân hàng lan rộng, điều này có thể gây ra các dao động lớn, không thể kiểm soát được về số lượng tiền.

Khuyến khích sở hữu nhà

Việc khuyến khích sở hữu nhà là một trong những việc phổ biến nhất mà bất cứ nhà chính trị Mỹ nào cũng có thể làm. Việc sở hữu nhà được coi là việc khuyến khích toàn bộ cử tri liên hệ đến chính trị hơn, khuyến khích những công dân có tinh thần trách nhiệm hơn và từ đó có một xã hội ổn định hơn. Việc sở hữu nhà cũng là một phần trong giấc mơ của người dân Mỹ như bong bóng và mặt trời. Quốc hội đã thông qua nhiều luật khuyến khích việc sở hữu nhà. Một ví dụ như thế là khấu trừ tiền lãi vay thế chấp trong việc tính thuế thu nhập liên bang. Một ví dụ khác là việc Quốc hội lập ra các cơ quan liên bang có mục đích tạo ra những món vay thế chấp mua nhà để cho người dân nào muốn mua nhà.

Nhiều quy định cũng đã được áp đặt cho những trung gian tài chính để khuyến khích việc sở hữu nhà. Cho tới năm 1980, những trung gian tài chính như các công ty tiết kiệm - cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ bị hạn chế việc cho vay không phải là những món vay thế chấp nhà ở. Người ta đã tưởng rằng do ép các ngân hàng tiết kiệm - cho vay và các ngân hàng tiết kiệm - tương trợ cho vay thế chấp nhà ở, nhưng nhiều món vay thế chấp sẽ được tạo ra để khuyến khích việc mua nhà. Như chúng ta sẽ thấy trong các chương tới đây, quan điểm này ngày càng ít có ý nghĩa trong những năm 1970, và với việc ban hành đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1980, mang tên Đạo luật về giải trừ quy định đối với các tổ chức nhận tiền gửi và kiểm soát tiền tệ, (the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) lúc đó các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và tiết kiệm và tương trợ được phép thực hiện nhiều loại cho vay khác nhau. Tuy nhiên, số lượng của những món cho vay loại khác này vẫn còn bị hạn chế.

Những quy định hạn chế việc thanh toán lãi cho tiền gửi, ví dụ như Quy định Q, cũng đã được dùng để khuyến khích việc sở hữu nhà bằng cách cho phép các tổ chức phát hành vay thế chấp (mortgage - issuing institutions) như các công ty

tiết kiệm - cho vay và các ngân hàng tiết kiệm - tương trợ, được trả lãi suất hơi cao hơn cho các tiền gửi so với các ngân hàng thương mại. Quan điểm lúc đó là, do việc nói trên sẽ hấp dẫn thêm vốn gửi vào các tổ chức phát hành vay thế chấp, khiến cho sẽ có thêm nhiều khoản cho vay thế chấp được sẵn sàng. Những đổi mới tài chính đã xuất hiện trong những năm 1970 khiến cho quan điểm này ngày càng kém logic bởi vì các quy định này gây khó khăn cho những tổ chức phát hành vay thế chấp trong việc thu nhập vốn khi lãi suất của trái khoán và của các loại công cụ vay nợ khác đã tăng lên. Kết quả là Đạo luật về giải trừ quy định đối với các tổ chức nhận tiền gửi và kiểm soát tiền tệ năm 1980 đã dần dần loại bỏ những mức lãi suất cực đại theo Quy định Q.

Nay, một bộ phận lớn công chúng đặt câu hỏi liệu khối lượng lớn những quy định mô tả trên đây có đạt tới những mục tiêu đã định hay không. Trong những chương sau chúng ta sẽ thảo luận xem những quy định này có mang lại lợi ích hay không và chúng ta sẽ thấy rằng sức mạnh thị trường và luật pháp từ 1980 đã khuyến khích một hệ thống tài chính có tính chất cạnh tranh hơn.

QUỐC TẾ HÓA CÁC THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Việc quốc tế hóa ngày càng tăng của các thị trường tài chính đã trở thành một xu thế quan trọng. Trước những năm 1980, các thị trường tài chính Mỹ lớn hơn những thị trường tài chính ở bên ngoài nước Mỹ rất nhiều, nhưng trong những năm gần đây, sự ngự trị của các thị trường tài chính Mỹ đang biến mất. Sự tăng trưởng ngoạn mục của các thị trường tài chính nước ngoài là kết quả của sự tăng mạnh trong việc góp vốn tiết kiệm ở các nước ngoài như Nhật Bản và của việc sửa đổi điều hành đối với thị trường tài chính ở nước ngoài, điều đó giúp các thị trường này có thể mở rộng các hoạt động của mình. Các công ty Mỹ, các ngân hàng Mỹ nay có nhiều khả năng hơn trong việc đặt quan hệ với các thị trường vốn quốc tế để tăng lượng vốn cần thiết, trong khi các nhà đầu tư Mỹ thường tìm kiếm những cơ hội đầu tư ở nước ngoài. Tương tự như vậy, các công ty và các ngân hàng nước ngoài tăng lượng vốn nhận từ Mỹ, trong khi những người nước ngoài đang trở thành những nhà đầu tư quan trọng ở Mỹ. Việc nghiên cứu các thị trường trái khoán quốc tế và các thị trường cổ phiếu thế giới sẽ cho chúng ta một bức tranh về việc toàn cầu hóa các thị trường tài chính đang diễn ra như thế nào.

Thị trường trái khoán quốc tế và châu Âu

Công cụ tài chính truyền thống hơn trong thị trường trái khoán quốc tế được gọi là **trái khoán nước ngoài**. Trái khoán nước ngoài được bán ở một nước

ngoài và được gọi tên theo đồng tiền của nước đó. Ví dụ, nhà chế tạo ô tô Volvo Thụy Điển bán một trái khoán ở Mỹ, được gọi tên theo đồng đôla Mỹ, nó được xếp loại là một trái khoán nước ngoài. Các trái khoán nước ngoài là một công cụ tài chính quan trọng trong thị trường vốn quốc tế từ nhiều thế kỷ. Thực tế, một tỉ lệ phần trăm lớn của đường sắt Mỹ được xây dựng ở thế kỷ 19 đã được tài trợ bằng cách bán các trái khoán nước ngoài ở Anh.

Một sáng tạo gần đây hơn trong thị trường trái khoán quốc tế là **trái khoán châu Âu (Eurobond)**, một trái khoán được gọi tên đơn vị theo một đồng tiền khác với đồng tiền của nước mà nó được bán ở đây - ví dụ, một trái khoán được gọi tên đơn vị theo đồng đôla Mỹ được bán ở London. Hiện nay, trên 80% lượng phát hành mới trên thị trường trái khoán quốc tế là Eurobond và thị trường cho các chứng khoán này đã tăng trưởng rất nhanh: Tốc độ tăng hàng năm là trên 40% kể từ 1980. Với những phát hành mới của Eurobond trong khoảng xấp xỉ 200 tỉ đôla một năm, thị trường Eurobond đã vượt thị trường trái khoán công ty Mỹ và được xem như một nguồn vốn mới.

Thị trường cổ phiếu thế giới

Cho đến rất gần đây thị trường cổ phiếu Mỹ là thị trường cổ phiếu lớn nhất trên thế giới nhưng các thị trường cổ phiếu nước ngoài đang phát triển với ý nghĩa quan trọng. Hiện nay, Mỹ không phải luôn là nước dẫn đầu: Bắt đầu từ giữa những năm 1980, giá trị các cổ phiếu được mua bán ở Nhật đã vượt nhiều lần giá trị các cổ phiếu được mua bán ở Mỹ. Lợi nhuận tăng lên trong các cổ phiếu nước ngoài đã thúc đẩy sự phát triển của các quỹ tương trợ ở Mỹ chuyên môn hóa trong việc buôn bán ở các thị trường cổ phiếu nước ngoài. Nay, những nhà đầu tư Mỹ không chỉ chú ý tới chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones, mà còn tới các chỉ số giá cổ phiếu cho các thị trường cổ phiếu nước ngoài như chỉ số trung bình Nikkei (the Nikkei Average - Tokyo) và chỉ số phiếu London (the Financial Times - Stock Exchange 100 - share Index - London).

Việc quốc tế hóa của các thị trường tài chính đang có tác dụng sâu sắc đối với nước Mỹ. Những người nước ngoài, đặc biệt người Nhật Bản, không chỉ cung cấp vốn cho các công ty ở Mỹ, mà còn đang giúp đỡ tài trợ một phần đáng kể trong số thiếu hụt ngân sách khổng lồ của chính phủ liên bang. Không có những khoản vốn nước ngoài này, nền kinh tế Mỹ sẽ tăng trưởng kém nhanh hơn nhiều. Việc quốc tế hóa các thị trường tài chính cũng đang hướng con đường đi tới một nền kinh tế thế giới có phối hợp hơn trong đó các dòng hàng hóa và công nghệ giữa các nước trở nên tâm thường. Trong các chương sau, chúng ta sẽ xem xét nhiều ví dụ về các yếu tố quốc tế đóng một vai trò quan trọng trong nền kinh tế của Mỹ như thế nào.

TÓM TẮT

1. Chức năng cơ bản của các thị trường tài chính là dẫn vốn từ những người để giành là những người có dư vốn tới những người chi tiêu là những người thiếu vốn. Điều này cải thiện mức sống kinh tế của mỗi người trong xã hội, bởi vì nó cho phép vốn chuyển từ những người thiếu các cơ hội đầu tư sinh lợi tới những người có những cơ hội như vậy, nhờ thế đóng góp vào hiệu quả đang tăng lên trong nền kinh tế. Ngoài ra, nó trực tiếp làm lợi cho người tiêu dùng bằng cách cho phép họ mua sắm khi họ cần mua sắm nhất.

2. Các thị trường tài chính có thể được phân loại là thị trường vay nợ và thị trường cổ phần, thị trường cấp một và thị trường cấp hai, trung tâm giao dịch và thị trường trao tay, thị trường tiền tệ và thị trường vốn.

3. Những người trung gian tài chính là những tổ chức tài chính với đặc trưng phân biệt ở chỗ họ thu nhận vốn hàng cách phát hành các tài sản nợ và sau đó, ngược lại, dùng tiền thu được để thu tài sản bằng cách mua những chứng khoán hoặc để cho vay. Họ cho phép những người tiết kiệm nhỏ vốn và những người vay món tiền nhỏ thu được lợi từ sự hiện hữu của thị trường tài chính, như thế tăng được tính hữu ích của thị trường này trong nền kinh tế.

4. Những trung gian tài chính chủ yếu thuộc 3 loại (a) Các ngân hàng - các ngân hàng thương mại, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ,

các liên hiệp tín dụng và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ ; (h) Các tổ chức tiết kiệm theo hợp đồng - các công ty bảo hiểm sinh mạng, các quỹ trợ cấp, các công ty bảo hiểm cháy và tai nạn ; (c) Những trung gian đầu tư - các công ty tài chính, các quỹ tương trợ, và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ.

5. Các công cụ tài chính chủ yếu của thị trường tiền tệ (các công cụ nợ với kỳ hạn thanh toán ít hơn 1 năm) là : Các tín phiếu kho bạc Mỹ, giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng, thương phiếu, hối phiếu, đã được ngân hàng chấp nhận, hợp đồng mua lại, quỹ liên bang và đôla châu Âu. Các công cụ tài chính chủ yếu ở thị trường vốn (các công cụ nợ và cổ phần với kỳ hạn thanh toán lớn hơn 1 năm) là : Cổ phiếu, vay thế chấp, trái khoán chính phủ Mỹ, chứng khoán các cơ quan thuộc chính phủ Mỹ, trái khoán chính quyền tiểu bang và địa phương và các món vay người tiêu dùng, các món vay thương mại ngân hàng.

6. Các lực lượng chính trị đã thúc đẩy chính phủ Mỹ điều hành các thị trường tài chính và những trung gian tài chính với 4 lý do : (a) Để cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư ; (h) Bảo đảm một hệ thống tài chính lành mạnh ; (c) Cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ ; Và (đ) khuyến khích sở hữu nhà. Các quy định bao gồm việc đòi hỏi tiết lộ thông tin cho công chúng, các hạn chế đối với việc những ai có thể lập ra một trung gian tài chính, những

hạn chế về những tài sản mà các người trung gian tài chính có thể nắm giữ, cung cấp bảo hiểm tiền gửi, việc bắt buộc các tổ chức gửi tiền phải giữ một phần nào đó của các món tiền gửi cho họ trong các tài khoản ở Dự trữ Liên bang và việc định ra các lãi suất cực đại có thể được thanh toán cho các tài khoản séc và cho tiền gửi tiết kiệm.

7. Một xu hướng quan trọng trong những năm gần đây là việc quốc tế hóa tăng lên của các thị trường tài chính. Các trái khoán châu Âu, được gọi theo đơn vị đồng tiền khác với đồng tiền của nước trong đó chúng được hán ra, nay là loại chứng khoán thống trị trong thị trường trái khoán quốc tế và đã vượt quá các trái khoán công ty Mỹ, là một nguồn vốn mới.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Vì sao một cổ phần IBM là một tài sản có đối với người sở hữu của nó và là tài sản nợ đối với IBM ?

2. Nếu hôm nay tôi có thể mua 1 xe hơi giá 5.000 đôla và nó đáng giá 10.000 đôla trong thu nhập phụ ở năm tới đối với tôi vì nó làm tôi có thể kiếm được một việc làm với tư cách là một nhân viên chào hàng lưu động, liệu tôi sẽ có thể vay một món tiền từ Larry, kẻ cho vay tham lam với lãi suất 90 % nếu không có ai khác cho tôi vay ? Tôi sẽ tới lên hay tới tụt đi do vay món tiền này ? Liệu bạn có thể tạo ra một vụ cho vay cái cổ hợp pháp hóa ?

*3. Một số nhà kinh tế nghĩ ngờ rằng một trong những lý do về việc các nền kinh tế ở các nước đang phát triển tăng trưởng chậm đến như vậy là do chỗ họ không có các thị trường tài chính được mở mang đầy đủ. Ý kiến này có ý nghĩa gì không ?

4. Nền kinh tế Mỹ đã vay nợ rất nhiều của nước Anh trong thế kỷ 19 để xây dựng

hệ thống đường sắt. Công cụ vay nợ chủ yếu được dùng lúc đó là gì ? Vì sao điều này đã làm cho cả hai nước khá hơn lên ?

*5. Vì sao bạn có thể trừ tính thực hiện cho hàng xóm của bạn vay món tiền bằng cách đặt món tiền của bạn vào một tài khoản tiết kiệm để nhận lãi suất 5% ở ngân hàng và yêu cầu ngân hàng này cho hàng xóm của bạn vay món tiền đó với lãi suất 10% chứ bạn không trực tiếp tự bản thân bạn đứng ra cho vay ?

6. Hãy trả lời điều sau đây là đúng, sai hoặc không chắc chắn :

"Trong một thế giới không có thông tin và chi phí giao dịch, những trung gian tài chính sẽ không tồn tại". Giải thích tại sao.

*7. Vì sao một thị trường tài chính không có sự điều hành có thể không cung cấp đủ thông tin cho những nhà đầu tư ?

8. Liệu các công ty phát hành các chứng khoán có được lợi do sự hiện hữu của những cơ quan điều hành ví như SEC, dù là việc

thực hiện qui định tiết lộ thông tin khá tốn kém ?

*9. Sự hạn chế những loại tài sản mà những trung gian tài chính có thể được nắm giữ có phải là một qui định tốt không ? Hãy thảo luận về chi phí và lợi ích của việc hạn chế này.

10. Có cần thêm qui định của chính phủ để khuyến khích việc sở hữu nhà hay không ? Vì sao cần và sao không cần ?

*11. Vì sao những điều lệ hạn chế việc cạnh tranh lại bị coi như không cần thiết ? Nền kinh tế sẽ chịu khó khăn gì do hậu quả của chúng ?

12. Nếu bạn nghĩ ngờ rằng một nền kinh tế sẽ đi đến chỗ suy sụp vào năm tới, bạn sẽ nắm giữ thứ gì trong các thứ tài sản sau : Các trái khoán do công ty phát hành hoặc

các cổ phiếu do công ty phát hành ? Vì sao ?

*13. "Do các công ty không tăng thêm được bất kỳ vốn nào trong các thị trường cấp 2 hiện nay, các thị trường này ít quan trọng hơn thị trường cấp 1". Hãy bình luận ý kiến này.

14. Hãy lập 2 danh sách, sắp xếp các công cụ tài chính sau đây theo thứ tự mức độ tính lỏng của chúng và theo tính chất an toàn của chúng :

- a) Tín phiếu kho bạc Mỹ
- h) Giấy chứng nhận tiền gửi bán lại được của ngân hàng.
- c) Hợp đồng mua lại.
- d) Thương phiếu.

*15. Thảo luận một số vấn đề trong phần giới thiệu về sự toàn cầu hóa của thị trường vốn thế giới.

Phần II

NHỮNG CƠ SỞ CỦA LÃI SUẤT

CHƯƠNG 4

Tìm hiểu lãi suất

LỜI DẪN

Lãi suất là một trong những biến số được theo dõi một cách chặt chẽ nhất trong nền kinh tế. Diễn biến của nó được đưa tin hầu như hàng ngày trên báo chí, vì nó trực tiếp ảnh hưởng đến đời sống hàng ngày của mỗi người chúng ta và có những hệ quả quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế. Nó tác động đến những quyết định cá nhân như : Chi tiêu hay để dành, mua nhà hay mua trái khoán hay gửi vốn vào một tài khoản tiết kiệm. Lãi suất cũng tác động đến những quyết định kinh tế của các doanh nghiệp hoặc của các gia đình như : Dùng vốn để đầu tư mua thiết bị mới cho các nhà máy hoặc để gửi tiết kiệm trong một ngân hàng.

Trước khi chúng ta có thể đi vào nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính, chúng ta phải hiểu chính xác : "*Lãi suất*" nghĩa là gì. Chúng ta sẽ thấy rằng một khái niệm được gọi là "lãi suất hoàn vốn" là một số đo chính xác nhất của "*lãi suất*" ; lãi suất hoàn vốn là cái mà các nhà kinh tế muốn ám chỉ khi họ dùng thuật ngữ lãi suất. Chúng ta sẽ thảo luận xem lãi suất hoàn vốn được đo lường như thế nào đối với nhiều loại công cụ tài chính của thị trường tín dụng được nói ở chương trước và sẽ xem xét các phương pháp khác (nhưng ít chính xác hơn) trong đó lãi suất được định giá. Chúng ta cũng sẽ thấy rằng lãi suất của một trái khoán không nhất thiết cho biết trái khoán đó là một món đầu tư tốt đến thế nào bởi vì cái mà nó mang lại (mức lợi tức) có thể khác với lãi suất của nó. Sau cùng, chúng ta sẽ xem xét kỹ sự phân biệt giữa các lãi suất thực (real

interest rates) là lãi suất được điều chỉnh theo sự thay đổi mức giá và lãi suất danh nghĩa, lãi suất không được điều chỉnh.

Tuy vậy, học các định nghĩa không phải luôn luôn là một việc hứng thú nhất, điều quan trọng là đọc một cách cẩn thận và hiểu các khái niệm được trình bày ở chương này. Chúng không những thường xuyên được dùng qua tất cả phần còn lại của cuốn sách, mà một sự thấu hiểu các thuật ngữ này sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn vai trò của lãi suất trong đời sống của bạn cũng như trong nền kinh tế nói chung.

ĐO CÁC LÃI SUẤT

Trong Chương 3, bạn đã được giới thiệu một số công cụ của thị trường tín dụng, gồm 4 loại :

1. **Vay đơn** (simple loan). **Vay đơn** cung cấp cho người vay một khoản tiền vốn (gốc), vốn này phải được hoàn trả người cho vay vào ngày mãn hạn cùng với một khoản tiền phụ được gọi là tiền lãi. Ví dụ nếu một ngân hàng cho bạn vay món đơn giản 100 đôla trong 1 năm, bạn sẽ phải trả lại món gốc 100 đôla trong thời hạn 1 năm cùng với món tiền lãi thêm vào, ví dụ 10 đôla. Các món này vay thương mại cho các nhà kinh doanh vay thường thuộc loại này.

2. **Vay trả cố định** (fixed payment loan). **Vay hoàn trả cố định** là cho người vay một số tiền vốn, tiền vốn này anh ta phải hoàn trả bằng những món tiền trả như nhau mỗi tháng bao gồm một phần tiền gốc và lãi trong một số năm đã đề ra. Ví dụ, nếu bạn vay 1.000 đôla, lối vay trả cố định có thể yêu cầu bạn thanh toán 126 đôla mỗi năm trong 25 năm. Các kiểu vay trả dần (ví dụ vay mua ô tô) và vay thế chấp thường là kiểu vay hoàn trả cố định.

3. **Trái khoán coupon** (coupon bond). Một **trái khoán coupon** thanh toán cho người sở hữu trái khoán đó một món tiền lãi cố định tiền thanh toán coupon hàng năm cho đến ngày mãn hạn là lúc mà khoản tiền sau cùng đã định được trả lại (**mệnh giá**). Gọi là tiền coupon vì người giữ trái khoán thường nhận được tiền thanh toán coupon bằng cách cắt một coupon khỏi trái khoán và gửi nó tới người phát hành trái khoán, người này sẽ gửi tiền trả cho người giữ trái khoán đó. Ví dụ, một trái khoán coupon có mệnh giá 1.000 đôla có thể thanh toán cho bạn tiền coupon 100 đôla một năm trong 10 năm và tại ngày mãn hạn trả lại bạn số tiền theo mệnh giá 1.000 đôla (mệnh giá của một trái khoán thường lấy 1.000 đôla).

Một trái khoán coupon có thể phân biệt theo 3 đặc điểm. Thứ nhất là công ty

hoặc cơ quan chính phủ phát hành trái khoán. Thứ hai là ngày mãn hạn của trái khoán. Thứ 3 là **lãi suất coupon** (coupon rate) tức là tiền thanh toán coupon hàng năm được biểu thị theo phần trăm mệnh giá của trái khoán. Trong ví dụ của ta, trái khoán coupon này có tiền coupon hàng năm là 100 đôla và có mệnh giá 1.000 đôla. Lãi suất coupon sẽ là $100 \text{ đôla} / 1.000 \text{ đôla} = 0,1$ hay 10%. Trái khoán và trái phiếu kho bạc, và trái khoán công ty là những ví dụ về trái khoán coupon.

4. Trái khoán chiết khấu (discount bonds). Một trái khoán chiết khấu được mua với giá thấp hơn mệnh giá của nó (theo mức chiết khấu), và mệnh giá được hoàn trả lại ở ngày mãn hạn. Không như một trái khoán coupon, một trái khoán chiết khấu không có việc trả các khoản tiền lãi; nó chỉ trả đủ mệnh giá. Ví dụ, một trái khoán chiết khấu với mệnh giá 1.000 đôla có thể được mua với giá 900 đôla và hết thời hạn 1 năm người sở hữu sẽ được trả lại mệnh giá 1.000 đôla. Tín phiếu kho bạc, trái khoán tiết kiệm Mỹ, và trái khoán không lãi suất là những ví dụ về trái khoán chiết khấu.

Bốn loại công cụ này đòi hỏi hoàn trả ở những thời điểm khác nhau: Vay đơn và trái khoán chiết khấu đòi hỏi hoàn trả chỉ vào ngày mãn hạn, trong khi đó vay hoàn trả cố định và trái khoán coupon thì hoàn trả theo định kỳ cho đến ngày mãn hạn. Bạn sẽ quyết định thế nào khi chọn xem loại nào trong các loại công cụ này mang lại cho bạn nhiều thu nhập hơn? Sau hết, tất cả chúng xem ra có vẻ khá khác nhau bởi vì chúng đòi hỏi hoàn trả vào thời điểm khác nhau. Để giải quyết vấn đề này, khái niệm về giá trị hiện tại được ra để cho chúng ta một phương thức đo lãi suất đối với những kiểu công cụ khác nhau này. Bây giờ chúng ta sẽ nghiên cứu nó.

Khái niệm về giá trị hiện tại

Khái niệm về **giá trị hiện tại** được dựa trên quan điểm có ý nghĩa chung là 1 đôla thanh toán cho bạn sau đây 1 năm có ít giá trị đối với bạn so với 1 đôla hôm nay vì bạn có thể gửi đồng đôla hôm nay vào một tài khoản tiết kiệm và sẽ có hơn 1 đôla sau 1 năm. Chúng ta sẽ định nghĩa khái niệm này một cách công thức hơn.

Trong trường hợp vay đơn, tỷ số tiền lãi chia cho tiền vay là cách tự nhiên và nhạy bén để đo chi phí của việc vốn đó: Mức đo chi phí này là "lãi suất đơn". Trong ví dụ ta đã dùng để mô tả vay đơn nói trên, một món vay 100 đôla hôm nay đòi hỏi người vay đó trả lại 100 đôla sau đây 1 năm và phải trả thêm số lãi là 10 đôla. Vì thế, khi dùng định nghĩa ở trên đây; lãi suất đơn (i) là:

$$i = \frac{10 \text{ đôla}}{100 \text{ đôla}} = 0,1 = 10\%$$

Nếu bạn cho vay 100 đôla, cuối năm bạn sẽ nhận được 110 đôla, món này được viết :

$$100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) = 110 \text{ đôla.}$$

Nếu sau đó bạn lại cho vay món 110 đôla này, cuối năm thứ 2 bạn sẽ nhận được :

$$110 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) = 121 \text{ đôla, hoặc tương đương.}$$

$$100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) \times (1 + 0,1) = 100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1)^2 = 121 \text{ đôla.}$$

Tiếp tục cho vay thêm 1 lần nữa bạn sẽ nhận được sau ba năm :

$$121 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) = 100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1)^3 = 133,10 \text{ đôla.}$$

Những tính toán về tiền nhận được này trong một món vay đơn giản có thể được tổng quát hóa như sau : Nếu lãi suất đơn được biểu diễn bằng số lẻ thập phân (ví dụ 0,10 cho lãi suất 10% trong ví dụ của ta), thì sau khi thực hiện các món cho vay này tiền trong n năm, bạn sẽ nhận được số tiền trả tổng cộng là :

$$100 \text{ đôla} \times (1 + i)^n.$$

Chúng ta cũng có thể thực hiện tính lùi lại. Do 100 đôla hôm nay sẽ thành 110 đôla năm tới khi lãi suất đơn là 10%, chúng ta có thể nói rằng 110 đôla năm tới chỉ đáng giá bằng 100 đôla hôm nay. Hoặc chúng ta có thể nói rằng không ai muốn trả hơn 100 đôla để nhận 110 đôla năm tới. Hoặc tương tự chúng ta có thể nói rằng 121 đôla sau đây 2 năm hoặc 133,10 đôla sau đây 3 năm chỉ đáng giá bằng 100 đôla hôm nay. Quá trình tính toán xem những đồng đôla nhận được trong tương lai đáng giá nào bao nhiêu hôm nay được gọi là việc tính giảm tiền trong tương lai. Chúng ta đã ngầm giải những phương trình hướng về phía trước ở trên để tìm giá trị hôm nay của một số tiền đôla tương lai. Ví dụ, trong trường hợp 133,10 đôla nhận được sau đây 3 năm với $i = 0,1$.

$$100 \text{ đôla} (1 + 0,1)^3 = 133,10 \text{ đôla.}$$

(hiện nay)

(tương lai)

$$\text{do đó :} \quad 100 \text{ đôla} = \frac{133,10 \text{ đôla}}{(1 + i)^3}$$

Một cách tổng quát hơn, chúng ta có thể giải phương trình này để biết giá trị hiện tại hoặc **giá trị tính giảm hiện tại** (present discounted value - PV) của một đôla tương lai, tức là, giá trị hôm nay của 1 đôla tiền trả nhận được sau đây n năm khi lãi suất đơn là i :

$$\text{Giá trị hiện tại của 1 đôla tương lai} = \frac{1 \text{ đôla}}{(1 + i)^n}$$

Một cách trực giác, cái mà phương trình (4.1) cho ta biết, nghĩa là nếu bạn được hứa sẽ có 1 đôla sau đây đúng 1 năm, đồng đôla này sẽ không có giá trị đối với bạn như 1 đôla có hôm nay vì bạn có thể kiếm được tiền lãi đối với đồng đôla hôm nay.

Khái niệm về giá trị tại đặc biệt hữu ích (xem Bài đọc thêm 4.1) vì nó cho phép ta tính ra giá trị hôm nay của một công cụ tài chính ở thị trường tin dụng với một lãi suất đơn (i) đã cho, bằng cách chỉ việc cộng giá trị hiện tại của tất cả những món tiền trả tương lai. Việc này cho phép ta so sánh giá trị của 2 công cụ với thời biểu trả tiền của chúng rất khác nhau, ví dụ như 1 trái khoán giảm giá và một trái khoán coupon. Như ta sẽ thấy, khái niệm này cũng cho phép chúng ta có được một phép đo tương đương về lãi suất đối với tất cả 4 loại công cụ thị trường tin dụng được đề cập ở đây.

BÀI ĐỌC THÊM 4.1

Phải chăng chi phí bảo lãnh S & L thực sự là trên 500 tỉ đôla ?

Một áp dụng khái niệm giá trị hiện tại

Tiền bảo lãnh của chính phủ đối với công nghiệp tiết kiệm và cho vay là một trong những câu chuyện mới và quan trọng của thập kỷ đã qua. Những tuyên bố thường xuyên xuất hiện trên báo chí rằng chi phí bảo lãnh mà những người đóng thuế gánh chịu sẽ vượt quá 500 tỉ đôla, tức là hơn 2.000 đôla cho mỗi đàn ông, đàn bà, trẻ con ở Mỹ. Con số hơn 500 tỉ đôla chuẩn bị cho thuật hùng biện chính trị kỳ diệu, nhưng liệu chi phí có thật cao như vậy không ?

Câu trả lời là "không" và khái niệm giá trị hiện tại cho chúng ta biết vì sao. Con số 500 tỉ đôla bao gồm những món

tiền trả trái khoán suốt trong 40 năm tới. Khái niệm giá trị hiện tại nói với chúng ta rằng để tính ra giá của những món tiền trả này theo đôla hiện tại, chúng ta phải tính giảm chúng lùi lại cho tới hiện tại. Khi chúng ta làm việc này, giá trị hiện tại của những thanh toán này là vào khoảng 150 tỉ đôla, chứ không phải 500 tỉ đôla. Đúng là giá trị hiện tại của tiền bảo lãnh 150 tỉ đôla không phải là điều có thể xem thường nhưng nó không hoàn toàn đáng sợ như một con số gấp hơn 3 lần như thế. (Chương 11 có một phần thảo luận sâu về các khủng hoảng và bảo lãnh trong công nghiệp tiết kiệm cho vay).

Lãi suất hoàn vốn

Tuy có một vai phương pháp chung để tính toán lãi suất, nhưng quan trọng nhất là **lãi suất hoàn vốn**, một lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của tiền thanh toán nhận được theo một công cụ nợ với giá trị hôm nay của công cụ đó. Vì khái niệm tiềm ẩn trong việc tính lãi suất hoàn vốn có một ý nghĩa tốt về mặt kinh tế, các nhà kinh tế coi nó là phép đo lãi suất chính xác nhất. Bây giờ chúng ta tính lãi suất hoàn vốn cho 4 loại công cụ thị trường tin dụng.

Vay đơn. Khi dùng khái niệm giá trị hiện tại, lãi suất hoàn vốn đối với một món vay đơn được tính một cách dễ dàng. Đối với món vay thời hạn 1 năm mà chúng ta đã thảo luận, giá trị hôm nay là 100 đôla và tiền trả sau 1 năm sẽ là 110 đôla (tiền trả lại 100 đôla cộng tiền trả lãi 10 đôla). Chúng ta có thể dùng thông tin này để giải bài toán tìm lãi suất hoàn vốn (i) bằng cách thừa nhận rằng giá trị hiện tại của số tiền trả trong tương lai phải bằng giá trị hôm nay của tiền vay. Khi làm cho giá trị hôm nay của tiền nay (100 đôla) bằng với giá trị hiện tại của tiền trả 110 đôla sau 1 năm dùng phương trình (4.1) chúng ta có :

$$100 \text{ đôla} = \frac{110 \text{ đôla}}{1 + i}$$

Giải tìm i .

$$i = \frac{110 \text{ đôla} - 100 \text{ đôla}}{100 \text{ đôla}} = \frac{10 \text{ đôla}}{100 \text{ đôla}} = 0.1 = 10\%.$$

Cách tính toán lãi suất hoàn vốn này dường như quen thuộc vì nó bằng tiền trả lãi 10 đôla chia cho số tiền vay 100 đôla ; tức là nó bằng lãi suất đơn đối với tiền vay. Điều quan trọng để công nhận là với **món vay đơn, lãi suất đơn bằng lãi suất hoàn vốn**. Như vậy cùng một ký hiệu (i) được dùng để biểu thị lãi suất hoàn vốn và lãi suất đơn.

Hướng dẫn nghiên cứu

Điều cốt lõi để hiểu phép tính lãi suất hoàn vốn là việc làm cân bằng giá trị hôm nay của công cụ vay nợ với giá trị hiện tại của tất cả tiền trả trong tương lai của công cụ đó. Cách tốt nhất để học nguyên tắc này là áp dụng nó cho những ví dụ đặc biệt khác của 4 loại công cụ thị trường tín dụng để bổ sung vào những gì chúng ta sẽ nghiên cứu ở đây. Hãy xem bạn có thể viết các phương trình cho phép bạn tính lãi suất hoàn vốn trong mỗi trường hợp hay không.

Vay hoàn trả cố định. Bạn nhớ lại, loại vay này có món tiền hoàn trả như nhau mỗi năm, kéo dài suốt thời gian vay. Đối với món vay thế chấp có lãi suất cố định, ví dụ, người vay được trả món tiền như nhau mỗi tháng cho ngân hàng cho tới ngày mãn hạn, là lúc mà món nợ sẽ được hoàn trả xong xuôi. Để tính lãi suất

hoàn vốn đối với món vay hoàn trả cố định, chúng ta theo cùng một cách thức mà chúng ta đã làm cho món vay đơn. Chúng ta làm cân bằng giá trị hôm nay của món nợ với giá trị hiện tại của nó. Do món vay hoàn trả cố định có nhiều lần trả tiền, giá trị hiện tại của món vay đó được tính toán như là tổng của các giá trị hiện tại của tất cả các món tiền trả [dùng Phương trình (4.1)].

Trong ví dụ trước đây, món vay là 1.000 đôla và tiền trả hàng năm là 126 đôla trong suốt 25 năm sau đó. Giá trị hiện tại (*PV*) được tính như sau : Ở cuối một năm số tiền trả là 126 đôla với $PV = 126 \text{ đôla} / (1 + i)$; ở cuối năm thứ 2, số tiền trả 126 đôla với $PV = 126 \text{ đôla} / (1 + i)^2$, cứ như vậy cho đến cuối của năm thứ 25, số tiền trả sau cùng 126 đôla với $PV = 126 \text{ đôla} / (1 + i)^{25}$ được thực hiện. Khi làm cân bằng giá trị hôm nay của món vay (1.000 đôla) với tổng các giá trị hiện tại của tất cả số tiền đã trả hàng năm, chúng ta có :

$$1.000 \text{ đôla} = \frac{126 \text{ đôla}}{1 + i} + \frac{126 \text{ đôla}}{(1 + i)^2} + \frac{126 \text{ đôla}}{(1 + i)^3} + \dots + \frac{126 \text{ đôla}}{(1 + i)^{25}}$$

Một cách tổng quát hơn, đối với một món vay hoàn trả tiền cố định :

$$\text{TIỀN VAY} = \frac{FP}{1 + i} + \frac{FP}{(1 + i)^2} + \frac{FP}{(1 + i)^3} \dots + \frac{FP}{(1 + i)^N} \quad (4.2).$$

trong đó TIỀN VAY = toàn bộ món tiền vay.

FP = số tiền trả cố định hàng năm.

N = số năm cho tới mãn hạn.

Đối với một món vay hoàn trả cố định, số tiền trả cố định hàng năm và số năm cho tới ngày mãn hạn là những đại lượng đã biết, chỉ lãi suất hoàn vốn là đại lượng chưa biết. Như vậy ta có thể giải phương trình này để tìm lãi suất hoàn vốn, i . Vì việc tính toán này không dễ dàng, người ta đã lập ra các bảng cho phép tìm ra i với các giá trị : TIỀN VAY , $\text{TIỀN TRẢ CỐ ĐỊNH } FP$ và N cho trước của một món vay. Ví dụ, trường hợp món vay 25 năm với tiền trả cố định 126 đôla/năm, lãi suất hoàn vốn cho trong bảng là $i = 12\%$. Những người môi giới bất động sản thực thụ luôn có 1 bảng như thế trong tay (hoặc một máy tính bỏ túi có thể giải một phương trình như vậy) do đó họ có thể nói ngay với người mua nhà tương lai một cách chính xác số tiền trả hàng năm của anh ta sẽ là bao nhiêu nếu anh ta mua nhà bằng một món vay thế chấp (Hình 4.1).

Số tiền trả hàng tháng để trừ dần một món nợ

Thời hạn Số tiền đôla	19 năm	20 năm	21 năm	22 năm	23 năm	24 năm	25 năm
25	0,28	0,28	0,28	0,27	0,27	0,27	0,27
50	0,56	0,56	0,55	0,54	0,54	0,54	0,53
75	0,84	0,83	0,82	0,81	0,81	0,80	0,79
100	1,12	1,11	1,09	1,08	1,07	1,07	1,06
200	2,24	2,21	2,18	2,16	2,13	2,14	2,11
300	3,35	3,31	3,27	3,24	3,21	3,19	3,16
400	4,47	4,41	4,36	4,32	4,28	4,25	4,22
500	5,58	5,51	5,45	5,39	5,35	5,31	5,27
600	6,70	6,61	6,54	6,47	6,42	6,37	6,32
700	7,81	7,71	7,63	7,55	7,48	7,43	7,38
800	8,93	8,81	8,71	8,63	8,55	8,49	8,43
900	10,04	9,91	9,80	9,71	9,62	9,55	9,48
1.000	11,16	11,02	10,89	10,78	10,69	10,61	10,54
2.000	22,31	22,03	21,78	21,56	21,38	21,21	21,07
3.000	33,47	33,04	32,67	32,34	32,06	32,82	31,60
4.000	44,62	44,05	43,55	43,12	42,75	42,42	42,13
5.000	55,77	55,06	54,44	53,90	53,43	53,02	52,67

Hình 4.1. Một bảng trả tiền vay thế chấp.

Đối với món vay trả tiền cố định 1.000 đôla trong 25 năm, với **lãi suất** 12%, bảng cho biết rằng số tiền trả hàng tháng là 10,54 đôla (126 **đôla/năm**)

Trái khoán coupon. Để tính lãi hoàn vốn đối với một trái khoán coupon, ta dùng cùng một phương pháp như đối với món vay trả tiền cố định : Làm cân bằng giá trị hôm nay của trái khoán với giá trị hiện tại của nó. Vì trái khoán coupon có nhiều lần trả tiền, giá trị hiện tại của nó được tính là tổng các giá trị hiện tại của tất cả các món tiền coupon cộng với giá trị hiện tại của món tiền trả sau cùng, món tiền sau cùng này bằng mệnh giá của trái khoán.

Giá trị hiện tại của một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla với thời gian 10 năm tính đến ngày mãn hạn và tiền trả coupon hàng năm 100 đôla (lãi suất

coupon 10%) có thể được tính như sau : Ở cuối của năm đầu, có một món tiền coupon 100 đôla với một giá trị hiện tại $PV = 100 \text{ đôla} / (1 + i)$; cuối năm thứ 2, có một món tiền coupon nửa 100 đôla với giá trị hiện tại $PV = 100 \text{ đôla} / (1 + i)^2$, và tiếp tục như thế cho đến ngày mãn hạn, có một món tiền coupon 100 đôla với một giá trị hiện tại $PV = 100 \text{ đôla} / (1 + i)^{10}$ cộng với món tiền trả lại 1.000 đôla (mệnh giá) với giá trị hiện tại $PV = 1.000 \text{ đôla} / (1 + i)^{10}$. Khi đặt giá trị hôm nay của trái khoán (giá hiện thời của nó, ký hiệu bằng P_B) bằng với tổng các giá trị hiện tại của tất cả các món tiền trả cho trái khoán này, ta có :

$$P_B = \frac{100 \text{ đôla}}{1 + i} + \frac{100 \text{ đôla}}{(1 + i)^2} + \frac{100 \text{ đôla}}{(1 + i)^3} + \dots + \frac{100 \text{ đôla}}{(1 + i)^{10}} + \frac{1.000 \text{ đôla}}{(1 + i)^{10}}$$

Một cách tổng quát hơn⁽¹⁾

$$P_B = \frac{C}{1 + i} + \frac{C}{(1 + i)^2} + \frac{C}{(1 + i)^3} + \dots + \frac{C}{(1 + i)^N} + \frac{F}{(1 + i)^N} \quad (4.3)$$

trong đó :

- C = tiền coupon hàng năm
- F = mệnh giá của trái khoán
- N = số năm tới ngày mãn hạn
- P_B = giá của trái khoán coupon

Trong phương trình (4.3) tiền coupon, mệnh giá, số năm đến ngày mãn hạn và giá của trái khoán là những đại lượng đã biết, chỉ có lãi suất hoàn vốn là chưa biết. Như vậy chúng ta có thể giải phương trình này để tìm i ⁽²⁾. Giống như trường hợp món vay trả tiền cố định, việc tính toán ở đây cũng không dễ, do đó các bảng tính sẵn cho trái khoán (Hình 4.2) đã được lập ra cho phép chúng ta đọc ngay được i của một trái khoán khi biết : Suất coupon, số năm tới ngày mãn hạn và giá của nó. Một số máy tính bỏ túi dùng riêng cho kinh doanh có chương trình lập sẵn để giải các phương trình này cho bạn⁽³⁾.

(1) Hầu hết trái khoán coupon thanh toán tiền coupon trên cơ sở 1/2 năm hơn là 1 năm như nêu ở ví dụ ở đây. Việc này làm thay đổi sự tính toán không đáng kể và không đề cập ở đây.

(2) Trong một số trường hợp khác, còn được gọi là tỷ suất lợi tức.

(3) Việc tính toán lãi suất hoàn vốn của 1 trái khoán với một máy tính bỏ túi lập sẵn chương trình chỉ đòi hỏi bạn nhập tiền coupon hàng năm (C), mệnh giá (F), số năm đến ngày mãn hạn (N) và giá của trái khoán (P_B) rồi chạy chương trình.

Các giá trị của trái khoán tính theo mỗi 100 đôla mệnh giá

Lãi suất hoàn vốn	Số năm tới ngày mãn hạn									
	1 năm	2 năm	3 năm	4 năm	5 năm	6 năm	7 năm	8 năm	9 năm	10 năm
10.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
10.25	99.77	99.56	99.37	99.20	99.04	98.90	98.77	98.66	98.55	98.46
10.50	99.54	99.12	98.74	98.40	98.09	97.82	97.56	97.34	97.13	96.95
10.75	99.31	98.68	98.12	97.61	97.16	96.75	96.38	96.04	95.74	95.47
11.00	99.08	98.25	97.50	96.83	96.23	95.69	95.21	94.77	94.38	94.02
11.25	98.85	97.82	96.89	96.06	95.32	94.65	94.05	93.52	93.04	92.61
11.50	98.62	97.39	96.28	95.30	94.41	93.63	92.92	92.29	91.72	91.22
11.75	98.39	96.96	95.68	94.54	93.52	92.61	91.80	91.08	90.44	89.86
12.00	98.17	96.53	95.08	93.79	92.64	91.62	90.71	89.89	89.17	88.53
12.25	97.94	96.11	94.49	93.05	91.77	90.63	89.62	88.73	87.93	87.23
12.50	97.72	95.69	93.90	92.31	90.91	89.66	88.56	87.58	86.72	85.95
12.75	97.49	95.28	93.32	91.59	90.06	88.71	87.51	86.46	85.52	84.70

Hình 4.20. Một bảng tính cho trái khoán

Đối với một trái khoán 10 năm, lãi suất coupon 10%, bảng cho biết rằng một lãi suất hoàn vốn 11,75% tương ứng với một giá 89,86 đôla cho 100 đôla mệnh giá (nghĩa là một trái khoán mệnh giá 1.000 đôla bán với giá khoảng 900 đôla).

Chúng ta hãy xem xét một vài ví dụ về việc tìm lãi suất hoàn vốn đối với trái khoán có lãi suất coupon 10% mà việc thanh toán được thực hiện trong 10 năm. Nếu giá mua của trái khoán là 1.000 đôla thì, hoặc là dùng một máy tính bỏ túi có chương trình lập sẵn hoặc bằng cách sử dụng bảng tính cho trái khoán, chúng ta sẽ thấy rằng lãi suất hoàn vốn là 10%. Nếu giá là 900 đôla, thì chúng ta tìm thấy rằng lãi suất hoàn vốn là 11,75%.

Bảng 4.1 cho thấy lãi suất hoàn vốn được tính cho một vài giá trái khoán khác nhau.

Bảng 4.1. Lãi suất hoàn vốn đối với 1 trái khoán có lãi suất coupon 10% mẫu hạn trong 10 năm (mệnh giá = 1.000 đôla)

Giá trái khoán	Lãi suất hoàn vốn
1.200 đôla	7,13%
1.100	8,48%
1.000	10,00%
900	11,75%
800	13,81 %

Bảng 4.1. Minh họa 3 yếu tố đáng chú ý :

1. Khi trái khoán coupon được đặt giá bằng mệnh giá của nó, thì lãi suất hoàn vốn bằng lãi suất coupon.
2. Giá của một trái khoán coupon và lãi suất hoàn vốn có tương quan nghịch đảo tức là, khi lãi suất hoàn vốn tăng thì giá của trái khoán giảm. Nếu lãi suất hoàn vốn giảm, giá của trái khoán tăng.
3. Lãi suất hoàn vốn lớn hơn lãi suất coupon khi giá trái khoán thấp hơn mệnh giá.

Ba yếu tố này là đúng đối với bất kỳ trái khoán coupon nào và thật sự không có gì ngạc nhiên nếu bạn nghĩ về sự hợp lý toát ra trong vấn đề tính toán lãi suất hoàn vốn. Khi bạn đặt 1.000 đôla vào một tài khoản ngân hàng với lãi suất 10%, bạn có thể lĩnh ra 100 đôla mỗi năm và bạn sẽ nhận lại đủ 1.000 đôla vào cuối năm thứ 10. Việc này tương tự với việc mua trái khoán 1.000 đôla, với lãi suất coupon 10% được giải trình trong Bảng 4.1, trái khoán này thanh toán tiền coupon 100 đôla mỗi năm và sau đó hoàn trả 1.000 đôla ở cuối năm thứ 10. Nếu trái khoán được mua với mệnh giá 1.000 đôla, lãi suất hoàn vốn của nó phải bằng lãi suất 10%, nó cũng bằng lãi suất coupon 10%. Sự lập luận đúng như vậy được áp dụng cho một trái khoán bất kỳ nào đều chứng tỏ rằng, nếu trái khoán coupon được mua ở mệnh giá của nó, thì lãi suất hoàn vốn và lãi suất coupon phải bằng nhau.

Rõ ràng là trái khoán và lãi suất hoàn vốn là có liên hệ ngược. Khi i , lãi suất hoàn vốn, tăng lên, tất cả các mẫu số trong công thức giá trái khoán nhất thiết

phải tăng lên. Như vậy, một sự tăng lãi suất khi được độ bằng lãi suất hoàn vốn có nghĩa là giá của trái khoán phải giảm. Một cách giải thích khác việc vì sao giá trái khoán giảm khi lãi suất tăng lên là ở chỗ một lãi suất cao hàm ý rằng tiền trả coupon tương lai và tiền trả sau chót sẽ kém giá khi được tính giảm đến hiện tại, do đó giá của trái khoán phải thấp hơn.

Có một trường hợp đặc biệt của 1 trái khoán coupon cần phải thảo luận bởi vì lãi suất hoàn vốn của nó rất dễ tính toán. Trái khoán này được gọi là **côngxon** (consol) (còn gọi trái khoán hợp nhất), nó là một trái khoán vĩnh viễn (perpetual bond), không có ngày mãn hạn và không hoàn trả vốn, vốn này đem lại các món tiền coupon C đôla mãi mãi. Các trái khoán công xon đã được bán lần đầu ở kho bạc Anh trong chiến tranh Napôlêông và vẫn còn được mua bán ngày nay ; tuy nhiên chúng hiếm có trên thị trường vốn Mỹ. Công thức trong phương trình (4.3) để tìm giá của côngxon (P_c) đơn giản hóa như sau đây⁽⁴⁾

$$P_c = \frac{C}{i} \quad (4.4)$$

Một đặc điểm thú vị của các côngxon là ở chỗ bạn có thể thấy ngay rằng khi i tăng lên, giá của trái khoán giảm. Ví dụ, nếu một côngxon thanh toán 100 đôla/

(4) Công thức tính giá trái khoán cho một côngxon là :

$$P_c = \frac{C}{i+1} + \frac{C}{(i+1)^2} + \frac{C}{(i+1)^3} + \dots + \dots$$

Công thức trên có thể được viết như sau :

$$P_c = C(x + x^2 + x^3 + \dots)$$

trong đó $x = \frac{1}{i+1}$

Theo kiến thức đại số học ở trường đại học, bạn có thể nhớ lại công thức cho một tổng vô hạn :

$$1 + x + x^2 + x^3 + \dots = \frac{1}{1-x} \quad \text{với } x < 1$$

và như vậy :

$$P_c = C \left(\frac{1}{1-x} - 1 \right) = C \left(\frac{1}{1 - \frac{1}{1+i}} - 1 \right)$$

sau một số biến đổi đại số thích hợp, trở thành :

$$P_c = C \left(\frac{1+i}{i} - \frac{i}{i} \right) = \frac{C}{i}$$

năm vĩnh viễn và lãi suất là 10%, giá của nó sẽ là $1.000 \text{ đôla} = 100 \text{ đôla}/0,10$. Nếu lãi suất tăng tới 20%, thì giá của nó sẽ giảm tới $500 \text{ đôla} = 100 \text{ đôla}/0,20$. Chúng ta cũng có thể viết công thức này như :

$$i = \frac{C}{P_c} \quad (4.5)$$

Chúng ta thấy rằng việc tính lãi suất hoàn vốn cho côngxon cũng dễ dàng (bất kể yếu tố là nó không bao giờ mãn hạn). Ví dụ, với một côngxon thanh toán 100 đôla/năm và một giá 2.000 đôla, lãi suất hoàn vốn là :

$$5\% (= 100 \text{ đôla}/2.000 \text{ đôla})$$

Trái khoán giảm giá. Việc tính toán lãi suất hoàn vốn cho 1 trái khoán giảm giá cũng tương tự như việc tính toán nó cho món vay đơn. Chúng ta hãy xem xét một trái khoán giảm giá ví dụ một tín phiếu kho bạc Mỹ, tín phiếu này hoàn trả mệnh giá 1.000 đôla trong thời gian 1 năm. Nếu giá mua hiện thời của tín phiếu này là 900 đôla, thì khi làm cân bằng giá này với giá trị hiện tại của 1.000 đôla nhận được sau 1 năm, phương trình 4.1 cho ta :

$$900 \text{ đôla} = \frac{1.000 \text{ đôla}}{1 + i}$$

giải tính i ,

$$i = \frac{1.000 \text{ đôla} - 900 \text{ đôla}}{900 \text{ đô la}} = 0,111 = 11,1\%$$

Tổng quát hơn, với một trái khoán giảm giá bất kỳ loại 1 năm, lãi suất hoàn vốn có thể được viết là :

$$i = \frac{F - P_d}{P_d} \quad (4.6)$$

trong đó F = mệnh giá của trái khoán giảm giá

P_d = giá hiện thời của trái khoán giảm giá.

Nói một cách khác, lãi suất hoàn vốn bằng với mức tăng giá qua 1 năm $(F - P_d)$ chia cho giá ban đầu (P_d) .

Một đặc điểm quan trọng của phương trình này là đối với một trái khoán giảm giá, lãi suất hoàn vốn tỉ lệ nghịch với giá trái khoán hiện thời. Điều này cũng giống như kết luận mà chúng ta đưa ra đối với trái khoán coupon. Ví dụ, phương

trình 4.6 ở trên cho thấy rằng một sự tăng giá trái khoán từ 900 đôla lên 950 đôla nghĩa là trái khoán sẽ có một sự tăng nhỏ hơn về giá của nó trong đời của nó, do đó lãi suất hoàn vốn giảm từ 11,1 đến 5,3%. Tương tự như vậy, một sự giảm lãi suất hoàn vốn nghĩa là giá của trái khoán giảm giá đã tăng lên.

Tóm tắt. Khái niệm về giá trị hiện tại cho ta biết rằng một đôla trong tương lai không có giá trị đối với bạn như một đôla hôm nay vì bạn có thể kiếm được lãi ở đồng đôla hôm nay : Đặc biệt, một đôla nhận được sau đây n năm chỉ đáng giá 1 đôla $/(1 + i)^n$ hôm nay. Giá trị hiện tại của một số tiền trả trong tương lai theo một công cụ vay nợ bằng tổng các giá trị hiện tại của mỗi món nợ trong tương lai. Lãi suất hoàn vốn cho một công cụ tài chính là lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của các món trả trong tương lai theo công cụ này với giá trị hôm nay của nó. Do phương pháp tính toán lãi suất hoàn vốn được dựa trên những nguyên lý kinh tế đúng đắn, nên đây là phép đo mà các nhà kinh tế cho là phương pháp mô tả chính xác nhất lãi suất.

Những tính toán của chúng ta về lãi suất hoàn vốn cho những trái khoán khác nhau thể hiện một điều quan trọng là *giá trái khoán hiện thời và lãi suất có tương quan nghịch* : *Khi lãi suất tăng, thì giá của trái khoán giảm và ngược lại.*

CÁC PHÉP ĐO LÃI SUẤT KHÁC

Lãi suất hoàn vốn là số đo đúng đắn nhất của lãi suất và là điều mà các nhà kinh tế muốn nói khi họ dùng thuật ngữ *lãi suất*. Trừ những trường hợp đặc biệt, các thuật ngữ *lãi suất* và *lãi suất hoàn vốn* sẽ đồng nghĩa với nhau trong sách này. Tuy nhiên, vì lãi suất hoàn vốn đôi khi khó tính toán, cho nên các số đo khác kém chính xác, được sử dụng rộng rãi trong thị trường chứng khoán. Bạn sẽ luôn gặp hai phép đo này "lãi suất hoàn vốn hiện hành" và "lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm" khi đọc các báo chí ; điều quan trọng là bạn phải hiểu chúng có nghĩa gì và chúng khác với các phép đo chính xác hơn về lãi suất, lãi suất hoàn vốn như thế nào.

Lãi suất hoàn vốn hiện hành

Lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ lãi suất hoàn vốn của trái khoán coupon, nó thường được nói tới vì khác với lãi suất hoàn vốn, nó dễ tính toán hơn. Nó được định nghĩa là tỉ số giữa tiền thanh toán coupon hàng năm với giá của chứng khoán đó.

$$i_c = \frac{C}{P_B} \quad (4.7)$$

trong đó : i_c = lãi suất hoàn vốn hiện hành.
 P_B = giá của trái khoán coupon.
 C = tiền coupon hàng năm.

Công thức này tương tự với công thức trong Phương trình (4.5) là công thức thể hiện việc tính toán lãi suất hoàn vốn cho một côngxôn. Vì thế, đối với 1 côngxôn, lãi suất hoàn vốn hiện hành là một phép đo chính xác của lãi suất hoàn vốn. Khi một trái khoán coupon có thời gian đến ngày mãn hạn dài (dài hạn) (ví dụ 20 năm hay hơn nữa), nó rất giống một côngxôn là loại thanh toán tiền coupon vĩnh viễn. Như vậy, bạn cho rằng lãi suất hoàn vốn hiện hành là một đại lượng có phần khít khao của lãi suất hoàn vốn cho một trái khoán coupon dài hạn, và bạn có thể dùng một cách yên tâm phép tính lãi suất hoàn vốn hiện hành thay vì tra tìm lãi suất hoàn vốn trong bảng tính sẵn cho trái khoán coupon. Tuy nhiên, do thời gian đến ngày mãn hạn của một trái khoán coupon ngắn lại (ví dụ, ít hơn 5 năm), nó tỏ ra dần dần ít giống một côngxôn và như vậy tính xấp xỉ của lãi suất hoàn vốn hiện hành trở nên dần dần kém đi.

Chúng ta cũng đã thấy rằng khi giá trái khoán bằng mệnh giá của trái khoán, lãi suất hoàn vốn bằng với lãi suất coupon (tiền coupon chia cho mệnh giá của trái khoán). Do lãi suất hoàn vốn hiện hành bằng tiền coupon chia cho giá trái khoán, lãi suất hoàn vốn hiện hành cũng bằng suất coupon khi giá trái khoán là bằng mệnh giá của nó. Lý lẽ này dẫn ta đến kết luận rằng, khi giá trái khoán là bằng mệnh giá, lãi suất hoàn vốn hiện hành bằng lãi suất hoàn vốn. Điều này nghĩa là giá trái khoán càng gần với mệnh giá của trái khoán, lãi suất hoàn vốn hiện hành càng xấp xỉ với lãi suất hoàn vốn.

Lãi suất hoàn vốn hiện hành tỉ lệ nghịch với giá của trái khoán. Trong trường hợp trái khoán có lãi suất coupon 10%, khi giá tăng lên từ 1.000 đôla đến 1.100 đôla, lãi suất hoàn vốn hiện hành giảm từ 10% (= 100 đôla/1.000 đôla) tới 9,09% (= 100 đôla/1.100 đôla). Như Bảng 4.1 chỉ rõ, lãi suất hoàn vốn cũng tỉ lệ nghịch với giá trái khoán ; khi giá tăng từ 1.000 đôla đến 1.100 đôla, lãi suất hoàn vốn giảm từ 10% xuống 8,48%. Ở đây, ta thấy một điều quan trọng : Lãi suất hoàn vốn hiện hành và lãi suất hoàn vốn luôn đi với nhau ; một sự tăng ở lãi suất hoàn vốn hiện hành luôn báo hiệu rằng lãi suất hoàn vốn cũng đã tăng.

Các đặc tính chung của lãi suất hoàn vốn hiện hành (tiền coupon hàng năm/ giá trái khoán) có thể được tóm lại như sau : Lãi suất hoàn vốn hiện hành càng là một xấp xỉ tốt hơn đối với lãi suất hoàn vốn, nếu giá trái khoán càng gần với

mệnh giá của trái khoán, kỳ hạn thanh toán của trái khoán càng dài. Nó càng trở thành một xấp xỉ kém, nếu giá của trái khoán càng xa mệnh giá của trái khoán, kỳ hạn thanh toán của trái khoán càng ngắn hơn. Bất kể dù lãi suất hoàn vốn hiện hành có là một xấp xỉ đúng của lãi suất hay là không, một sự thay đổi ở lãi suất hoàn vốn hiện hành luôn báo hiệu một sự thay đổi theo cùng một chiều của lãi suất hoàn vốn.

Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm

Trước khi xuất hiện máy tính, những người buôn bán trái khoán kho bạc Mỹ thấy khó khăn khi tính lãi suất là một lãi suất hoàn vốn. Thay vào đó, họ định giá lãi suất đối với trái khoán như **một lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm hoặc lãi suất hoàn vốn tính giảm** (discount yield) và họ vẫn còn làm như vậy ngày nay. Nguyên tắc, lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm được định nghĩa theo công thức sau :

$$i_{dh} = \frac{(F - P_d)}{F} \times \frac{360}{\text{số ngày tới khi mãn hạn}} \quad (4.8)$$

trong đó :

i_{dh} = lãi suất hoàn vốn trên 1 cơ sở tính giảm.

F = mệnh giá của trái khoán giảm giá.

P_d = giá mua của trái khoán giảm giá.

Có hai sự khác biệt trong phương pháp tính lãi suất này. Thứ nhất, nó dùng tỉ lệ phần trăm trên mệnh giá của tín phiếu $(F - P_d)/F$ chứ không dùng tỉ lệ phần trăm trên giá mua tín phiếu, $(F - P_d)/P_d$, như được dùng khi tính toán lãi suất hoàn vốn. Thứ hai, nó tính lãi suất hoàn vốn lấy 360 ngày thay cho 365 ngày 1 năm.

Do có những khác biệt này, lãi suất hoàn vốn tính giảm định giá thấp đi lãi suất của tín phiếu như đã được đo bằng lãi suất hoàn vốn. Đối với tín phiếu 1 năm, được bán với giá 900 đôla và có mệnh giá 1.000 đôla, lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm sẽ là :

$$i_{dh} = \frac{1.000 \text{ đôla} - 900 \text{ đôla}}{1.000 \text{ đôla}} \times \frac{360}{365} = 0,099 = 9,9\%.$$

Trong khi lãi suất hoàn vốn đối với tín phiếu này, như chúng ta đã tính toán trước đây, là 11,1%. Lãi suất hoàn vốn tính giảm đã định giá lãi suất hoàn vốn thấp đi bằng một số hơn 10%. Sở dĩ có giảm bớt đi hơn 1% một chút là do độ dài

thời gian 1 năm đã bị giảm đi bằng một số lớn hơn 1% một chút ; khi tín phiếu có thời gian đến ngày mãn hạn là 1 năm, phần thứ hai của vế phải trong công thức là 0,986 thay vì đáng lẽ là 1. Tuy nhiên, lý do quan trọng hơn của việc định giá thấp như vậy là do việc dùng tỉ lệ phần trăm đối với mệnh giá thay vì đối với giá mua. Bởi vì, theo định nghĩa, giá mua 1 trái khoán giảm giá luôn luôn nhỏ hơn mệnh giá của nó, tỉ lệ phần trăm đối với mệnh giá rõ ràng phải nhỏ hơn tỉ lệ phần trăm đối với giá mua. Sự sai biệt giữa giá mua và mệnh giá càng lớn, thì sự định giá thấp của lãi suất hoàn vốn tính giảm từ lãi suất hoàn vốn càng lớn. Do sự sai biệt giữa giá mua và mệnh giá càng lớn nếu kỳ hạn thanh toán càng dài hơn, chúng ta có thể rút ra kết luận sau đây về quan hệ giữa lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm đối với lãi suất hoàn vốn : Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm luôn luôn định giá thấp lãi suất hoàn vốn và định giá thấp này càng lớn nếu hạn kỳ thanh toán của trái khoán giảm giá càng lớn.

Một đặc điểm quan trọng khác của lãi suất hoàn vốn tính giảm là ở chỗ, giống như lãi suất hoàn vốn, nó có tương quan nghịch đảo với giá của trái khoán. Ví dụ, khi giá trái khoán tăng từ 900 đôla lên 950 đôla, công thức nói trên cho thấy rằng lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm giảm đi từ trị số 11,1 đến 5,3%. Ở đây chúng ta thấy một yếu tố quan trọng khác về sự liên quan của lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm đối với lãi suất hoàn vốn : Chúng luôn luôn đi theo nhau ; tức là, một sự tăng lãi suất hoàn vốn tính giảm luôn luôn nghĩa là lãi suất hoàn vốn đã tăng, và một sự giảm xuống của lãi suất hoàn vốn tính giảm nghĩa là lãi suất hoàn vốn cũng đã giảm xuống. Những đặc tính của lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm có thể được tóm tắt như sau : Lãi suất trên cơ sở tính giảm đã định giá thấp đi mức đo chính xác hơn của lãi suất, lãi suất hoàn vốn, và kỳ hạn thanh toán của trái khoán giảm giá càng dài hơn, thì sự định giá thấp này càng trở nên lớn hơn. Tuy nhiên, mặc dù lãi suất hoàn vốn tính giảm là một mức đo hơi sai lệch của lãi suất, nhưng một sự thay đổi trong lãi suất hoàn vốn tính giảm luôn cho thấy một sự thay đổi cùng hướng của lãi suất hoàn vốn.

ỨNG DỤNG

ĐỂ ĐỌC TRANG TRÁI KHOÁN CỦA CÁC NHẬT BÁO

Nay chúng ta đã hiểu các định nghĩa khác nhau về lãi suất, chúng ta hãy ứng dụng hiểu biết của chúng ta và xem xem những loại thông tin nào xuất hiện trên trang trái khoán của nhật báo điển hình. Giá trái khoán và lãi suất được định ra theo 3 cách khác nhau trên tờ nhật báo. Phần "Theo dõi tin tài chính" có sự liệt

kê của tờ *Wall Street Journal* đối với 3 trái khoán khác nhau vào ngày thứ 6/1/3/1991. Bảng (a) chứa các thông tin về trái khoán và trái phiếu kho bạc Mỹ. Cả hai đều là trái khoán coupon, chỉ có sự khác nhau là thời gian đến ngày mãn hạn của chúng kể từ khi chúng được phát hành lần đầu: Trái phiếu ngắn hạn có thời gian đến ngày mãn hạn ít hơn 10 năm, trong khi đó trái khoán dài hạn có thời gian đến ngày mãn hạn lớn hơn 10 năm.

Các mảng thông tin được thấy trong các cột "lãi suất" và "kỳ hạn thanh toán" phân rõ loại trái khoán theo lãi suất coupon và ngày mãn hạn. Ví dụ, trái khoán T # 1 có lãi suất coupon $6\frac{1}{2}\%$ cho biết rằng nó trả lãi 65 đôla một năm đối với một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla, và mãn hạn vào tháng 11/1991. Chú ý là trái khoán T # 3 có hai ngày tháng dưới cột "kỳ hạn thanh toán". Các thông tin này cho biết rằng trái khoán có thể được thu hồi; nghĩa là kho bạc có quyền mua lại trái khoán và thanh toán hết theo mệnh giá của nó trước ngày mãn hạn. Trái khoán T # 3 mãn hạn vào tháng 11 năm 2014, nhưng giữa tháng 11 năm 2009 và ngày mãn hạn, kho bạc có thể thu hồi trái khoán và hoàn trả hết tiền trái khoán sớm hơn theo mệnh giá là 1.000 đôla.

Ba thông tin tiếp theo cho chúng ta biết về giá trái khoán. Theo qui ước, tất cả giá trên thị trường trái khoán được yết giá 100 đôla mệnh giá. Hơn nữa, những con số sau dấu 2 chấm (:) biểu thị các phân của 32. Trong trường hợp trái khoán T # 1, giá thứ nhất là 99 : 31 biểu thị $99\frac{31}{32}$ và $99\frac{31}{32} = 99,969$, hoặc một giá hiện thời 999,69 đôla cho một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla. Giá mua (bid price) cho biết bạn sẽ nhận được giá nào nếu bạn bán trái khoán, trong khi giá bán (asked price) cho bạn biết bạn phải mua trái khoán với giá nào. (Bạn có thể nghĩ về giá mua như là "giá bán buôn" và giá bán như giá "bán lẻ". Cột "thay đổi" ("chg") cho biết giá mua đã thay đổi như thế nào từ ngày mua bán trước đó.

Chú ý là đối với tất cả các trái khoán (bond) và trái phiếu (note) vừa nêu có giá bán lớn hơn giá mua. Có thể bạn phân vân tại sao điều này lại xảy ra? Sự khác nhau giữa giá mua và giá bán (khoảng cách - "spread") mang lại cho người buôn trái khoán tức người mua và bán các chứng khoán này là một lợi nhuận. Đối với trái khoán T # 1, khi người buôn mua nó với giá $99\frac{31}{32}$ và bán nó với giá $100\frac{1}{32}$, người đó được lợi $\frac{2}{32}$. Lợi nhuận này giúp người buôn có thể sinh sống và đem lại những dịch vụ cho phép bạn mua và bán trái khoán theo ý muốn.

Cột "lãi suất hoàn vốn bán (Ask Yld) cho biết lãi suất hoàn vốn, nó là 6,45% đối với trái khoán T # 1. Nó được tính theo phương pháp đã trình bày ở đầu của chương này dùng giá bán làm giá của trái khoán. Giá bán được dùng trong tính

toán bởi vì lãi suất hoàn vốn là thích hợp nhất với một cá nhân sắp sửa mua và giữ chứng khoán và như vậy được hưởng lãi suất. Mặt khác người bán chứng khoán, sắp sửa không còn giữ nó nữa và như thế ít quan tâm đến lãi suất hơn.

Con số về lãi suất hoàn vốn hiện hành thường không được nêu trong bảng giá của nhật báo đối với những chứng khoán kho bạc, nhưng nó được đưa vào bảng (a) để cho bạn một số ví dụ đời thực để biết lãi suất hoàn vốn hiện hành đã xấp xỉ với lãi suất hoàn vốn được đến mức nào. Những thảo luận trên đây đã đem lại cho chúng ta một quy tắc để quyết định khi nào thì lãi suất hoàn vốn hiện hành có thể gần như là một xấp xỉ đúng và khi nào thì không.

Trái khoán T # 3 và # 4 mãn hạn sau hơn 20 năm nghĩa là các đặc tính của nó giống những đặc tính của 1 côngxon. Các lãi suất hoàn vốn hiện hành do vậy phải là một xấp xỉ gần đúng của lãi suất hoàn vốn, và chúng là : Những lãi suất hoàn vốn hiện hành nằm trong phạm vi 6% của những giá trị của các lãi suất hoàn vốn. Xấp xỉ này là hợp lý ngay cả đối với trái khoán T # 3, trái khoán này có giá hơn 30% trên mệnh giá của nó.

Bây giờ ta hãy xem xét các trái khoán T # 1 và # 2, chúng có thời gian đến ngày mãn hạn ngắn hơn nhiều. Lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ tốt khi giá của chúng rất sát với mệnh giá 100 như đối với trái khoán T # 1. Tuy vậy, giá của trái khoán T # 2 chỉ khác với mệnh giá 5%, ta thấy lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ tồi đến thế nào đối với lãi suất hoàn vốn ; nó định giá cao lãi suất hoàn vốn hơn 7 phần trăm. Điều này xác nhận cái mà chúng ta đã học trước kia về lãi suất hoàn vốn hiện hành : Nó có thể là một chỉ dẫn hết sức sai lạc về giá trị của lãi suất hoàn vốn đối với trái khoán ngắn hạn nếu giá trái khoán không gần với mệnh giá.

Hai loại trái khoán khác được nói tới trên báo chí rất giống với các trái khoán và trái phiếu kho bạc. Các chứng khoán của cơ quan chính phủ và các chứng khoán hỗn hợp bao gồm những chứng khoán do những cơ quan chính phủ phát hành, ví dụ Công ty thế chấp Quốc gia của chính phủ giành những món tiền cho các Tổ chức tiết kiệm và cho vay và các tổ chức quốc tế, ví dụ như Ngân hàng thế giới vay trái khoán miễn thuế là một loại trái khoán khác được nói tới có tính chất tương tự như bảng (a) trừ một điều là thường không đưa ra những tính toán lãi suất hoàn vốn. Trái khoán miễn thuế bao gồm trái khoán do các chính phủ địa phương và các cơ quan có thẩm quyền phát hành. Tiền lãi của các trái khoán này được miễn thuế thu nhập liên bang.

Bảng (b) trích dẫn lãi suất hoàn vốn đối với tín phiếu kho bạc, loại này, như

chúng ta đã xem xét, là những trái khoán giảm giá. Do không có coupon, những chứng khoán này chỉ được phân biệt duy nhất bởi ngày mãn hạn của chúng, ghi trong cột 1. Cột tiếp theo "số ngày tới lúc mãn hạn" cho biết số ngày tính tới lúc mãn hạn của tín phiếu. Những nhà buôn trong thị trường này luôn nói đến giá bằng cách báo lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm. Cột "mua" nêu lãi suất hoàn vốn tính giảm cho những người bán tín phiếu cho nhà kinh doanh chứng khoán, trong khi đó, cột "bán" nêu lãi suất hoàn vốn tính giảm cho những người mua tín phiếu của nhà kinh doanh trái khoán. Đối với trái khoán và trái phiếu, lợi nhuận của các nhà kinh doanh thu được là do giá bán cao hơn giá mua, khiến cho lãi suất hoàn vốn tính giảm bán là thấp hơn so với lãi suất hoàn vốn tính giảm mua.

Như ta đã học trước kia, lãi suất hoàn vốn trên cơ sở giảm giá là sự định giá thấp lãi suất hoàn vốn nêu ở cột sau cùng của bảng (b). Đây là sự hiển nhiên rút ra từ việc so sánh các cột "lãi suất hoàn vốn" và lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm. Như chúng ta đã dự tính khi thảo luận về việc tính lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm, mức nói giảm tăng lên khi kỳ hạn thanh toán của tín phiếu dài ra.

Bảng (c) có những báo giá các trái khoán công ty tại Thị trường chứng khoán New York (NYSE). Các trái khoán công ty được mua bán tại Thị trường chứng khoán Mỹ (AMEX) cũng được nói tới theo cách thức tương tự. Cột đầu tiên để phân loại trái khoán, nó cho biết công ty nào phát hành trái khoán. Những trái khoán mà chúng ta đang xem xét đều do Công ty Điện thoại & Điện tín Mỹ (AT & T) phát hành. Cột tiếp theo cho ta biết lãi suất coupon và ngày mãn hạn ($5^{7/8}\%$ và 1995 cho trái khoán # 1). Cột "lãi suất hoàn vốn hiện hành" (Cur Yld) cho biết lãi suất hoàn vốn hiện hành (6,2%), và cột "khối lượng" (Vol) cho biết khối lượng mua bán đối với loại trái khoán này (7 trái khoán loại có mệnh giá 1.000 đôla được mua bán hôm đó). Cột giá "đóng cửa" (Close) là giá mua bán sau chót của ngày đó cho 100 đôla mệnh giá. Giá $91^{1/4}$ nghĩa là giá 912,50 đôla cho một trái khoán có mệnh giá 1.000 đôla cột thay đổi thực" (net Chg) là sự thay đổi giá lúc đóng cửa so với ngày giao dịch hôm trước.

Lãi suất hoàn vốn cũng được nêu ra cho hai loại trái khoán. Thông tin này không phải luôn luôn được nêu tên báo chí, nhưng nêu ra ở đây vì nó cho biết lãi suất hoàn vốn hiện hành có thể sai lệch như thế nào đối với một trái khoán có hạn kỳ thanh toán ngắn, ví dụ $5^{7/8}$ năm 1995. Lãi suất hoàn vốn hiện hành 6,2% là một mức đo sai lệch của lãi suất vì lãi suất hoàn vốn đang là 8,24%.

THEO DÕI TIN TÀI CHÍNH

Giá trái khoán và lãi suất

Giá trái khoán và lãi suất được yết giá hàng ngày trên tờ *Wall Street Journal*, bạn có thể tìm chúng trong mục NYSE/AMEX Bonds, các

phát hành của kho bạc, của chính phủ và cơ quan chính phủ. Ba hình thức cơ bản để trích dẫn giá và lãi suất hoàn vốn của trái khoán được minh họa dưới đây trong một mục của tờ *Wall Street Journal*.

Thứ 5 ngày 28/2/1991

Trích dẫn đại diện tại chỗ mua bán thẳng (tại quầy) trên cơ sở giao dịch 1 triệu hay hơn 1 triệu đôla.

Trích dẫn trái khoán, trái phiếu và tín phiếu (bond, note, bill) vào lúc giữa chừng sau buổi trưa, các dấu hai chấm (:) trong phần trích dẫn giá mua và giá bán là để thay cho các mẫu số 32; 101:01 nghĩa là 101^{1/32}. Những thay đổi thực (ròng) ở các mẫu số số 32.

(a) Treasury Bonds and Notes

GOVT. BONDS & NOTES

	Rate	Maturity	Bid	Asked	Chg	Yld.	Ask
T-bond # 1 ➤	6 ^{1/2}	Nov 91n	99:31	100:01	-1	6.45	◀ Current Yield = 6,49%
T-bond # 2 ➤	8 ^{1/2}	Nov 91n	101:11	101:13	...	6.42	◀ Current Yield = 13,52%
T-bond # 3 ➤	14 ^{1/4}	Nov 91n	105:10	105:14	-1	6.02	◀ Current Yield = 8,94%
	11 ^{3/4}	Nov 09:14	131:09	131:13	-13	8.39	◀ Current Yield = 8,14%
	11 ^{1/4}	Feb 15	129:29	130:01	-15	8.33	
	10 ^{3/8}	Aug 15	123:20	123:24	-15	8.33	
	9 ^{7/8}	Nov 15	115:30	116:02	-16	6.33	
T-bond # 4 ➤	9 ^{1/4}	Feb 16	109:18	109:22	-14	6.32	
	7 ^{1/4}	May 16	88:31	96:03	-13	6.29	◀ Current Yield = 8,14%

(b) Treasury Bills

STREASURY B

Maturity	Days to Mat.	Bid	Asked	Chg.	Yld.	Ask	Maturity	Days to Mat.	Bid	Asked	Chg.	Yld.	Ask
Apr 04'91	31	5.63	5.61	-0.05	5.72		Jul 11'91	129	6.05	6.03	+0.01	8.25	
Apr 11'91	38	5.57	5.65	+0.01	5.76		Jul 18'91	136	6.05	6.03	+0.01	8.26	
Apr 16'91	45	5.72	5.70	+0.02	5.82		Jul 25'91	143	6.05	6.03	+0.01	8.26	
Apr 25'91	52	6.03	6.01	-0.01	6.15		Aug 01'91	150	6.05	6.03	+0.02	8.27	
May 02'91	59	6.04	6.02	+0.01	6.18		Aug 08'91	157	6.05	6.03	+0.02	8.28	
May 09'91	66	6.04	6.02	+0.01	6.17		Aug 15'91	164	6.05	6.03	+0.02	8.29	
May 16'91	73	6.04	6.02		6.18		Aug 22'91	171	6.03	6.01	+0.02	8.27	
May 23'91	80	6.04	6.02		6.19		Aug 29'91	178	6.04	6.02	+0.03	8.29	
May 30'91	87	6.04	6.02	+0.01	6.19		Sep 26'91	206	5.98	5.96	+0.02	8.23	
Jun 06'91	94	6.06	6.04	+0.03	6.22		Oct 24'91	234	6.06	6.04	+0.04	8.33	
Jun 13'91	101	6.05	6.03	+0.02	6.22		Nov 21'91	262	6.06	6.04	+0.04	8.34	
Jun 20'91	108	6.05	6.03	+0.04	6.23		Dec 19'91	290	6.01	5.99	+0.04	8.31	
Jun 27'91	115	6.01	5.99	+0.02	6.19		Jan 16'92	318	6.02	6.00	+0.04	8.34	
Jul 05'91	123	6.06	6.04	+0.02	6.25		Feb 13'92	336	6.08	6.01	+0.04	8.37	

(c) New York Stock Exchange Bonds

CORPORATION BONDS

VOLUME \$ 95,320,000

Bonds	Cur Yld	Vol	Close	Net Chg.	
Bond # 1 ➤ ATT 5 ^{7/8} 95	6.2	7	91 ^{1/4}	...	◀ Yield to Maturity = 8,24%
ATT 6 ^{5/8} 00	7.3	36	82 ^{1/4}	1 ^{1/4}	
ATT 6 ^{3/4} 00	8.7	399	100 ^{3/8}	1 ^{1/2}	
ATT 7 ^{5/8} 01	7.9	217	88 ^{3/8}	1 ^{1/4}	
ATT 8.80s05	8.6	221	100 ^{1/4}	1/8	
ATT 8 ^{1/2} s07	8.9	149	97 ^{3/8}	5/8	
Bond # 2 ➤ ATT 8 ^{1/2} 26	9.2	209	94 ^{1/4}	1/4	◀ Yield to Maturity = 9,18%

Source : *Wall Street Journal* (Friday, March 1, 1991).

Những trích dẫn của trái phiếu, tín phiếu kho bạc là các mẫu số 100 được trích dẫn đối với một mức giảm giá. Số ngày tính tới mãn hạn được tính toán theo ngày tháng thanh toán. Tất cả lãi suất hoàn vốn là theo ngày mãn hạn và dựa theo trích dẫn giá mua. Đối với những trái khoán có thể thu hồi trước khi mãn hạn, lãi suất hoàn vốn được tính theo ngày thu hồi sớm nhất đối với những phát hành được trích dẫn ở trên mệnh giá và theo ngày mãn hạn đối với những phát hành được trích dẫn dưới mệnh giá. Khi được phát hành.

* GHI CHÚ : Những chữ viết tắt trong tiếng Anh trong bản tin

- (a) Treasury Bonds and Notes - trái khoán và trái phiếu kho bạc ; Govt. Bonds & Notes - trái khoán và trái phiếu của chính phủ ; Rate - lãi suất ; Maturity - hạn kỳ thanh toán ; Bid - giá bán (đặt) ; Asked - giá mua (hỏi) ; Chg - thay đổi ; Ask Yld - lãi suất hoàn vốn mua ; Current Yield (cur yld) - lãi suất hoàn vốn hiện hành.
- (b) Treasury Bills - tín phiếu kho bạc ; Day to Mat - số ngày tới mãn hạn ;
- (c) New York Stock Exchange Bonds - trái khoán thị trường chứng khoán New York ; Corporation bonds - trái khoán công ty ; Volume (vol.) - khối lượng ; Close - lúc đóng cửa ; Yield to Maturity - lãi suất hoàn vốn.

SỰ PHÂN BIỆT GIỮA LÃI SUẤT VÀ LỢI TỨC

Nhiều người nghĩ rằng lãi suất của một trái khoán cho họ biết đủ những gì họ cần biết về việc họ đã khá lên như thế nào do sở hữu nó. Nếu Irving, nhà đầu tư cho rằng mình khá lên khi anh ta sở hữu một trái khoán dài hạn có lãi suất 10% và lãi suất tăng tới 20%, thì anh ta sẽ chột tinh ra : Như chúng ta sẽ xem qua, Irving đã mất cả áo ! Một người thu lợi như thế nào khi nắm giữ một trái khoán hay một chứng khoán bất kỳ khác qua một khoảng thời gian nhất định sẽ được lượng định một cách chính xác bằng **lợi tức** hoặc nói một cách chính hơn, bằng **tỷ suất lợi tức**. Đối với một chứng khoán bất kỳ tỷ suất lợi tức được định nghĩa là tiền trả cho chủ sở hữu nó cộng với thay đổi về giá trị của chứng khoán đó rồi chia cho giá mua. Để làm cho định nghĩa này sáng tỏ hơn, chúng ta hãy xem lợi tức là như thế nào đối với một trái khoán coupon có mệnh giá 1.000 đôla và lãi suất coupon là 10% ; trái khoán này được mua với giá 1.000 đôla, rồi được giữ 1 năm, sau đó bán đi với giá 1.200 đôla. Tiền trả cho người sở hữu coupon là : Tiền coupon một năm 100 đôla và thay đổi giá trị trái khoán : 1.200 đôla - 1.000 đôla = 200 đôla. Cộng chúng với nhau rồi biểu thị bằng tỉ số đối với giá mua 1.000 đôla sẽ cho chúng ta biết lợi tức của việc lưu giữ trái khoán này trong 1 năm :

$$\frac{100 \text{ đôla} + 200 \text{ đôla}}{1.000 \text{ đôla}} = \frac{300 \text{ đôla}}{1.000 \text{ đôla}} = 0,3 = 30\%$$

Bạn có thể thấy điều gì đó khá ngạc nhiên về lợi tức mà chúng ta vừa tính xong : Nó bằng 30%, mặc dù Bảng 4.1 lại cho thấy lãi suất hoàn vốn ban đầu chỉ là 10%. Điều này chứng tỏ rằng lợi tức của **một trái khoán không nhất thiết bằng lãi suất của trái khoán đó**. Nay chúng ta thấy rằng sự khác biệt giữa lãi

suất và lợi tức có thể là lớn tùy trong nhiều trường hợp lãi suất và lợi tức của một chứng khoán có tương quan chặt chẽ.

Hướng dẫn nghiên cứu

Khái niệm về lợi tức thảo luận ở đây là một điều tối quan trọng vì nó được dùng thường xuyên trong suốt cuốn sách. Bạn cần hiểu một cách chắc chắn phương pháp tính lợi tức và hiểu tại sao nó lại khác với lãi suất. Điều đó khiến cho những vấn đề được trình bày sau đây trong cuốn sách dễ theo dõi hơn.

Một cách tổng quát, lợi tức đối với một trái khoán được lưu giữ từ t đến $t + 1$ có thể được viết :

$$RET = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (4.9)$$

trong đó :

RET = lợi tức do lưu giữ trái khoán từ t đến $t + 1$.

P_t = giá trái khoán ở thời điểm t .

P_{t+1} = giá trái khoán ở thời điểm $t + 1$.

C = tiền coupon.

Một phương pháp tiện lợi để viết công thức lợi tức trên đây là công nhận rằng nó có thể được tách ra làm hai số hạng riêng biệt. Số hạng 1 là lãi suất hoàn vốn hiện hành, i_c (tiền coupon/giá mua) :

$$\frac{C}{P_t} = i_c$$

Số hạng 2 là **mức lợi vốn** (rate of capital gains), hoặc là sự thay đổi về giá của trái khoán so với giá mua ban đầu :

$$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} = g$$

trong đó : g = mức lợi vốn.

Phương trình (4.9) có thể viết thành :

$$RET = i_c + g \quad (4.10)$$

Nó cho biết rằng lợi tức của một trái khoán là lãi suất hoàn vốn hiện hành (i_c) cộng với mức lợi vốn (g). Công thức được viết lại này minh họa cho vấn đề mà chúng ta vừa mới khám phá ra. Ngay cả trường hợp đối với một trái khoán trong

đó lãi suất hoàn vốn hiện hành i_t , là một mức đo chính xác của lãi suất hoàn vốn, lợi tức có thể khác biệt nhiều so với lãi suất. Điều này sẽ xảy ra nếu có dao động đáng kể về giá của trái khoán, vì dao động giá tạo ra lợi vốn hay thiệt vốn.

Một điều đáng quan tâm xem xét là cái gì xảy ra với lợi tức của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau khi lãi suất tăng. Bảng 4.2 tính sản lợi tức 1 năm đối với một vài trái khoán có suất coupon 10%, tất cả đều được mua theo mệnh giá khi lãi suất của tất cả những trái khoán này tăng từ 10% đến 20%. Có một vài phát hiện then chốt trong bảng này và nói chung chúng đúng với tất cả các trái khoán.

Bảng 4.2. Lợi tức một năm đối với những trái khoán có kỳ hạn thanh toán khác nhau và lãi suất coupon 10% khi lãi suất tăng

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Số năm đến kỳ hạn thanh toán khi trái khoán được mua	Lãi suất hoàn vốn ban đầu	Giá ban đầu	Lãi suất hoàn vốn năm tiếp theo	Giá năm tiếp theo*	Lãi suất hoàn vốn hiện hành ban đầu	Mức lợi vốn	Mức lợi tức = 6+7
30	10%	1000	20%	503	10%	-49,7%	-39,7%
20	10%	1000	20%	516	10%	-48,4%	-38,4%
10	10%	1000	20%	597	10%	-40,3%	-30,3%
5	10%	1000	20%	741	10%	-25,9%	-15,9%
2	10%	1000	20%	917	10%	-08,3%	+01,7%
1	10%	1000	20%	1000	10%	0	+10,0%

* được tính toán theo Phương trình (4.3)

1. Trái khoán duy nhất mà lợi tức của nó bằng lãi suất hoàn vốn ban đầu là trái khoán có thời hạn tính đến ngày mãn hạn cũng là thời hạn lưu giữ (xem trái khoán sau cùng trong Bảng 4.2).

2. Một sự tăng lãi suất sẽ đi kèm với một sự sụt giảm giá trái khoán, điều này dẫn đến mất vốn đối với những trái khoán mà thời gian đến ngày mãn hạn dài hơn thời gian lưu giữ trái khoán.

3. Kỳ hạn thanh toán của 1 trái khoán càng dài, thì mức thay đổi về giá kèm theo một thay đổi lãi suất, sẽ càng lớn.

4. Kỳ hạn thanh toán của 1 trái khoán càng dài, mức lợi tức càng thấp ; điều này xảy ra do tăng lãi suất.

5. Mặc dù một trái khoán có một lãi suất ban đầu quan trọng, lợi tức của nó có thể trở thành âm nếu lãi suất tăng.

Trước hết các sinh viên thường bối rối trước việc một sự tăng lãi suất có thể nghĩa là một trái khoán là một nơi đầu tư tồi (như nó đã gây bối rối cho nhà đầu tư khốn khổ Irving). Bí quyết để hiểu điều này là công nhận một sự tăng lãi suất nghĩa là giá của một trái khoán đã sụt xuống. Một sự tăng lãi suất, do vậy, là một sự tổn thất vốn đã xảy ra và nếu tổn thất này đủ lớn thì quả thực trái khoán có thể là một cuộc đầu tư tồi tệ ⁽⁵⁾. Ví dụ, chúng ta thấy ở Bảng 4.1 : trái khoán khi mua có 30 năm tới ngày mãn hạn tổn thất vốn 49,7% khi lãi suất tăng từ 10 đến 20%. Tổn thất này quá lớn, lớn hơn lãi suất hoàn vốn hiện hành, dẫn đến lợi tức âm (tổn thất - 39,7%).

Việc phát hiện những trái khoán có kỳ hạn thanh toán dài hơn có một sự thay đổi về giá lớn hơn dưới tác động của một sự thay đổi lãi suất đã giúp giải thích một sự thật quan trọng về thái độ diễn biến của các thị trường trái khoán. ***Giá và lợi tức của các trái khoán dài hạn bất định hơn so với giá và lợi tức của các trái khoán ngắn hạn hơn.*** Thay đổi giá $\pm 20\%$ trong 1 năm, với những biến thiên tương ứng về lợi tức của chúng là những đặc điểm chung cho các trái khoán có thời gian tới ngày mãn hạn trên 20 năm (trái khoán AT&T 8_{5/8} - 2007 trong Bài đọc thêm 4.2 là một ví dụ).

Đối với những trái khoán coupon có kỳ hạn thanh toán ngắn bằng thời gian lưu giữ (ví dụ, trái khoán sau chót ở Bảng 4.2) lãi suất hoàn vốn và mức lợi tức là bằng nhau. Điều cốt lõi để hiểu vì sao lãi suất hoàn vốn bằng với lợi tức đối với bất kỳ trái khoán nào mà thời gian đến ngày mãn hạn của nó ngang với thời gian lưu giữ chính là ở chỗ thấy được rằng (trong trường hợp này) giá ở cuối của thời gian lưu giữ đã được cố định ở mệnh giá. Do vậy sự thay đổi về lãi suất có thể không có tác dụng gì đến giá ở cuối thời gian lưu giữ của những trái khoán này, và do đó, lợi tức sẽ bằng với lãi suất hoàn vốn.

Tóm tắt : Lợi tức đối với một trái khoán, điều cho bạn biết một cuộc đầu tư trái khoán tốt như thế nào qua một thời kỳ lưu giữ, bằng lãi suất hoàn vốn chỉ trong một trường hợp đặc biệt : khi thời gian lưu giữ và kỳ hạn thanh toán của trái khoán là y như nhau. Đối với những trái khoán mà kỳ hạn thanh toán của nó lớn hơn thời gian lưu giữ, những lợi vốn và tổn thất vốn có thể dẫn đến những khác nhau quan trọng giữa lợi tức với lãi suất được đo bằng lãi suất hoàn vốn. Điều này đặc biệt quan trọng đối với những trái khoán dài hạn, trong đó sự lợi vốn hay tổn thất vốn có thể là nhiều. Đây là lý do vì sao những trái khoán dài hạn không được coi là những tài sản an toàn với lợi tức chắc chắn qua một thời gian lưu giữ ngắn.

(5) Nếu Irving không bán trái khoán, thì tổn thất vốn của anh ta thường gọi là "tổn thất giấy". Đó là tổn thất không nhỏ vì nếu anh ta không mua trái khoán này, thay vào đó gửi tiền vào ngân hàng, anh ta sẽ có thể mua nhiều trái khoán hơn số anh ta hiện có.

BÀI ĐỌC THÊM 4.2.

Liệu những người hưu trí có đầu tư vào những trái khoán dài hạn "viên vàng" ?

Một chút kinh nghiệm chung cho thấy là những người về hưu sẽ đầu tư tiền bạc của họ vào những chứng khoán "viên vàng" như những trái khoán dài hạn được một công ty vững chắc, ví dụ công ty Điện thoại & Điện tín Mỹ (AT & T) phát hành, vì việc này sẽ mang lại cho họ một lợi tức an toàn. Phải chăng đây là một góp ý tốt trong tình hình thị trường tài chính ngày nay ? Bảng ở dưới đây cho biết ngay giá và

lợi tức một năm đối với các trái khoán AT & T 8_{5/8} 2007 từ 1980 đến 1990.

Bạn có thể thấy, đã có những thăng trầm to lớn về lợi tức đối với khoản đầu tư được cho là "an toàn" này, lợi tức thấp và ngay cả tổn thất xảy ra trong một số năm. Nếu những người về hưu cần bán trái khoán để trang trải, hẳn thân họ thấy khó khăn về mặt tài chính khi giá trái khoán giảm. Kết luận : các người hưu trí hãy coi chừng !

Giá và lợi tức đối với các trái khoán AT & T 8_{5/8} 2007 : 1980 - 1990

Năm	Giá lúc cuối năm	Lợi tức
1980	70 ^{3/4}	
1981	61 ^{3/4}	-0,5%
1982	77 ^{5/8}	+39,7%
1983	71 ^{1/8}	+2,7%
1984	73 ^{1/4}	+15,1%
1985	88 ^{7/8}	+33,1%
1986	99 ^{5/8}	+21,89%
1987	91	0,0%
1988	89 ^{1/4}	+7,55%
1989	98 ^{1/2}	+20,03%
1990	96 ^{1/8}	+6,35%

SỰ PHÂN BIỆT GIỮA LÃI SUẤT THẬT VÀ LÃI SUẤT DANH NGHĨA

Từ lâu nay trong quá trình thảo luận, chúng ta đã quên mất tác dụng làm phát đối với chi phí vay mượn. Cái mà cho tới nay chúng ta đang gọi là lãi suất đã không kể đến lạm phát và nó cần được gọi một cách chính xác hơn là **lãi suất danh nghĩa** để phân biệt với **lãi suất thực**, là lãi suất được chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi dự tính về mức giá, do đó nó phản ánh chính xác hơn chi phí thật của việc vay tiền ⁽⁶⁾. Lãi suất thực được định nghĩa một cách chính xác hơn bằng phương trình Fisher, mang tên của Irving Fisher, một trong số những chuyên gia kinh tế tiền tệ lớn trong thế kỷ 20. Phương trình Fisher nói rằng lãi suất danh nghĩa (i) bằng lãi suất thật (i_r) cộng với mức lạm phát dự tính (π).⁽⁷⁾

$$i = i_r + \pi \quad (4.11)$$

Khi chuyển đổi các vế, chúng ta tìm được lãi suất thực bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát dự tính :

$$i_r = i - \pi \quad (4.12)$$

Để thấy vì sao định nghĩa này có giá trị, trước hết chúng ta hãy xem xét một tình trạng trong đó bạn đã thực hiện một món cho vay đơn 1 năm với lãi suất 5% ($i = 5\%$) và bạn dự tính mức giá giữ nguyên không thay đổi trong thời gian một năm ($\pi = 0\%$). Vì cho vay vào cuối năm bạn sẽ có thêm 5% theo **hiện vật**, nghĩa là, theo số hàng hóa và dịch vụ thực tế bạn có thể mua được. Trong trường hợp này, lãi suất mà bạn đã nhận được theo số lượng thực tế của hàng hóa và dịch vụ là 5%, nghĩa là :

$$i_r = 5\% - 0\% = 5\%.$$

như phương trình Fisher đã chỉ ra.

Bây giờ cái gì sẽ xảy ra nếu lãi suất tăng lên 10%, nhưng bạn dự tính mức lạm

(6) Lãi suất thực được định nghĩa trong bài được gọi một cách chính xác hơn nữa là "lãi suất thực tính trước" (ex ante real interest rate) vì nó được chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi dự tính về mức giá. Đây là lãi suất thực quan trọng nhất cho các quyết định kinh tế, và nói chung, nó là cái mà các nhà kinh tế muốn nói tới khi họ dùng câu "lãi suất thực" (the real interest rate). Lãi suất được chỉnh lại cho đúng theo những thay đổi trên thực tế về mức giá được gọi là "lãi suất thực tính sau" (ex post real interest rate). Nó nói lên người cho vay đã có những hiện vật trên thực tế tới đến thế nào.

(7) Một công thức chính xác hơn của phương trình Fisher là $i = i_r + \pi + (i_r \times \pi)$

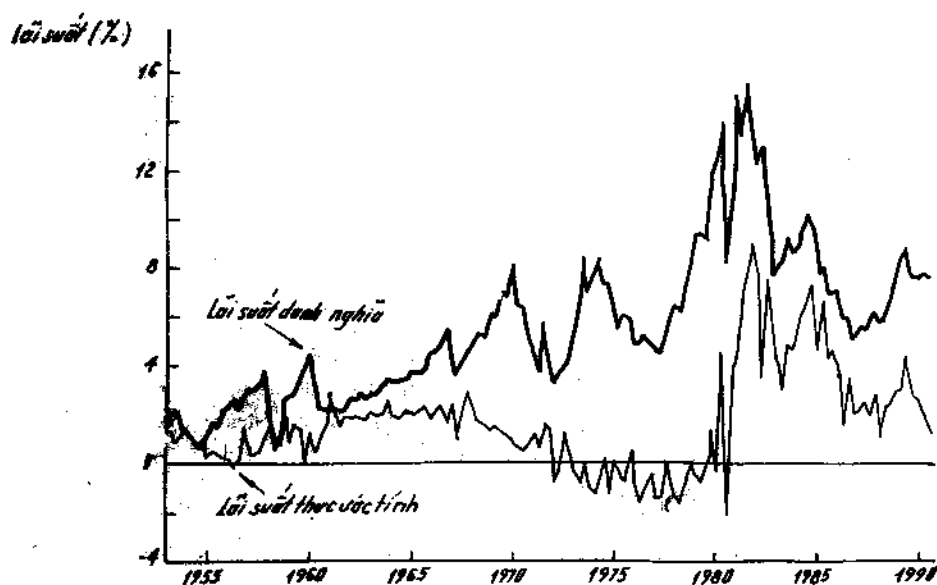
Vì $1 + i = (1 + i_r)(1 + \pi) = 1 + i_r + \pi + (i_r \times \pi)$ và trừ 1 ở hai vế, ta có phương trình trên đây. Đối với giá trị nhỏ của i_r và π thành phần $i_r \times \pi$ rất nhỏ, do vậy ta bỏ qua nó như trong bài.

phát là 20% qua 1 năm. Tuy bạn có thêm 10% số đôla vào cuối năm, bạn sẽ phải trả thêm 20% để mua hàng, kết quả là bạn chỉ có thể mua ít đi 10% hàng hóa ở cuối năm và bạn đã bị kém đi theo hiện vật. Đây cũng chính xác là điều mà định nghĩa của Fisher nói với chúng ta vì :

$$i_r = 10\% - 20\% = -10\%.$$

Với tư cách người cho vay, bạn rõ ràng kém ước muốn thực hiện một món cho vay trong điều kiện này bởi vì tính theo số hàng hóa và dịch vụ thực, bạn thực sự đã thu được một lãi suất âm -10%. Mặt khác, người đi vay hoàn toàn có lợi vì cuối năm, tổng số tiền mà anh ta sẽ phải hoàn trả sẽ kém giá đi 10% tính theo số hàng hóa và dịch vụ - người đi vay sẽ được thế lợi 10% theo hiện vật. **Như bạn đã thấy, khi lãi suất thực thấp, có nhiều ý muốn đi vay tiền và ít ý muốn cho vay.**

Có thể phân biệt một cách tương tự giữa lợi tức danh nghĩa và lợi tức thực. Lợi tức danh nghĩa, lợi tức không trừ đi lạm phát, là cái mà chúng ta đang gọi là lợi tức. Khi lạm phát được trừ ra khỏi một lợi tức danh nghĩa, chúng ta có lợi tức thực, nó cho biết một số lượng hàng hóa và dịch vụ có thể mua thêm được nhờ việc nắm giữ chứng khoán.



Hình 4.3. Lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa
(tín phiếu kho bạc loại 3 tháng) : 1953 - 1990.

Sự phân biệt giữa lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa là điều quan trọng vì lãi suất thực, phản ánh chi phí thực của việc vay mượn, có thể là một công cụ chỉ báo tốt hơn ý muốn đi vay hay cho vay. Nó tỏ ra là một chỉ dẫn tốt hơn về việc người dân sẽ bị tác động như thế nào do những cái đang xảy ra trong thị trường tín dụng. Hình 4.3, trình bày những ước tính từ 1953 đến 1990 đối với lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực của những tín phiếu kho bạc Mỹ loại 3 tháng, cho ta thấy rằng lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực thường không đi kèm nhau. (Điều này cũng đúng cho lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực ở phần còn lại của thế giới - Xem Bài đọc thêm 4.3). Đặc biệt khi lãi suất danh nghĩa là cao trong những năm 1970, lãi suất thực thực tế lại rất thấp lúc đó, thường là âm. Theo tiêu chuẩn của lãi suất danh nghĩa có lẽ bạn sẽ nghĩ rằng những điều kiện của thị trường tín dụng là căng thẳng trong giai đoạn này bởi vì lúc đó đi vay là rất tốn kém. Tuy nhiên, những ước tính của lãi suất thực cho biết rằng có thể bạn đã nhầm. Theo hiện vật, chi phí của việc đi vay thực ra là rất thấp ⁽⁸⁾.

(8) Do hầu hết thu nhập lãi ở Mỹ là đối tượng chịu thuế liên bang, tiền kiếm được thực sự theo hiện vật do giữ một trái khoán không phải là lãi suất thực mà phương trình Fisher định nghĩa. Thay vào đó, nó bằng "lãi suất thực sau thuế". Lãi suất này bằng lãi suất danh nghĩa sau khi nộp thuế thu nhập trừ đi mức lạm phát dự tính. Với một cá nhân, chịu một mức thuế 30%, thì lãi suất sau thuế kiếm được từ một trái khoán có lãi suất hoàn vốn 10% chỉ là 7% vì 30% của thu nhập tiền lãi phải được nộp cho IRS. Như vậy lãi suất thực sau thuế đối với trái khoán này khi lạm phát dự tính ở mức 20% sẽ là bằng -13% (= 7% - 20%). Một cách tổng quát hơn, lãi suất thực sau thuế có thể được biểu thị như :

$$i \times (1 - \tau) - \pi^e$$

trong đó τ = mức thuế thu nhập

Công thức tính lãi suất thực sau thuế này cũng là một phép đo tốt hơn chi phí thực trong việc đi vay của nhiều công ty và cá nhân ở Mỹ, do trong khi tính toán thuế thu nhập họ có thể khấu đi tiền thanh toán lãi cho món vay khỏi tổng thu nhập của họ. Như thế, nếu bạn phải đóng mức thuế 30% và vay một món vay thế chấp lãi suất 10%, bạn có thể trừ bớt 30% của món tiền trả lãi 10% cho thuế thu nhập của bạn. Chi phí danh nghĩa sau thuế của việc vay nợ chỉ còn 7% (10% trừ 30% của 10% tiền trả lãi) và khi mức lạm phát dự tính là 20%, chi phí thực của việc đi vay theo hiện vật là -13% (= 7% - 20%).

Như ví dụ (và cả công thức trên đây) chỉ rõ, lãi suất thực sau thuế luôn luôn thấp hơn lãi suất thực được định nghĩa bởi phương trình Fisher. Để tìm hiểu sâu hơn về việc đo lãi suất thực sau thuế, hãy xem "Lãi suất thực : một cuộc điều tra theo kinh nghiệm" của Frederic S. Mishkin - *Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy*, vol 15 (1981), PP 151 - 200.

BÀI ĐỌC THÊM 4.3.

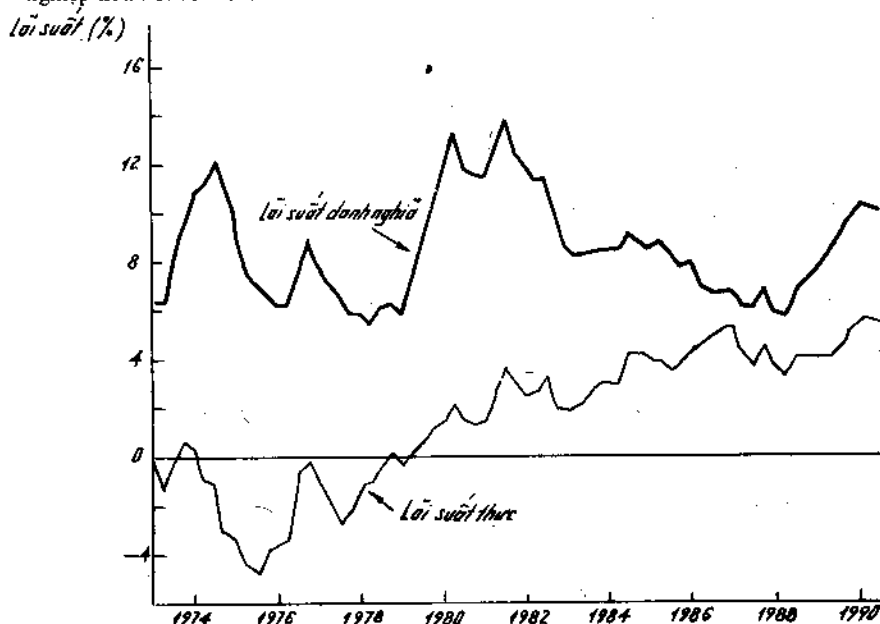
Toàn cảnh

Lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực ở những nước công nghiệp hóa khác

Đồ thị cho thấy chỉ số trung bình lãi suất danh nghĩa và lãi suất thực loại 3 tháng có tính tới tỉ trọng thương mại đối với 9 nước công nghiệp hóa hàng đầu. Giống như ở Mỹ, lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa không đi với nhau. Lãi suất thực ở những nước này có xu hướng tăng lên từ

1973 đến 1990, điều này không giống như lãi suất danh nghĩa. Kết luận chung rằng những diễn biến của lãi suất danh nghĩa không phải là công cụ chỉ báo tốt cho diễn biến của lãi suất thực, nói chung tỏ ra là đúng đối với cả thế giới.

Lãi suất thực và lãi suất danh nghĩa có tính tới tỉ trọng thương mại ở 9 nước ngoài đã công nghiệp hóa : 1973 - 1990



TÓM TẮT

1. Lãi suất hoàn vốn, một phép đo mô tả một cách chính xác nhất lãi suất, là lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của tiền trả trong

tương lai của một công cụ vay nợ với giá trị hôm nay của món tiền đó. Việc áp dụng nguyên lý này toát ra rằng giá trái khoán là

lãi suất có tương quan nghịch đảo : khi lãi suất tăng thì giá trái khoán giảm và ngược lại.

2. Có hai phép đo lãi suất kém chính xác hơn được dùng chung để xác định lãi suất đối với trái khoán coupon và trái khoán giảm giá. Lãi suất hoàn vốn hiện hành, nó bằng tiền coupon chia cho giá của một trái khoán coupon, là một phép đo kém chính xác hơn của lãi suất hoàn vốn, hạn kỳ thanh toán của trái khoán càng ngắn thì giá của nó càng cách xa mệnh giá. Lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm (còn gọi là lãi suất hoàn vốn tính giảm) định giá thấp lãi suất hoàn vốn đối với một trái khoán giảm giá, và sự định giá thấp càng trở nên xấu hơn nếu hạn kỳ thanh toán của chứng khoán càng dài hơn. Ngay khi cả hai phép đo này là những chỉ dẫn lầm lạc về mức lãi suất, thì một sự thay đổi của

chúng bao giờ cũng báo hiệu một sự thay đổi khác có cùng hướng của lãi suất.

3. Lợi tức của chứng khoán, điều nói với bạn rằng bạn đã kinh doanh tốt đến mức nào bằng việc giữ chứng khoán này qua một thời gian định trước, có thể khác xa với lãi suất đo theo lãi suất hoàn vốn. Giá trái khoán dài hạn có dao động lớn khi lãi suất thay đổi. Mức lợi vốn và tổn thất vốn khi ấy có thể lớn, đây là lý do vì sao trái khoán dài hạn không được coi là tài sản an toàn với một lợi tức chắc chắn.

4. Lãi suất thực được định nghĩa là lãi suất danh nghĩa trừ đi mức lạm phát dự tính. Nó là một phép đo tốt hơn đối với những ý muốn đi vay hay cho vay so với lãi suất danh nghĩa và nó là một công cụ chỉ báo tốt hơn về độ căng thẳng của các điều kiện ở thị trường tín dụng so với lãi suất danh nghĩa.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

* 1. Một đô la ngày mai sẽ đáng giá hơn hay kém giá hơn đối với hạn hôm nay trong 2 trường hợp : khi lãi suất là 20% và khi lãi suất là 10% ?

2. Bạn vừa trúng xổ số tiểu bang 20 triệu đôla và được hứa trả một triệu đôla (miễn thuế) mỗi năm. Có phải bạn đã được 20 triệu đôla ?

* 3. Nếu lãi suất là 10%, giá trị hiện tại của một chứng khoán là bao nhiêu nếu nó thanh toán cho bạn 1100 đôla vào năm tới và 1210 đôla vào năm sau đó và 1331 đôla vào năm sau nữa ?

4. Nếu cùng một chứng khoán đó được bán với giá 4000 đôla, thì lãi suất hoàn vốn nhiều hơn hay ít hơn 10% ? Vì sao như vậy ?

* 5. Hãy viết công thức được dùng để tính lãi suất hoàn vốn cho 1 trái khoán 20 năm với lãi suất coupon 10% và mệnh giá là 1000 đôla, trái khoán này bán 2000 đôla.

6. Tính lãi suất hoàn vốn của một trái khoán giảm giá có mệnh giá 1000 đôla mãn hạn trong 1 năm, trái khoán bán với giá 800 đôla.

* 7. Tính lãi suất hoàn vốn của một món vay đơn 1 triệu đôla yêu cầu hoàn trả 2 triệu đôla trong 5 năm ?

8. Để trả tiền học phí, bạn vừa vay một món 1000 đôla của chính phủ, món này yêu cầu bạn thanh toán 126 đôla một năm trong 25 năm. Tuy nhiên bạn không phải thanh toán gì cả cho tới ngày bạn tốt nghiệp đại học sau đây 2 năm. Vì sao lãi suất hoàn vốn lại nhất thiết nhỏ hơn 12% ? lãi suất hoàn vốn đối với món vay trả tiền cố định thông thường 1000 đôla trong đó bạn thanh toán 120 đôla mỗi năm trong 25 năm là bao nhiêu ?

* 9. Trái khoán 1000 đôla nào có lãi suất hoàn vốn cao hơn : trái khoán 20 năm bán với giá 800 đôla với lãi suất hoàn vốn hiện hành 15% hay trái khoán một năm bán với giá 800 đôla với một lãi suất hoàn vốn hiện hành 5% ?

10. Chọn 5 trái khoán kho bạc Mỹ trong trang trái khoán của 1 nhật báo và tính lãi suất hoàn vốn hiện hành. Chỉ ra khi nào lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ tốt của lãi suất hoàn vốn !

* 11. Bạn được mời mua hai trái khoán : 1 trái khoán kho bạc Mỹ hạn kỳ 1 năm với

lãi suất hoàn vốn 9% và tín phiếu kho bạc Mỹ hạn kỳ 1 năm với một lãi suất hoàn vốn trên cơ sở tính giảm 8,9%. Bạn chọn cái nào hơn ?

12. Bạn sẽ tiếp tục giữ cái nào thì hơn nếu có một sự giảm lãi suất : trái khoán dài hạn hoặc trái khoán ngắn hạn ? Vì sao ?

* 13. Cố vấn tài chính Francine vừa mới góp ý với bạn như sau : "những trái khoán dài hạn chắc chắn là những vụ đầu tư tốn vì lãi suất của nó vượt quá 20%". Có nhất thiết là Francine nói đúng không ?

14. Nếu lãi suất vay thế chấp tăng từ 5 đến 10% nhưng mức tăng dự tính về giá nhà tăng từ 2 đến 9%, mọi người có dễ mua nhà hơn hay gặp khó khăn hơn ?

* 15. Lãi suất đã thấp hơn ở giữa những năm 1980 so với cuối những năm 1970, tuy vậy nhiều nhà kinh tế đã khuyên rằng lãi suất thực tế đã cao hơn nhiều vào giữa những năm 1980 so với cuối những năm 1970. Điều này có ý nghĩa thế nào ? Bạn có cho rằng những nhà kinh tế này nói đúng hay không ?

CHƯƠNG 5

Một phương pháp đơn giản cho việc chọn chứng khoán đầu tư : Lý thuyết lượng cầu tài sản

LỜI DẪN

Giả sử bạn bất ngờ phát lên ! Có thể bạn vừa trúng giải độc đắc 25 triệu đôla, và món trả đầu tiên 600.000 đôla của bạn đã vừa tới hoặc một người thân chết đi để lại di chúc cho bạn một món động sản 200.000 đôla. Có lẽ bạn muốn làm rất nhiều thứ với của trời cho này, tậu một ngôi nhà lớn, mua một chiếc Ferrari hoặc đầu tư vào vàng, đất, tín phiếu kho bạc, hay cổ phần IBM. Bạn sẽ quyết định như thế nào về việc chọn giữ những loại tài sản gì để lưu trữ của cải mới có của bạn ? Bạn phải căn cứ chuẩn mực nào để quyết định chọn cái gì trong số những phương tiện cất giữ của cải khác nhau này ? Liệu bạn chỉ mua một loại tài sản hoặc một vài loại khác nhau ?

Chương này giúp trả lời những câu hỏi đó nhờ việc phát triển một lý thuyết kinh tế gọi là *lý thuyết lượng cầu tài sản* - (hoặc còn gọi là lý thuyết chọn chứng khoán đầu tư). Lý thuyết này - một trong những công cụ phân tích cơ bản dùng để nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính - vạch ra tiêu

chuẩn quan trọng khi quyết định những tài sản nào đáng mua. Ngoài ra nó còn cho chúng ta một ý tưởng vì sao nên đa dạng hóa tài sản chứ không nên đặt tất cả trứng vào 1 rổ.

Trong các chương sau, chúng ta dùng lý thuyết tài sản để phân tích nhiều hiện tượng kinh tế, như : hình thái diễn biến của lãi suất, việc quản lý tài sản có và tài sản nợ ngân hàng, quá trình cung ứng tiền tệ, sự tiến triển của hệ thống hoạt động ngân hàng và đổi mới tài chính, lượng cầu tiền tệ và các lý thuyết về hình thái diễn biến của thị trường tài chính.

NHỮNG YẾU TỐ QUYẾT ĐỊNH LƯỢNG CẦU TÀI SẢN

Một tài sản là một vật sở hữu có chứa giá trị. Những thứ như tiền, trái khoán, cổ phiếu, tác phẩm nghệ thuật ; đất, nhà, thiết bị nông trại, máy móc sản xuất v.v... đều là tài sản. Khi phải trả lời câu hỏi là có nên mua và nắm giữ một tài sản, hoặc nên mua một tài sản này thì hơn là mua một tài sản khác, một cá nhân phải xem xét những yếu tố sau đây :

1. Cửa cái, toàn bộ những tiềm lực kinh tế hiện có cho cá nhân đó.
2. Lợi tức dự tính của một tài sản này so với các lợi tức dự tính của những tài sản thay thế.
3. Mức độ không chắc chắn hoặc rủi ro đi kèm với lợi tức của một tài sản so với các tài sản thay thế.
4. Tính "lòng" của một tài sản so với các tài sản thay thế, nghĩa là nó có thể nhanh chóng và dễ dàng chuyển sang tiền mặt như thế nào.

Hướng dẫn nghiên cứu

Khi chúng ta thảo luận từng yếu tố ảnh hưởng đến lượng cầu tài sản, thì hãy nhớ rằng chúng ta luôn luôn giữ tất cả những yếu tố khác không đổi. Cũng suy nghĩ về các ví dụ bổ sung đối với việc những thay đổi trong mỗi yếu tố sẽ ảnh hưởng thế nào đến quyết định của bạn trong việc mua một tài sản, ví dụ một cái nhà hoặc một số cổ phần. Phương pháp trực quan này sẽ giúp bạn hiểu lý thuyết này ứng dụng như thế nào trong thực tế.

Của cải

Khi một người thấy rằng của cải của anh ta đã tăng lên, anh ta có thêm tiềm lực kinh tế sẵn sàng để có thể mua sắm tài sản, và như vậy, không có gì đáng ngạc nhiên, số lượng tài sản mà anh ta yêu cầu (lượng cầu tài sản) sẽ tăng lên ⁽¹⁾. Lượng cầu về các loại tài sản khác nhau chắc chắn có những đáp ứng khác nhau đối với những thay đổi về của cải, tuy nhiên lượng cầu một số loại tài sản sẽ tăng nhanh hơn theo sự tăng của cải so với lượng cầu những loại tài sản khác. Mức độ của sự đáp ứng này được đo theo một khái niệm gọi là "**Độ co dãn của lượng cầu theo của cải**" (tương tự như khái niệm về độ co dãn của lượng cầu theo thu nhập mà bạn đã học ở giáo trình những nguyên lý kinh tế). Độ co dãn của lượng cầu theo của cải đo lường xem, khi mọi thứ khác không thay đổi, lượng cầu về một loại tài sản thay đổi bao nhiêu phần trăm ứng với mỗi phần trăm thay đổi về của cải.

$$\frac{\% \text{ thay đổi về lượng cầu}}{\% \text{ thay đổi về của cải}} = \text{độ co dãn của lượng cầu của cải}$$

Ví dụ, nếu lượng cầu tiền mặt chỉ tăng 50% khi của cải tăng 100%, chúng ta nói rằng tiền mặt có một độ co dãn của lượng cầu theo của cải là 1/2. Nếu đối với một cổ phiếu lượng cầu tăng 200% khi của cải tăng 100%, thì độ co dãn của lượng cầu là 2.

Các tài sản có thể được phân làm 2 loại tùy theo giá trị độ co dãn của lượng cầu theo của cải của chúng. Một tài sản là "cần thiết" nếu chỉ đến mức mà dân chúng muốn nắm giữ, bởi vậy khi của cải tăng lên, mức tăng lượng cầu của tài sản đó tính theo phần trăm sẽ ít hơn mức tăng của của cải tính theo phần trăm - nói khác đi, độ co dãn theo của cải của nó nhỏ hơn 1.

Do lượng cầu của một tài sản cần thiết không tăng tỉ lệ với của cải, số lượng của loại tài sản này mà dân chúng muốn nắm giữ so với của cải của họ sẽ giảm đi khi của cải tăng. Một tài sản là "cao cấp" nếu độ co dãn theo của cải của nó lớn

(1) Tuy vậy, có thể có một số loại tài sản gọi là "tài sản kém giá" thì số lượng cần thiết không tăng lên khi số lượng của cải tăng lên, những loại tài sản này là hiếm. Như vậy đối với mục đích của chúng ta, chúng ta luôn cho rằng yêu cầu về tài sản tăng khi của cải tăng.

hơn 1, và khi của cải tăng, lượng cầu tài sản này tăng nhiều hơn theo tỉ lệ và số lượng mà dân chúng nắm giữ so với của cải của họ sẽ tăng lên. Cổ phiếu và trái khoán địa phương là những ví dụ về tài sản "cao cấp", tiền mặt, tiền gửi tài khoản séc là những tài sản "cần thiết".

Tác dụng của những thay đổi về của cải đối với lượng cầu một loại tài sản có thể nói tóm như sau : *Khi giữ những thứ khác không thay đổi, một sự tăng về của cải làm tăng lượng cầu một tài sản, và sự tăng lượng cầu này lớn hơn nếu tài sản đó mang nhiều tính chất cao cấp hơn là tính chất cần thiết.*

Lợi tức dự tính

Trong chương trước đây, ta đã thấy rằng lợi tức của một tài sản cho biết ta được lợi bao nhiêu do việc nắm giữ tài sản đó. Khi chúng ta đưa ra quyết định mua một tài sản thì chúng bị ảnh hưởng bởi việc chúng ta dự tính lợi tức của tài sản đó là gì. Ví dụ nếu một trái khoán của công ty Mobil Oil có một lợi tức 15% trong một nửa thời gian và 5% trong nửa thời gian kia, thì lợi tức dự tính của nó (bạn có thể coi như lợi tức trung bình) là 10% ⁽²⁾. Nếu lợi tức dự tính của trái khoán Mobil Oil này tăng lên so với lợi tức dự tính của các tài sản thay thế, khi giữ cho mọi thứ khác không đổi, thì nó trở nên đáng mua hơn và lượng cầu trái khoán này tăng lên. Điều này có thể xảy ra theo 2 cách : (1) Khi lợi tức dự tính cho trái khoán Mobil Oil tăng lên trong khi lợi tức của tài sản thay thế - ví dụ, cổ phần trong công ty America Broadcasting - giữ không thay đổi, hoặc (2) khi lợi tức tính cho tài sản thay thế, cổ phần ABC, giảm trong khi lợi tức của trái khoán Mobil Oil giữ nguyên không đổi. Tóm lại : *Một sự tăng lợi tức dự tính của một tài sản so với lợi tức dự tính của một tài sản thay thế, khi giữ mọi thứ khác không đổi, sẽ làm tăng lượng cầu tài sản đó.*

(2) Một cách tổng quát hơn, lợi tức dự tính bằng một tổng có tính tỉ lệ của mỗi một lợi tức có thể được thực hiện nhân với xác suất xuất hiện của nó :

$$RET^* = \sum p_i \times RET_i$$

trong đó : RET^* = lợi tức dự tính

p_i = xác suất thực hiện RET_i

RET_i = lợi tức được thực hiện.

$$\text{Đối với 1 trái khoán Mobil Oil. } RET^* = \frac{1}{2} \times 15\% + \frac{1}{2} \times 5\% = 10\%$$

Rủi ro

Mức độ rủi ro hoặc không chắc chắn về lợi tức của một tài sản cũng tác động lên lượng cầu tài sản đó. Ta hãy xem xét 2 tài sản : Cổ phiếu trong hãng hàng không Fly-by-Night và cổ phiếu trong Công ty xe buýt Feet-on-the-Ground. Giả sử cổ phiếu trong hãng Fly-by-Night có lợi tức 15% trong nửa thời gian, và 5% trong nửa thời gian khác, do đấy lợi tức dự tính là 10%, trong khi cổ phiếu ở công ty xe buýt Feet-on-the-Ground có một lợi tức cố định 10%.

Cổ phiếu ở hãng Fly-by-Night có sự không chắc chắn về lợi tức, do vậy có mức rủi ro lớn hơn so với cổ phiếu ở Feet-on-the-Ground, vậy lợi tức nào là chắc chắn⁽³⁾.

Một cá nhân *không ưa mạo hiểm* sẽ ưu tiên chọn cổ phiếu ở Feet-on-the-Ground (thứ chắc chắn) hơn là cổ phiếu ở Fly-by-Night (tài sản rủi ro), tuy các cổ phiếu này có cùng lợi tức dự tính 10%. Còn một người thích mạo hiểm là một người *ưa mạo hiểm* hay người *yêu mạo hiểm*. Hầu hết dân chúng không ưa mạo hiểm, do vậy, khi mọi thứ khác bằng nhau, họ sẽ ưu tiên nắm giữ tài sản ít rủi ro hơn. ***Vì thế, khi giữ mọi thứ khác không đổi, nếu sự rủi ro của một tài sản tăng lên so với rủi ro của các tài sản thay thế, thì lượng cầu của nó sẽ giảm.***

Tính lỏng

Một yếu tố khác tác động đến lượng cầu một tài sản là tính lỏng của nó ; tức là, nó có thể chuyển sang tiền mặt nhanh đến mức nào mà không chịu nhiều phí tổn. Ví dụ, một ngôi nhà, không phải là thứ tài sản lỏng nhiều, bởi vì để bán nhanh 1 ngôi nhà nhằm thanh toán các hóa đơn nợ, nó phải bán với giá thấp đi

(3) Một công thức đo rủi ro được dùng thường xuyên là công thức độ lệch chuẩn σ :

$$\sigma = \sqrt{\sum p_i \times (RET_i - RET^e)^2}$$

Trong đó mọi biến số đã được định nghĩa trong chú thích cuối trang trước đây. Với cổ phiếu Fly-by-Night,

nó bằng $\sqrt{0,5 \times (15\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (5\% - 10\%)^2} = 5\%$, trong khi đối với cổ phiếu Feet-on-the-Ground

nó là $\sqrt{1 \times (10\% - 10\%)^2} = 0\%$.

Như bạn thấy, cổ phiếu Fly-by-Night, tài sản nhiều rủi ro hơn, có một độ lệch chuẩn về lợi tức lớn hơn. Nếu có một tài sản khác, ví dụ một cổ phiếu của hãng High Flyer Incorporated với lợi tức 0% ở một nửa thời gian và 20% ở nửa khác, lợi tức dự tính của nó cũng là 10%. Tài sản này nhiều rủi ro hơn cả 2 tài sản kia và độ lệch chuẩn lợi tức của nó cho thấy điều này. Với cổ phiếu High Flyer, độ lệch chuẩn là

$\sqrt{0,5 \times (0\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (20\% - 10\%)^2} = 10\%$, nó cao hơn độ lệch chuẩn của cổ phiếu Fly-by-Night hoặc Feet-on-the-Ground.

hiều. Chi phí giao dịch trong việc bán 1 ngôi nhà cũng đáng kể (lệ phí môi giới, lệ phí luật sư v.v...). Một tín phiếu kho bạc Mỹ, là một tài sản có độ lỏng cao. Nó có thể được bán với chi phí giao dịch nhỏ trong một thị trường được tổ chức tốt, trong đó có nhiều nhà buôn, do đó nó có thể được bán nhanh với chi phí thấp : *Một tài sản càng lỏng so với các tài sản thay thế, khi giữ mọi thứ khác không thay đổi, thì nó càng được ưa chuộng và lượng cầu tài sản đó sẽ càng lớn.*

LÝ THUYẾT LƯỢNG CẦU TÀI SẢN

Tất cả những yếu tố quyết định mà chúng ta vừa thảo luận có thể được gộp với nhau vào **Lý thuyết lượng cầu tài sản**, lý thuyết này phát biểu rằng, khi giữ mọi yếu tố khác không đổi :

1. Lượng cầu một tài sản thường có tương quan thuận với của cải với một đáp ứng lớn hơn nếu tài sản đó có nhiều tính chất "cao cấp" hơn là tính chất "cần thiết".

2. Lượng cầu một tài sản có tương quan thuận với lợi tức dự tính của nó so với các tài sản thay thế.

3. Lượng cầu một tài sản có tương quan nghịch đảo với rủi ro về lợi tức của nó so với những tài sản thay thế.

4. Lượng cầu một tài sản có tương quan thuận với tính lỏng của nó so với những tài sản thay thế.

Những kết quả này được tóm tắt ở Bảng 5.1.

NHỮNG LỢI ÍCH CỦA VIỆC ĐA DẠNG HÓA

Thảo luận của chúng ta về lý thuyết lượng cầu tài sản chỉ ra rằng hầu hết dân chúng muốn tránh rủi ro : tức là, họ là những người không ưa mạo hiểm. Thế thì vì sao lại có nhiều người đầu tư nắm giữ nhiều tài sản rủi ro chứ không phải là chỉ có một ? Phải chăng việc nắm giữ nhiều tài sản rủi ro đã đạt nhà đầu tư nắm giữ chúng trước nhiều rủi ro hơn nữa ?

Lời cảnh báo từ xưa về việc đừng đặt tất cả trứng của bạn vào một cái rổ chính là chìa khóa cho câu trả lời : Bởi vì nắm giữ nhiều tài sản rủi ro (được gọi là **đa dạng hóa**) giảm bớt tổng rủi ro về những tài sản đó mà một nhà đầu tư gặp phải, đa dạng hóa là có lợi. Để xem vì sao lại như thế, ta hãy xem xét một số ví dụ đặc biệt về việc một nhà đầu tư sẽ nhận được thành quả như thế nào trong các việc đầu tư của anh ta khi anh ta nắm giữ 2 loại chứng khoán có rủi ro.

Bảng 5.1. Tóm tắt : Đáp ứng lượng cầu về một tài sản trước các thay đổi về thu nhập hoặc của cải, lợi tức dự tính, rủi ro và tính lỏng.

Thay đổi của biến số	Thay đổi về lượng cầu	
Của cải	↑	↑
Lợi tức so với tài sản khác	↑	↑
Rủi ro so với tài sản khác	↑	↓
Tính lỏng so với tài sản khác	↑	↑

Chú thích : Chỉ nêu những trường hợp biến số tăng. Hệ quả của việc biến số giảm đối với sự thay đổi lượng cầu sẽ ngược lại với những chỉ dẫn ở cột 2.

Ta hãy xem 2 tài sản : một cổ phiếu của công ty Frivolous Luxuries, và một cổ phiếu của Bad Times Products, Unlimited. Khi nền kinh tế mạnh, giả sử là một nửa thời gian, Frivolous Luxuries có doanh số cao và lợi tức của cổ phiếu này là 15% ; khi nền kinh tế yếu kém, nửa còn lại của thời gian, doanh số thấp và lợi tức của cổ phiếu này là 5%. Mặt khác, giả sử sản xuất của Bad Times phát đạt khi nền kinh tế yếu kém do đó lợi tức của cổ phiếu đó là 15%, nhưng lợi tức lại kém khi nền kinh tế mạnh và chỉ là 5%. Do cả hai cổ phiếu này đều có lợi tức 15% trong một nửa thời gian và 5% trong nửa khác, cả hai đều có một lợi tức dự tính là 10%. Tuy nhiên, cả hai cổ phiếu đều có rủi ro thực sự vì có sự không chắc chắn về lợi tức thực của chúng.

Tuy vậy, giả sử rằng thay vì chỉ mua cổ phiếu này hay cổ phiếu kia, nhà đầu tư Irving đặt một nửa tiền tiết kiệm của mình vào cổ phiếu Frivolous Luxuries và nửa khác vào cổ phiếu Bad Times Product. Khi nền kinh tế mạnh mẽ, cổ phiếu Frivolous Luxuries có lợi tức 15%, còn cổ phiếu Bad Times Product có lợi tức 5%. Kết quả Irving thu được lợi tức 10% (số trung bình của 5% và 15%) trong việc nắm giữ 2 cổ phiếu. Khi nền kinh tế yếu kém, Frivolous chỉ có lợi tức 5%, còn Bad Times Product có lợi tức 15%, như vậy Irving vẫn thu được lợi tức 10%. Nếu Irving đa dạng hóa bằng cách mua cả 2 cổ phiếu, anh ta thu được lợi tức 10% bất kể là nền kinh tế đó mạnh hay yếu. Irving khá lên nhờ chiến lược đa dạng hóa này vì lợi tức dự tính của anh ta là 10%, bằng với khi chỉ giữ cổ phiếu

Frivolous Luxuries hay chỉ giữ cổ phiếu Bad Times Product, và anh ta chưa bị đặt trước bất kỳ rủi ro nào.

Tuy trường hợp mà chúng ta vừa mô tả, cho thấy lợi ích như thế của việc đa dạng hóa có vẻ hơi không thực tế. Thật là khó tìm được 2 chứng khoán có những đặc tính là khi lợi tức của một chứng khoán cao thì lợi tức của chứng khoán kia luôn⁽⁴⁾ thấp. Trong đời thực, chúng ta dễ có khả năng tìm thấy những chứng khoán có lợi tức tốt nhất nhưng lại độc lập với nhau; tức là khi một lợi tức cao, thì lợi tức kia có thể là cao hay thấp.

Giả sử rằng cả hai chứng khoán có một lợi tức dự tính 10% (với lợi tức 5% ở một nửa thời gian là 15% ở nửa thời gian kia). Đôi khi cả hai chứng khoán sẽ thu được lợi tức cao hơn và đôi khi cả hai sẽ thu được lợi tức thấp hơn. Trong trường hợp này, nếu Irving có tổng số tiền ở mỗi chứng khoán bằng nhau, anh ta sẽ thu được cùng một lợi tức (tính trung bình) như nếu anh ta đã đặt tất cả tiền tiết kiệm của mình chỉ vào một trong hai chứng khoán. Tuy nhiên, do lợi tức của hai chứng khoán này độc lập với nhau, có thể là khi một chứng khoán đem lại lợi tức cao 15%, thì chứng khoán kia chỉ mang lại lợi tức thấp 5% và ngược lại, Irving có một lợi tức 10% (bằng lợi tức dự tính). Vì Irving có thêm khả năng nhận được cái mà anh ta dự tính nhận được khi anh ta giữ cả hai chứng khoán thay vì chỉ giữ một thứ.

Chúng ta có thể thấy rằng Irving lại đã giảm được rủi ro của mình qua việc đa dạng hóa⁽⁵⁾.

(4) Trường hợp được mô tả như thế, các lợi tức của 2 chứng khoán được gọi là cá tương quan đối nghịch.

(5) Chúng ta cũng có thể thấy rằng việc đa dạng hóa trong ví dụ trên đây dẫn tới rủi ro thấp hơn qua việc xem xét độ lệch chuẩn của lợi tức khi Irving đa dạng hóa và khi anh ta không làm như vậy. Độ lệch chuẩn của lợi tức nếu Irving nắm chỉ một trong hai chứng khoán là $\sqrt{0,5 \times (15\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (5\% - 10\%)^2} = 5\%$. Khi Irving giữ hai chứng khoán với số lượng như nhau, có một xác suất 1/4 cho trường hợp anh ta sẽ nhận được 5% từ cả hai chứng khoán (cho một lợi tức tổng 5%), một xác suất 1/4 cho trường hợp anh ta sẽ nhận được 15% từ cả hai cho một lợi tức tổng 15%, và một xác suất 1/2 cho trường hợp anh ta sẽ nhận được 10% từ một chứng khoán và 5% từ một chứng khoán kia (cho một thu nhập tổng 10%). Độ lệch chuẩn của lợi tức khi Irving đa dạng hóa sẽ là:

$$\sqrt{0,25 \times (15\% - 10\%)^2 + 0,25 \times (5\% - 10\%)^2 + 0,5 \times (10\% - 10\%)^2} = 3,5\%$$

Độ lệch chuẩn của lợi tức khi Irving đa dạng hóa thấp hơn so với khi anh ta chỉ giữ một chứng khoán, ta thấy đa dạng hóa đã giảm rủi ro.

BÀI ĐỌC THÊM 5.1

Những nguy hiểm của việc không đa dạng hóa : TRUMP - cuộc sụp đổ

Chiến tích Donald Trump, một biểu tượng giàu có kiêu ngạo trong những năm 1980, minh họa cho sự nguy hiểm của việc không đa dạng hóa. Trump, tác giả của cuốn sách bán chạy nhất, *Trump : The Art of the Deal* (Trump : Nghệ thuật giao dịch), đã thực hiện một cuộc giao dịch quá nhiều về bất động sản. Bất động sản của Trump bao gồm khách sạn Plaza, một lô đất rộng 74 mẫu Anh chưa xây dựng ở bờ Tây Manhattan và 2 sòng bạc ở Atlantic City, từ đây, ông ta dần sâu vào thị trường bất động sản và đã vay rất nhiều để mua và phục hồi lại một sòng bạc khác tại Atlantic City, sòng bạc Taj Mahal, với giá 1 tỉ đô la. Với sự thiếu đa dạng hóa của Trump, bất cứ sự suy yếu nào của thị trường bất động sản và sòng bạc đều có thể là thảm họa, và sau đây chính xác là những gì đã xảy ra. Với sự yếu kém đi của thị trường bất động sản Đông Bắc bắt đầu vào cuối những năm 1980, và những thu nhập thấp so với dự tính của sòng bạc Atlantic City, Trump đã cảm thấy không đủ khả năng thanh toán được đủ nợ của mình vào giữa năm 1990. Chỉ 65 triệu đôla vay có bảo lãnh từ 4 ngân hàng New York City và một nhóm 70 ngân hàng khác đã cho Trump vay trước đây, là chỗ dựa để Trump có thể tránh khỏi phá sản. Những khó

khăn vẫn tiếp tục đến với sòng bạc Taj Mahal đã buộc Trump phải từ bỏ một nửa vốn liếng của mình ở sòng bạc vào cuối 1990.

Theo sự dàn xếp với các ngân hàng, Trump phải từ bỏ phần lớn quyền tự quyết trong công việc kinh doanh của mình ; và một điều tồi tệ, đã áp đặt lên cả ngân sách. Chi tiêu cá nhân đã bị giới hạn ở 450.000 đô la mỗi tháng trong năm 1990, 375.000 đô la mỗi tháng trong năm 1991, 300.000 đô la mỗi tháng trong năm 1992 và sau đó. Tuy những hạn chế này không phải là điều khó chịu đựng nổi cho tôi hay cho bạn, nhưng Trump, người chi tiêu thả cửa có thể thấy đây là trở ngại nghiêm trọng cho phong cách sống của ông ta.

Ngôi nhà 110 buồng ở Florida, chiếc du thuyền 29 triệu và chiếc máy bay lên thẳng, có thể tất cả phải bán đi. Điều có thể tồi là thương tổn lớn hơn nữa cho "Ngài Donald" như những người thân cận gọi ông ta, là ở chỗ, sự kỳ diệu của cái tên Trump có thể không còn nữa.

Năm 1989, giá trị tài sản ròng của Trump được nêu ra là 1,7 tỉ đô la, nhưng tháng 8-1990, Ủy ban kiểm tra sòng bạc New Jersey đã tiết lộ rằng ông ta có thể không còn gì khác ngoài món nợ tới 294 triệu đô la.

Một trường hợp mà Irving không thu được lợi do đa dạng hóa đó là khi những lợi tức của 2 chứng khoán này đi kèm nhau một cách sít sao. Trong trường hợp này, khi chứng khoán thứ nhất có lợi tức 15%, chứng khoán thứ 2 cũng có lợi tức 15% và giữ kết quả lợi tức của cả hai chứng khoán là 15%. Khi chứng khoán thứ 1 có lợi tức 5%, chứng khoán kia có lợi tức 5% và giữ cả hai kết quả ở mức lợi tức

5%. Kết quả của việc đa dạng hóa bằng cách giữ cả hai chứng khoán là có một lợi tức 15% trong một nửa thời gian và 5% trong nửa kia, điều này đúng là cùng một kết hợp các lợi tức thu được khi chỉ giữ một trong hai chứng khoán nói trên. Kết cục, việc đa dạng hóa ở trường hợp này không dẫn tới bất kỳ sự giảm rủi ro nào.

Những ví dụ chúng ta vừa xem xét trên đây minh họa cho những điểm quan trọng sau đây về vấn đề đa dạng hóa :

1. Đa dạng hóa hầu như luôn luôn có lợi cho những nhà đầu tư không ưa mạo hiểm do nó giảm rủi ro, trừ khi lợi tức của những chứng khoán diễn biến theo nhau một cách hoàn hảo (điều này rất hiếm xảy ra).

2. Những lợi tức của 2 chứng khoán càng không đi kèm với nhau nhiều, thì lợi ích của việc đa dạng hóa càng nhiều hơn (giảm rủi ro).

Đối với một triển vọng trong thế giới thực của việc đa dạng hóa hãy xem Bài đọc thêm 5.1.

Với những hiểu biết về những yếu tố ảnh hưởng đến các quyết định của những nhà đầu tư trước việc mua và lưu giữ các tài sản khác nhau nói trên, chúng ta sẵn sàng nghiên cứu sâu chương sắp tới xem giá của một tài sản cụ thể - các trái khoán - được xác định như thế nào.

TÓM TẮT

1. Lý thuyết lượng cầu tài sản cho chúng ta biết rằng lượng cầu tài sản có (a) tương quan thuận với lợi tức dự tính của một tài sản so với các tài sản thay thế ; (c) tương quan nghịch với mức rủi ro của 1 tài sản so với các tài sản thay thế ; và (d) tương quan thuận với tính lỏng của một tài sản so với các tài sản

thay thế.

2. Việc đa dạng hóa (nắm giữ nhiều hơn một tài sản) làm lợi cho các nhà đầu tư vì nó làm giảm rủi ro mà họ phải đương đầu, và lợi ích càng lớn khi lợi tức từ các chứng khoán càng không diễn biến theo sát nhau.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản hãy giải thích vì sao bạn sẽ thêm hoặc giảm bớt ý muốn mua cổ phiếu của Polaroid trong những tình huống sau :

a) Cửa cải của bạn suy giảm.

b) Bạn dự định nó được nâng cao giá trị.

c) Thị trường trái khoán trở nên lỏng hơn.

d) Bạn trù liệu vàng tăng giá.

e) Giá cả ở thị trường trái khoán trở nên bất định hơn.

*2. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản trên đây hãy giải thích vì sao bạn sẽ thêm hoặc

giảm bớt ý muốn mua một ngôi nhà trong những tình huống sau :

- a) Bạn vừa thừa kế một trăm ngàn đôla.
- b) Chi phí môi giới bất động sản giảm từ 6% giá bán xuống 4% giá bán.
- c) Bạn dự tính cổ phiếu Polariod tăng giá trị gấp đôi trong năm tới.
- d) Giá cả trong thị trường cổ phiếu trở nên bất định hơn.
- e) Bạn trừ tính giá nhà sẽ giảm.

*3. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản, hãy giải thích vì sao bạn sẽ thêm hoặc giảm bớt ý muốn mua vàng trong những tình huống sau :

- a) Vàng lại trở nên được ưa thích dùng làm phương tiện trao đổi.
- b) Giá cả trong thị trường vàng ở Mỹ trở nên bất định.
- c) Bạn dự tính lạm phát gia tăng và giá vàng có xu hướng chạy theo mức giá tổng hợp ở Mỹ.
- d) Bạn dự tính lãi suất tăng.

*4. Bằng lý thuyết lượng cầu tài sản, hãy giải thích vì sao bạn sẽ có thêm hoặc giảm bớt ý muốn mua trái khoán AT & T trong những tình huống sau :

a) Việc mua bán những trái khoán này tăng lên do vậy chúng dễ bán.

b) Bạn dự tính một "thị trường" đầu cơ giá cổ phiếu xuống (nghĩa là giá cổ phiếu dự tính sẽ sụt giảm).

- c) Chi phí môi giới cổ phiếu giảm.
- d) Bạn dự tính lãi suất tăng.
- e) Chi phí môi giới trái khoán giảm.

*5. Câu sau là đúng, sai, hay không rõ rệt : "Một người càng sợ rủi ro, họ càng có thể đa dạng hóa đầu tư".

Hãy giải thích vì sao ?

*6. Giả sử rằng tôi sở hữu một đội bóng đá và tôi có kế hoạch đa dạng hóa bằng cách mua cổ phần ở :

- a) Một công ty, công ty này sở hữu một đội bóng rổ, hoặc
- b) Một công ty dược phẩm.

Trường hợp nào trong 2 cuộc đầu tư này có thể giảm rủi ro chung mà tôi gặp phải ?

*7. Câu sau đây là đúng, sai, hay không rõ rệt : "Không có người sợ rủi ro nào lại đi mua một chứng khoán có lợi tức dự tính thấp hơn, nhiều rủi ro hơn, và kém lỏng hơn so với một chứng khoán khác". Hãy giải thích.

CHƯƠNG 6

Hình thái diễn biến của lãi suất

LỜI DẪN

Đầu những năm 1950 lãi suất danh nghĩa của những tin phiếu Kho bạc loại 3 tháng là khoảng 1% một năm, năm 1981 lãi suất đã đạt đến mức trên 15% rồi giảm đi xuống dưới 6% giữa những năm 1980, và 1990 đã tăng lên trên 7%. Điều gì giải thích những dao động quan trọng này của lãi suất? Một lý do vì sao chúng ta nghiên cứu tiền tệ, hoạt động ngân hàng và thị trường tài chính chính là để mang lại một số trả lời cho câu hỏi này.

Trong chương này, chúng ta xét xem lãi suất danh nghĩa được xác định như thế nào và những yếu tố ảnh hưởng đến hình thái diễn biến của nó. Do chúng ta biết rằng lãi suất có tương quan nghịch đảo với giá trái khoán, nếu chúng ta có thể giải thích giá trái khoán thay đổi, thì chúng ta cũng có thể giải thích vì sao lãi suất dao động. Ở đây, chúng ta sẽ áp dụng sự phân tích cung cầu để xem xét vì sao giá trái khoán và lãi suất thay đổi.

KHUÔN MẪU TIỀN VAY : LƯỢNG CUNG VÀ CẦU TRONG THỊ TRƯỜNG TRÁI KHOÁN

Chúng ta trước hết tiếp cận với vấn đề phân tích việc xác định lãi suất bằng cách nghiên cứu lượng cung và cầu trái khoán. Bước đầu tiên trong quá trình

phân tích và dùng lý thuyết lượng cầu tài sản đã nghiên cứu ở Chương 5 để thu được đường cầu (demand curve), nó là sự liên hệ giữa lượng cầu và giá khi tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi (nghĩa là các giá trị của những biến số khác được lấy theo các giá trị cho trước). Bạn có thể nhớ lại các môn học kinh tế trước đây, một sự thừa nhận rằng tất cả các biến số kinh tế khác được giữ không đổi được gọi là *ceteris paribus* nghĩa Latinh là : Mọi thứ khác ngang bằng.

Đường cầu

Để làm sáng tỏ sự phân tích của chúng ta, chúng ta hãy xem xét lượng cầu về trái khoán giảm giá 1 năm, loại này không có tiền coupon nhưng nó thanh toán cho người sở hữu 1.000 đôla theo mệnh giá sau 1 năm. Nếu thời gian lưu giữ là 1 năm thì như chúng ta đã thấy ở Chương 5, lợi tức của trái khoán được biết một cách chắc chắn và bằng với lãi suất khi được đo bằng lãi suất hoàn vốn. Điều này nghĩa là lợi tức dự tính của trái khoán này bằng lãi suất i , theo phương trình (4.6) ở Chương 4 là :

$$i = RET^e = \frac{F - P_d}{P_d}$$

trong đó :

i = lãi suất = lãi suất hoàn vốn.

RET^e = lợi tức dự tính.

F = mệnh giá của trái khoán giảm giá.

P_d = giá mua ban đầu của trái khoán giảm giá.

Công thức này cho thấy rằng một giá trị riêng của lãi suất tương ứng với mỗi giá trái khoán. Nếu trái khoán này bán với giá 950 đôla, thì lãi suất và lợi tức dự tính trong trường hợp này là :

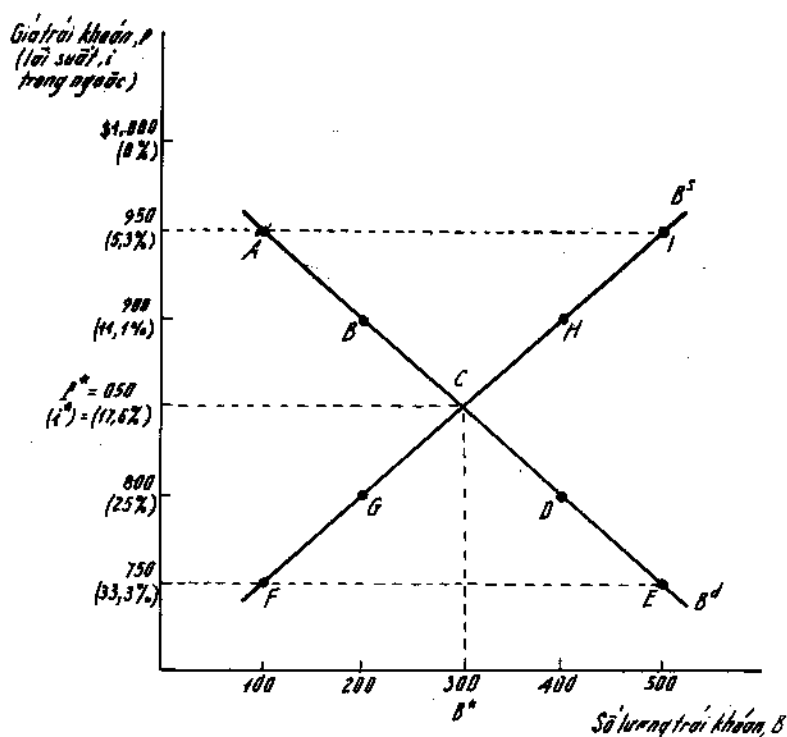
$$\frac{(1000 \text{ đôla} - 950 \text{ đôla})}{950 \text{ đôla}} = 0,053 = 5,3\%.$$

Ở lãi suất và lợi tức dự tính này, chúng ta hãy giả sử rằng lượng cầu trái khoán này là 100, và được vẽ là ở điểm A ở Hình 6.1. Ở giá 900 đôla, lãi suất và lợi tức dự tính bằng :

$$\frac{(1000 \text{ đôla} - 900 \text{ đôla})}{900 \text{ đôla}} = 0,111 = 11,1\%.$$

Do lợi tức dự tính của các trái khoán này là cao hơn, với tất cả những biến số kinh tế khác (như thu nhập, lợi tức dự tính của những tài sản khác, rủi ro, tính

lòng) được giữ không đổi, lượng cầu trái khoán sẽ cao hơn như dự báo trước theo lý thuyết lượng cầu tài sản. Điểm B trên Hình 6.1 cho thấy rằng lượng cầu trái khoán này ở giá 900 đôla đã tăng đến 200. Tiếp tục với cách lập luận này, nếu giá của trái khoán này là 850 đôla (lãi suất và lợi tức dự tính là 17,6%) lượng cầu trái khoán này (điểm C) sẽ lớn hơn khi so với điểm B. Tương tự, ở giá thấp hơn là 800 đôla (lãi suất = 25%) và ở giá 700 đôla (lãi suất = 33,3%), số lượng cầu trái khoán này sẽ còn cao hơn (điểm D và E). Đường B^d nối các điểm này ở đường cầu trái khoán, nó có độ dốc đi xuống thông thường cho thấy rằng ở các giá thấp hơn của trái khoán này, (mọi thứ khác ngang bằng) lượng cầu cao hơn⁽¹⁾.



Hình 6.1. Lượng cầu và cầu trái khoán

Đường cung

Một sự thừa nhận quan trọng sau đường cầu trái khoán trên Hình 6.1 là ở chỗ, tất cả những biến số kinh tế khác ngoài giá và lãi suất của trái khoán được

(1) Chú ý rằng phân tích của chúng ta cho biết đường cầu là đường dốc xuống, nó không hàm ý đường này là một đường thẳng. Để dễ trình bày chúng ta sẽ vẽ các đường cung và cầu như những đường thẳng.

giữ không đổi. Chúng ta dùng cùng một sự thừa nhận này để đưa ra một *đường cung*, biểu diễn tương quan giữa lượng cung và giá trong khi tất cả những biến số kinh tế khác giữ không đổi.

Khi giá các trái khoán nói trên là 750 đôla (lãi suất = 33,3%) điểm F cho thấy số lượng cung trái khoán là 100. Nếu giá nó là 800 đôla, lãi suất ở mức thấp hơn, là 25%. Do ở lãi suất này, chi phí vay tiền bằng cách phát hành trái khoán ít tốn kém hơn, các hãng sẽ có ý định vay nhiều hơn theo cách phát hành trái khoán và lượng cung trái khoán ở mức cao hơn là 200 (điểm G). Một giá còn cao hơn nữa, 850 đôla tương ứng với một lãi suất thấp hơn 17,6% đưa đến một số lượng cung trái khoán lớn hơn 300 (điểm C). Những giá cao hơn, 900 đôla, 950 đôla còn dẫn đến những lượng cung trái khoán lớn hơn nữa (điểm H và I). Đường cong B^* nối những điểm này là đường cung ứng những trái khoán này. Nó có dạng dốc lên thông thường ở những đường cung, cho biết rằng khi giá tăng (mọi thứ khác ngang bằng), lượng cung tăng lên.

Cân bằng thị trường

Trong kinh tế học, **cân bằng thị trường** diễn ra khi số lượng mà dân chúng có ý định mua (lượng cầu - demand) bằng số lượng mà dân chúng có định bán (lượng cung - supply) ở một giá đã xác định. Trong thị trường trái khoán, điều này đạt được khi lượng cầu trái khoán bằng lượng cung trái khoán.

$$B^d = B^* \quad (6.1)$$

Trên Hình 6.1, sự cân bằng diễn ra tại điểm C, là nơi đường cầu và đường cung cắt nhau ở một giá trái khoán 850 đôla (lãi suất 17,6%) và số lượng trái khoán 300. Giá $P^* = 850$ đôla là nơi lượng cầu bằng lượng cung được gọi là giá cân bằng hoặc giá thanh toán thị trường. Tương tự, lãi suất $i^* = 17,6\%$ tương ứng với giá này được gọi là lãi suất cân bằng hoặc lãi suất thanh toán thị trường.

Khái niệm cân bằng thị trường, và giá hoặc lãi suất cân bằng rất có ích bởi vì có một xu hướng để cho thị trường hướng vào chúng. Chúng ta có thể thấy rằng nó thể hiện trên Hình 6.1 trước hết bằng cách xét xem cái gì xảy ra khi chúng ta có một giá trị trái khoán nằm trên giá cân bằng. Khi giá trái khoán được đặt quá cao, ví dụ 950 đôla thì lượng cung trái khoán ở điểm I lớn hơn lượng cầu trái khoán ở điểm A. Một tình trạng tương tự như thế, trong đó lượng cung trái khoán vượt quá lượng cầu trái khoán được gọi là một điều kiện cung ứng vượt quá. Do dân chúng muốn bán nhiều trái khoán hơn số mà những người khác

muốn mua, giá cả những trái khoán này sẽ giảm, và đây là lý do vì sao mũi tên đi xuống được vẽ trên hình ở giá trái khoán 950 đôla. Chừng nào giá trái khoán còn giữ trên giá cân bằng, thì một sự cung ứng vượt quá trái khoán còn tiếp tục và giá của chúng sẽ tiếp tục giảm.

Việc này chỉ ngừng khi giá đã đạt đến giá cân bằng 850 đôla tại đó sự cung ứng vượt quá trái khoán đã được loại bỏ.

Bây giờ chúng ta hãy nhìn xem điều gì xảy ra khi giá các trái khoán này ở dưới giá cân bằng. Nếu giá các trái khoán này được đặt quá thấp, 750 đôla, lượng cầu tại điểm E lớn hơn lượng cung tại điểm F. Việc này được gọi là tình trạng lượng cầu vượt quá. Lúc này dân chúng muốn mua nhiều trái khoán hơn là số mà những người khác muốn bán và do đó giá của những trái khoán này sẽ tăng lên. Điều này minh họa bằng mũi tên đi lên được vẽ trên hình ở giá trái khoán 750 đôla. Chỉ khi lượng cầu vượt quá đối với trái khoán này được loại bỏ bằng việc tăng giá đến mức cân bằng 850 đôla mới không còn xu thế cho giá tăng thêm.

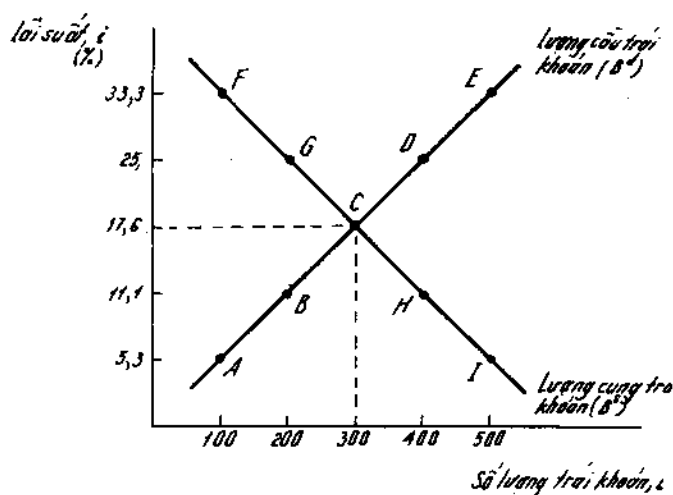
Chúng ta có thể thấy rằng khái niệm về giá cân bằng nêu trên là một khái niệm hữu ích bởi vì nó chỉ ra vị trí mà thị trường sẽ ổn định. Do mỗi một giá trên trục tung của Hình 6.1 tương ứng với một giá trị của lãi suất. Cũng sơ đồ như vậy cho chúng ta thấy rằng lãi suất sẽ hướng về lãi suất cân bằng 17,6%. Khi lãi suất ở dưới lãi suất cân bằng, ví dụ như khi nó ở mức 5,3%, giá của trái khoán ở trên giá cân bằng và sẽ có một sự cung ứng vượt quá trái khoán. Giá của trái khoán sau đó tụt, dẫn đến việc tăng lãi suất hướng tới mức cân bằng. Một cách tương tự, khi lãi suất ở trên mức cân bằng, ví dụ khi nó ở mức 33,3%, có một lượng cầu trái khoán vượt quá và giá trái khoán sẽ tăng, đưa lãi suất xuống trở lại mức cân bằng 17,6%.

Phân tích cung và cầu

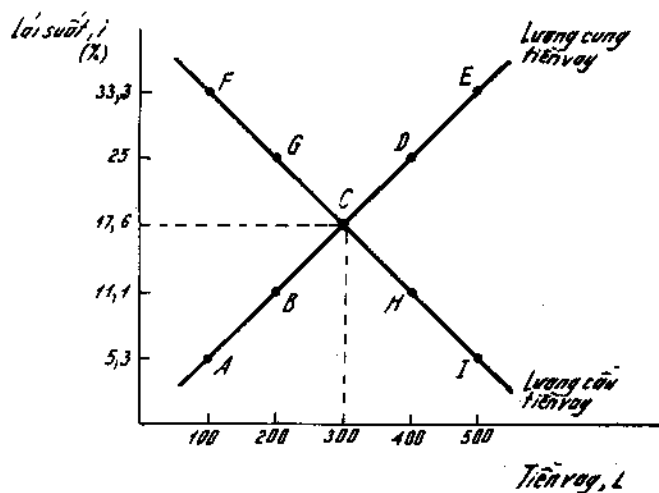
Hình 6.1 là một sơ đồ quy ước về cung và cầu với giá nằm ở trục tung và số lượng nằm ở trục hoành.

Do lãi suất ứng với mỗi giá trái khoán cũng được vạch ra ở trục tung, sơ đồ này cho phép chúng ta đọc lãi suất cân bằng, đồng thời cho chúng ta một mô hình diễn tả việc xác định lãi suất. Tuy nhiên, nó có sự bất lợi là lãi suất được vạch không thuận ở trục đứng. Hơn nữa, do các nhà kinh tế quan tâm nhiều đến giá trị lãi suất hơn là giá trái khoán, sự có mặt của giá trái khoán hơi làm rối mắt.

Giải pháp cho vấn đề này là vẽ đường cung và cầu trái khoán trên một sơ đồ



a) Dùng thuật ngữ cung và cầu trái khoán



b) Dùng thuật ngữ tiền vay

Hình 6.2. Lượng cung và cầu trái khoán với lãi suất ở trục tung.

tại đó trục tung chỉ có các giá trị của lãi suất và tại đó lãi suất di chuyển sang hướng phải, tức là tăng khi chúng ta tiến lên theo hướng của trục. Sơ đồ như vậy vẽ trên Hình 6.2 (a), trong đó các điểm A đến I phù hợp các điểm tương ứng trên Hình 6.1. Cần nhận thấy rằng một sơ đồ cung và cầu giống như Hình 6.2 (a) có thể được vẽ cho bất kỳ loại trái khoán nào, dù là trái khoán giảm giá hoặc trái khoán coupon.

Hình này nhìn hơi có vẻ khác thường một chút vì đường cong cầu trái khoán là dốc lên và đường cong cung dốc xuống. Tuy nhiên, các đường cong có dạng dốc này hoàn toàn phù hợp với việc phân tích cung cầu thông thường của chúng ta bởi vì chúng được vẽ ứng với lãi suất chứ không phải ứng với giá trái khoán.

Để làm cho đường cầu có độ dốc xuống thông thường và đường cung có độ dốc lên thông thường, thì trục hoành và đường cung cầu có thể được đặt tên lại. Bởi vì một hãng cung ứng các trái khoán thực tế đang vay một món tiền từ một người mua một trái khoán, "cung ứng một trái khoán" tương đương với "yêu cầu một khoản vay". Như vậy đường cung trái khoán có thể được hiểu lại là chỉ ra lượng cầu tiền vay ứng với mỗi giá trị của lãi suất. Nếu ta đặt lại tên cho trục hoành là **tiền vay**, được định nghĩa như là số lượng tiền vay, thì lượng cung trái khoán có thể được đặt tên lại là *lượng cầu tiền vay*, vì việc mua (việc yêu cầu) một trái khoán tương đương với việc cung ứng một khoản cho vay. Hình 6.2 (b) vẽ lại những đường cong của Hình 6.2 (a), nhưng đặt tên lại cho chúng và trục hoành mang tên tiền vay. Những đường cung và cầu sau khi đặt tên lại, có độ dốc thông thường.

Vì các sơ đồ cung và cầu giải thích việc lãi suất được xác định như thế nào trên thị trường trái khoán, sử dụng thuật ngữ tiền vay một cách phổ biến nhất, nên việc phân tích này được gọi là **khuôn mẫu tiền vay**. Do các chương sau mô tả sự hướng dẫn chính sách tiền tệ, chúng ta tập trung vào vấn đề lượng cung, cầu trái khoán bị tác động như thế nào, chúng ta sẽ tiếp tục tiến hành việc phân tích cung và cầu bằng trái khoán chứ không qua tiền vay. Dù cho việc phân tích được thực hiện qua tiền vay hay qua lượng cầu và cung trái khoán, các kết quả là như nhau và là các phương pháp tương đương để phân tích việc xác định lãi suất.⁽²⁾

(2) Một đặc điểm quan trọng của việc phân tích ở đây là ở chỗ cung và cầu luôn luôn là theo *tồn lượng* (một tổng số tiền tại một thời điểm xác định) tài sản, chứ không theo *lưu lượng* tài sản. Phương pháp này hơi khác so với một số phân tích tiền vay nhất định được tiến hành theo lưu lượng (số tiền vay trong mỗi năm). Phương pháp thị trường tài sản (nghĩa là phương pháp nhấn mạnh trở lưu lượng tài sản thay vì lưu lượng) nay là phương pháp vượt trội được các nhà kinh tế sử dụng vì tiến hành việc phân tích một cách đúng đắn theo lưu lượng là rất phức tạp, đặc biệt khi chúng ta tính tới lạm phát.

NHỮNG THAY ĐỔI TRONG LẠM PHÁT CÂN BẰNG

Ở phần này, chúng ta sẽ xem xét có thể dùng khuôn mẫu cung cầu trái khoán như thế nào để phân tích vì sao lãi suất thay đổi. Để tránh lẫn lộn, cần phải làm rõ sự phân biệt giữa *sự biến đổi dọc theo một đường cầu (hoặc cung)* và *sự dịch chuyển một đường cầu (hoặc cung)*. Khi lượng cầu (hoặc lượng cung) thay đổi do một sự thay đổi về giá của trái khoán (hoặc tương đương, do một sự thay đổi lãi suất) chúng ta có *một biến đổi dọc theo đường cầu (hoặc cung)*. Ví dụ sự thay đổi lượng cầu khi chúng ta dịch từ điểm A đến B đến C v.v. trên Hình 6.1 hoặc 6.2 là một sự biến đổi dọc theo một đường cầu. Mặt khác *một sự dịch chuyển đường cầu (hoặc cung)* xảy ra khi lượng cầu (hoặc lượng cung) thay đổi ở *mỗi một giá cho trước (hoặc lãi suất)* của trái khoán để đáp ứng lại một sự thay đổi của một yếu tố khác nào đó ngoài giá và lãi suất của trái khoán đó. Khi một trong những yếu tố này thay đổi sao cho chúng ta một dịch chuyển đường cung hoặc cầu, thì sẽ có một giá trị cân bằng mới cho lãi suất.

Trong những trang sau, chúng ta sẽ xét xem những đường cung và cầu này dịch chuyển để đáp ứng những thay đổi trong các biến số, ví dụ như lạm phát dự tính và của cải như thế nào, và những thay đổi này có tác động gì đến giá trị cân bằng của lãi suất.

Những dịch chuyển về lượng cầu trái khoán

Lý thuyết lượng cầu tài sản được xây dựng ở Chương 5 mang lại một khuôn mẫu để quyết định xem những yếu tố nào khiến cho đường cong cầu trái khoán dịch chuyển. Những yếu tố này bao gồm các thay đổi về :

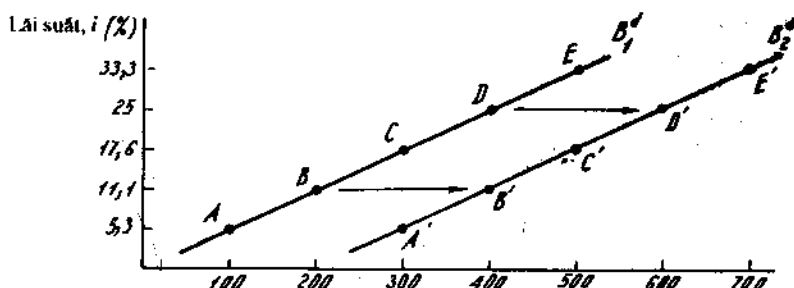
1. Cửa cái.
2. Lợi tức dự tính của trái khoán so với những tài sản thay thế.
3. Rủi ro của trái khoán so với những tài sản thay thế.
4. Tính lỏng của trái khoán so với những tài sản thay thế.

Để thấy một thay đổi trong mỗi đường này (khi giữ tất cả những yếu tố khác không đổi) có thể gây dịch chuyển đường cầu như thế nào, ta hãy xem một vài ví dụ.

Cửa cái. Khi nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng, thì cửa cái tăng lên, lượng cầu trái khoán ở mỗi giá trái khoán (hoặc lãi suất) tăng lên như nêu trong Hình 6.3. Để xem điều này diễn ra như thế nào, ta hãy xét điểm B trên đường cầu ban đầu về trái khoán, B_1 ở mức lãi suất 11,1%, nó cho biết rằng số lượng cầu trái khoán là 200. Với cửa cái nhiều hơn, số lượng cầu trái khoán ở cùng lãi suất đó phải tăng lên, ví dụ, tới 400 (điểm B). Tương tự, cửa cái nhiều hơn nữa

khiến lượng cầu ở lãi suất 25%, tăng từ 400 đến 600 (điểm D tới D'). Tiếp tục lập luận này cho mỗi điểm trên đường cầu ban đầu B^d_1 , chúng ta có thể thấy rằng đường cầu dịch chuyển sang bên phải từ B^d_1 đến B^d_2 , như được chỉ ra bởi các mũi tên.

Chúng ta đi đến kết luận là : **Trong một nền kinh tế đang phát triển với của cải tăng lên, lượng cầu trái khoán tăng lên và đường cầu trái khoán dịch chuyển về bên phải.** Tuy nhiên, lượng cầu sẽ dịch chuyển bao nhiêu (tăng lên) thì việc đó sẽ phụ thuộc vào khoảng rộng tới đó thì trái khoán là loại "cao cấp" chứ không còn là loại "cần thiết" nữa. Sử dụng cùng một lập luận như vậy ta có : **Trong một cuộc suy thoái, khi thu nhập và của cải đang sút giảm, lượng cầu trái khoán sút giảm và đường cầu dịch chuyển về bên trái.**



Hình 6.3. Dịch chuyển đường cong cầu trái khoán. Khi lượng cầu trái khoán tăng, đường cong cầu dịch chuyển sang bên phải như đã chỉ ra ở trên.

Lợi tức dự tính. Đối với một trái khoán giảm giá loại 1 năm và thời gian nắm giữ là 1 năm, thì lợi tức dự tính và lãi suất của nó là tương tự. Ở đây không có thành phần nào của lợi tức dự tính không có liên hệ đến giá trái khoán đó hoặc lãi suất của nó.

Với những trái khoán có kỳ hạn thanh toán lớn hơn 1 năm, lợi tức dự tính có thể khác nhiều so với lãi suất. Ví dụ, chúng ta thấy ở Chương 4, Bảng 4.2 rằng một sự tăng lãi suất của một trái khoán dài hạn từ 10 tới 20% sẽ dẫn tới một sự giảm giá mạnh và một lợi tức âm rất lớn. Tuy thế, nếu dân chúng bắt đầu nghĩ rằng lãi suất sẽ cao hơn vào năm tới so với họ đã dự đoán ban đầu, thì lợi tức dự tính của những trái khoán dài hạn sẽ sút giảm và số lượng được yêu cầu sẽ sút giảm tại mỗi lãi suất. **Lãi suất dự tính cao hơn trong tương lai làm giảm yêu cầu về trái khoán dài hạn và dịch chuyển đường cầu về bên trái.**

Mặt khác, một sự sửa lại giảm bớt mức lãi suất dự tính trong tương lai, sẽ có nghĩa là giá trái khoán dài hạn sẽ được trông đợi tăng nhiều hơn so với được dự tính ban đầu và lợi tức dự tính cao hơn do việc ấy tạo ra sẽ làm tăng yêu cầu số

lượng ở mỗi lãi suất. **Lãi suất dự tính thấp hơn trong tương lai làm tăng cầu về trái khoán dài hạn và dịch chuyển đường cầu về bên phải** (Hình 6.3).

Những thay đổi lợi tức dự tính của những tài sản khác cũng có thể dịch chuyển đường cầu trái khoán. Nếu dân chúng bất ngờ trở nên lạc quan hơn về thị trường cổ phiếu và bắt đầu dự tính những giá cổ phiếu cao hơn trong tương lai, thì độ lợi vốn và lợi tức dự tính của cổ phiếu sẽ tăng. Với lợi tức dự tính của trái khoán được giữ không đổi, lợi tức dự tính của trái khoán so với cổ phiếu sẽ sụt giảm, làm giảm thấp lượng cầu về trái khoán và dịch chuyển đường cầu về bên trái.

Một sự thay đổi về lạm phát dự tính có thể coi như làm thay đổi lợi tức dự tính của những tài sản hiện vật (cũng còn gọi là tài sản thực) ví dụ như ô tô và nhà, chúng tác động đến lượng cầu trái khoán. Do sự biến đổi giá của những tài sản thực bị gắn vào biến đổi của mức giá chung, một sự tăng lạm phát dự tính, ví dụ, 5 đến 10%, sẽ dẫn đến những dự tính tốc độ tăng giá ô tô và nhà nhanh hơn và do đó có một mức lợi vốn danh nghĩa cao hơn. Từ đó tăng lợi tức dự tính của những tài sản thực này sẽ dẫn đến một sự sụt giảm lợi tức dự tính của trái khoán so với lợi tức dự tính của tài sản thực. **Một sự tăng mức lạm phát dự tính sẽ làm cho lượng cầu trái khoán giảm xuống và làm cho đường cầu dịch chuyển về bên trái.**

Rủi ro. Nếu giá cả trong thị trường trái khoán trở nên bất định hơn, sự rủi ro gắn với trái khoán tăng lên và trái khoán trở nên một tài sản kém hấp dẫn. **Một sự tăng rủi ro của trái khoán làm cho lượng cầu trái khoán giảm sút và làm cho đường cầu dịch chuyển về bên trái.**

Mặt khác, một sự tăng tính bất định của giá cả trong một thị trường tài sản khác, ví dụ thị trường cổ phiếu sẽ khiến cho trái khoán thêm lôi cuốn. **Một sự tăng tính rủi ro của những tài sản thay thế làm cho lượng cầu trái khoán tăng lên và làm cho đường cầu dịch chuyển về bên phải** (Hình 6.3).

Tính lỏng. Nếu thêm nhiều người khởi sự mua bán trong thị trường trái khoán và do vậy có sự dễ dàng hơn trong việc bán nhanh trái khoán, việc tăng tính lỏng của chúng sẽ làm cho lượng cầu trái khoán ở mỗi lãi suất tăng lên. **Tính lỏng của trái khoán tăng lên thì dẫn tới lượng cầu trái khoán tăng lên và đường cầu dịch chuyển về bên phải** (Hình 6.3). **Một cách tương tự, tính lỏng của những tài sản thay thế tăng lên làm giảm bớt lượng cầu trái khoán và dịch chuyển đường cầu về bên trái.** Ví dụ, việc giảm hoa hồng môi giới cho việc buôn bán cổ phiếu đã xảy ra khi cơ chế hoa hồng có mức cố định bị hủy bỏ năm 1975, đã làm tăng tính lỏng của cổ phiếu so với trái khoán và kết quả lượng cầu trái khoán thấp hơn, do đó đã dịch chuyển đường cầu về bên trái.

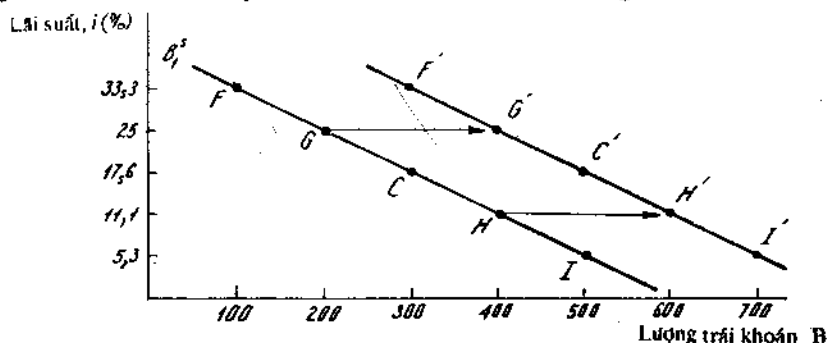
Những chuyển dịch về lượng cung trái khoán

Những yếu tố nào có thể làm cho đường cung trái khoán dịch chuyển bao gồm :

1. Khả năng sinh lợi dự tính của những cơ hội đầu tư.
2. Lạm phát dự tính.
3. Các hoạt động của chính phủ.

Chúng ta sẽ xem đường cong cung dịch chuyển như thế nào khi mỗi một trong những yếu tố này thay đổi (khi tất cả những yếu tố khác giữ không đổi).

Khả năng sinh lợi dự tính của các cơ hội đầu tư. Càng có nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi mà một công ty dự tính có thể làm, thì công ty sẽ càng có nhiều ý định vay vốn và tăng số dư vay nợ nhằm tài trợ cho các cuộc đầu tư này. Khi nền kinh tế đang phát triển nhanh, ví dụ trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh, có rất nhiều những cơ hội đầu tư, được trông đợi là sinh lợi và lượng cung trái khoán ở bất kỳ lãi suất nào cho trước sẽ tăng lên (như trên Hình 6.4).



Hình 6.4. Sự chuyển dịch đường cung trái khoán. Khi lượng cung trái khoán tăng lên, đường cung dịch chuyển về bên phải.

Do đó trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh lượng cung trái khoán tăng lên và đường cung chuyển dịch về bên phải. Tương tự, trong giai đoạn suy thoái, có rất ít những cơ hội đầu tư được dự tính là sinh lợi, do vậy lượng cung trái khoán sụt giảm và đường cung chuyển dịch về bên trái.

Lạm phát dự tính. Như ta đã thấy ở Chương 4, chi phí thực của việc vay tiền được đo một cách chính xác hơn bằng lãi suất thực, nó bằng lãi suất danh nghĩa trừ đi lạm phát dự tính. Với một lãi suất cho trước, khi lạm phát dự tính tăng lên, chi phí thực của việc vay tiền giảm xuống và lượng cung trái khoán

tăng lên ở bất kỳ lãi suất nào cho trước. **Một sự tăng lạm phát dự tính làm cho lượng cung trái khoán tăng lên và đường cung trái khoán dịch chuyển về bên phải** (Hình 6.4).

Các hoạt động của chính phủ. Hoạt động của chính phủ có thể ảnh hưởng đến lượng cung trái khoán bằng nhiều cách. Kho bạc Mỹ phát hành trái khoán nhằm tài trợ cho sự thiếu hụt ngân sách chính phủ, tức là, sự chênh lệch giữa chi tiêu và thu nhập của chính phủ. Khi những thiếu hụt này lớn, ví dụ như thời gian gần đây, kho bạc bán nhiều trái khoán và lượng cung trái khoán ở mỗi lãi suất tăng lên. **Thiếu hụt ngân sách chính phủ lớn hơn làm tăng lượng cung trái khoán và dịch chuyển đường cung về bên phải** (Hình 6.4)

Các chính phủ tiểu bang và địa phương và các cơ quan chính phủ khác cũng phát hành trái khoán để tài trợ cho các chi tiêu của mình và điều này cũng có thể tác động đến lượng cung trái khoán.

Những thay đổi lãi suất cân bằng

Bây giờ ta có thể dùng kiến thức về những đường cung và cầu dịch chuyển như thế nào để phân tích xem lãi suất cân bằng có thể thay đổi như thế nào. Cách tốt nhất để làm điều này là tìm kiếm một vài ứng dụng đặc biệt tương ứng với sự hiểu biết của chúng ta về việc chính sách tiền tệ tác động đến lãi suất như thế nào.

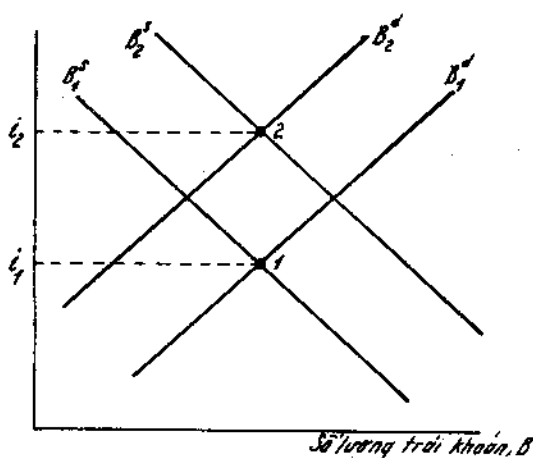
Hướng dẫn nghiên cứu

Cách nghiên cứu tốt nhất vấn đề phân tích cung cầu cho thị trường trái khoán là thực hành những ứng dụng. Khi có một ứng dụng trong sách này, và chúng ta xem xét lãi suất thay đổi như thế nào dưới tác dụng của một biến số kinh tế nào đó tăng lên ở đó, hãy xem liệu bạn có thể vẽ được những chuyển dịch tương ứng của các đường cung và cầu với cùng chính biến số kinh tế ấy giảm xuống hay không. Trong khi bạn đang thực hành các ứng dụng, hãy luôn luôn nhớ hai điều :

1. Khi bạn nghiên cứu tác dụng của một sự thay đổi của biến số, hãy nhớ rằng chúng ta đang thừa nhận rằng tất cả những biến số khác không bị thay đổi; tức là, chúng ta đang sử dụng giả thuyết *ceteris paribus*.

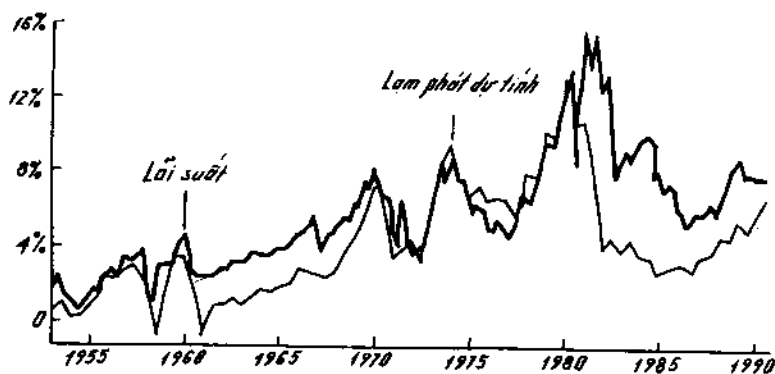
2. Những đường cung và cầu trái khoán trên sơ đồ có hướng dốc ngược với những đường mà bạn quen thuộc : Đường cầu dốc lên và đường cung dốc xuống. Điều này xảy ra vì các đường được vẽ đối với lãi suất, là đại lượng có tương quan nghịch đảo với giá trái khoán.

Hình 6.5. Đáp ứng cho một thay đổi trong lạm phát dự tính. Khi lạm phát dự tính tăng, đường cung dịch chuyển khỏi B_1^s và tới B_2^s và đường cầu dịch chuyển từ B_1^d tới B_2^d . Sự cân bằng chuyển từ từ điểm 1 tới điểm 2 và lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 .



Những thay đổi trong lạm phát dự tính: Hiệu ứng Fisher. Chúng ta đã giải quyết hầu hết những vấn đề để đánh giá xem một thay đổi trong lạm phát dự tính tác động đến lãi suất danh nghĩa như thế nào, bởi vì chúng ta đã phân tích một thay đổi trong lạm phát dự tính dịch chuyển các đường cung và cầu như thế nào. Hình 6.5 cho thấy tác động của một sự tăng trong lạm phát dự tính đối với lãi suất cân bằng.

Giả sử lạm phát dự tính ban đầu là 5% và các đường cung và cầu, B_1^s và B_1^d , cắt nhau tại điểm 1, là nơi mà lãi suất cân bằng là i_1 . Nếu lạm phát tăng đến 10%, lợi tức dự tính của trái khoán so với những tài sản thực giảm đối với bất kỳ lãi suất nào cho trước. Kết quả, lượng cầu trái khoán giảm và đường cầu dịch chuyển về bên trái, từ B_1^d đến B_2^d . Sự tăng lạm phát dự kiến cũng dịch chuyển đường cung. Ở một lãi suất bất kỳ cho trước, chi phí thực của việc vay tiền đã giảm xuống, làm cho lượng cung trái khoán tăng lên, và đường cung dịch chuyển sang phải, từ B_1^s tới B_2^s .



Hình 6.6. Lạm phát dự tính và lãi suất (Tin phiếu kho bạc 3 tháng): 1953 - 1990.

Khi các đường cung và cầu dịch chuyển do đáp ứng lại sự thay đổi trong lạm phát dự tính, điểm cân bằng chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, nó là giao điểm của B_2^d và B_2^s . Lãi suất cân bằng cũng tăng từ i_1 đến i_2 . Chú ý rằng Hình 6.5 được vẽ sao cho số lượng trái khoán cân bằng giữ nguyên cho cả điểm 1 và điểm 2. Tuy nhiên, tùy theo mức độ dịch chuyển của các đường cung và cầu, số lượng trái khoán cân bằng có thể tăng lên hay giảm đi khi lạm phát dự tính tăng lên.

Sự phân tích cung cầu của chúng ta đã đem lại một kết quả quan trọng. **Khi lạm phát dự tính xảy ra, lãi suất sẽ tăng.** Kết quả này được gọi là *Hiệu ứng Fisher*, theo Irving Fisher, nhà kinh tế, người đầu tiên đã nêu ra sự liên hệ giữa lạm phát dự tính với lãi suất. Sự đúng đắn của việc đoán trước này được cho trên Hình 6.6. Lãi suất của các tín phiếu kho bạc loại 3 tháng đã thường xuyên theo với mức lạm phát dự tính (một hiện tượng cũng đúng cho ở cả các nước khác, như được nêu ở Bài đọc thêm 6.1). Do đó, có thể hiểu được vì sao nhiều nhà kinh tế đã khuyến nghị rằng cuộc chiến chống lạm phát nhất định thất bại nếu chúng ta muốn hạ thấp lãi suất.

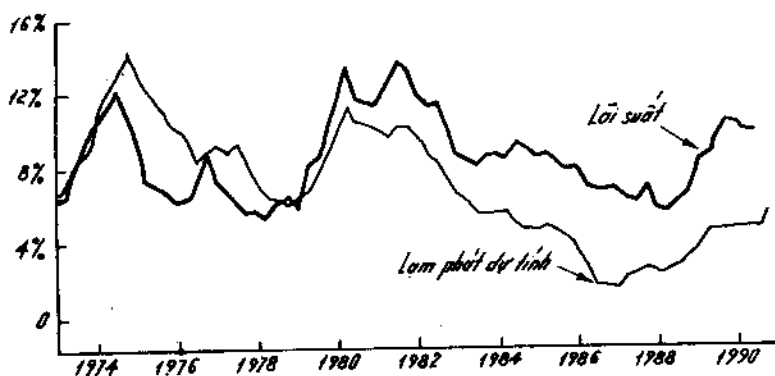
BÀI ĐỌC THÊM 6.1

Toàn cảnh

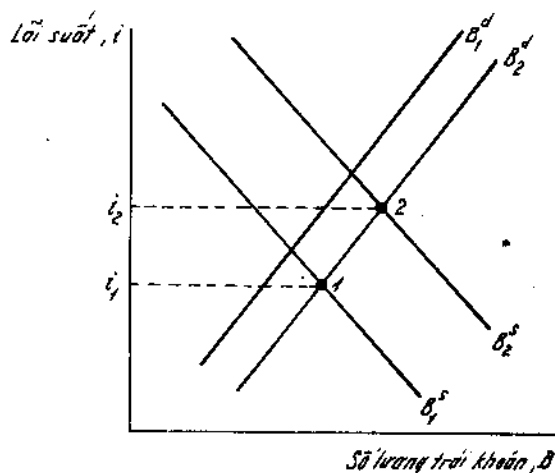
Lạm phát dự tính và lãi suất ở các quốc gia công nghiệp hóa khác

Đồ thị cho thấy trị số trung bình (có tính tới tỉ trọng thương mại) của lãi suất loại 3 tháng và lạm phát dự tính đối với 9 nước công nghiệp hóa chủ yếu khác. Lãi suất và lạm phát dự tính tại các nước này luôn luôn biến động theo nhau, đặc biệt trước những năm 1980, giống như

chúng ta đã thấy đối với nước Mỹ. Kết luận rằng do hiệu ứng Fisher nên khi lạm phát dự tính tăng lên thì lãi suất tăng lên cũng đúng đối với các nước ngoài như là đối với nước Mỹ.



Giai đoạn phát triển trong chu kỳ kinh doanh. Hình 6.7 phân tích tác dụng của giai đoạn phát triển trong một chu kỳ kinh doanh đối với lãi suất. Trong giai đoạn phát triển của một chu kỳ kinh doanh, tổng số hàng hóa và dịch vụ được sản xuất ra trong nền kinh tế tăng lên khiến cho thu nhập quốc dân tăng lên. Khi điều này xảy ra, các công ty kinh doanh có thêm ý muốn vay tiền bởi vì họ có thể có nhiều cơ hội đầu tư sinh lợi mà họ cần tài trợ. Như thế, với một lãi suất cho trước, số lượng trái khoán mà các công ty muốn bán (tức là lượng



Hình 6.7. Đáp ứng với giai đoạn phát triển của chu kỳ kinh doanh. Trong giai đoạn phát triển của chu kỳ kinh doanh khi thu nhập và của cải đang tăng lên, đường cầu dịch chuyển đi từ B_1^d đến B_2^d và đường cung dịch chuyển đi từ B_1^s đến B_2^s . Nếu đường cung dịch chuyển đi nhiều hơn so với đường cầu, như vẽ trên hình, thì sự cân bằng chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, tại đó lãi suất cân bằng đã tăng từ i_1 đến i_2 .

đường cầu hay ngược lại mà lãi suất cân bằng mới có thể tăng lên hay giảm đi.

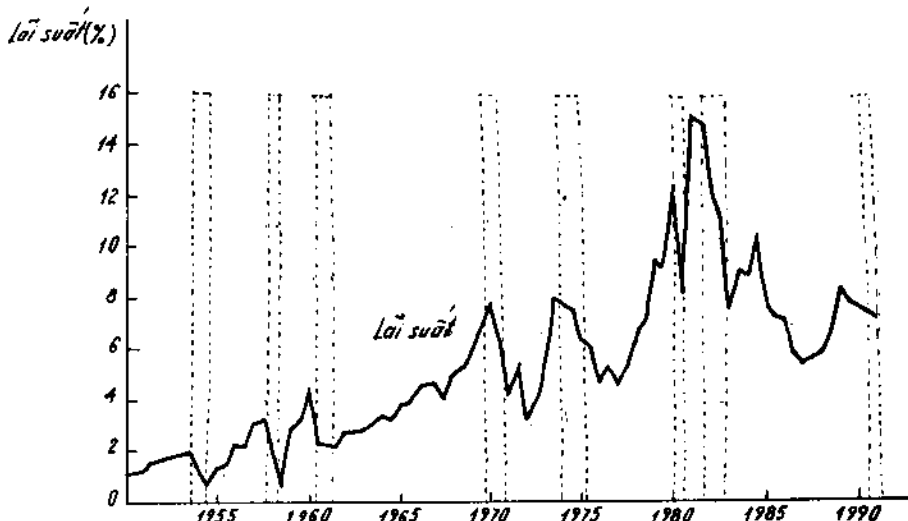
Sự phân tích cung cầu được dùng ở đây cho chúng ta một giải đáp mơ hồ cho câu hỏi về cái gì sẽ xảy ra cho lãi suất trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh. Hình vẽ đã được vẽ sao cho sự dịch chuyển của đường cung lớn hơn sự dịch chuyển của đường cầu, làm cho lãi suất cân bằng đạt được ở điểm 2 tăng tới i_2 , lãi suất này lớn hơn lãi suất cân bằng ban đầu i_1 . Lý do khiến hình vẽ đã được vẽ sao cho giai đoạn phát đạt của 1 chu kỳ kinh doanh và một sự tăng thu nhập dẫn đến một lãi suất cao hơn là ở chỗ chính vì đây là kết cục mà chúng ta thực tế thấy trong số liệu.

cung trái khoán) sẽ tăng lên. Điều này nghĩa là trong giai đoạn phát triển của một chu kỳ kinh doanh đường cung trái khoán dịch chuyển sang bên phải (cho trên Hình 6.7) từ B_1^s đến B_2^s .

Kinh tế phát triển cũng tác động đến lượng cầu trái khoán. Lý thuyết lượng cầu tài sản bảo chúng ta rằng khi chu kỳ kinh doanh phát đạt và của cải tăng lên, lượng cầu trái khoán cũng tăng. Chúng ta hãy xem việc này trên Hình 6.7 trong đó đường cầu đã dịch chuyển về bên phải từ B_1^d đến B_2^d .

Giả sử rằng các đường cung và cầu đã dịch chuyển về bên phải, chúng ta biết rằng một cân bằng mới đạt được tại giao điểm của B_2^d đến B_2^s cũng phải chuyển dịch về bên phải. Tuy nhiên, tùy theo đường cung dịch chuyển nhiều hơn

Hình 6.8 về sự biến đổi lãi suất của tín phiếu kho bạc Mỹ loại 3 tháng từ 1951 đến 1990 và chỉ rõ những lúc chu kỳ kinh doanh đang trong suy thoái (các vùng bao quanh bằng dấu chấm chấm (...)). Như bạn có thể thấy, lãi suất tăng trong suốt giai đoạn phát đạt của chu kỳ kinh doanh và giảm trong thời kỳ suy thoái, đó chính là những điều mà sơ đồ cung cầu chỉ ra cho thấy.



Hình 6.8. Chu kỳ kinh doanh và lãi suất (Tín phiếu kho bạc loại 3 tháng) : 1951 - 1990.
Các vùng bao quanh bằng dấu chấm chấm là những thời kỳ suy thoái.

KHUÔN MẪU ƯA THÍCH TIỀN MẶT : LƯỢNG CUNG VÀ CẦU TRÊN THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ

Trong khi khuôn mẫu tiền vay dùng lượng cung và cầu trái khoán để xác định lãi suất cân bằng, một mô hình thay thế (gọi là **khuôn mẫu ưa thích tiền mặt** do John Maynard Keynes xây dựng) giúp xác định lãi suất cân bằng, theo lượng cung và cầu tiền tệ. Tuy cả 2 khuôn mẫu nhìn có vẻ khác nhau, sự phân tích ưa thích tiền mặt có liên quan chặt chẽ với khuôn mẫu tiền vay.

Điểm xuất phát của sự phân tích của Keynes là sự thừa nhận của ông ta rằng có hai loại tài sản chủ yếu mà dân chúng dùng để trữ của cải của họ : (1) tiền và (2) trái khoán. Do vậy, tổng số của cải trong nền kinh tế phải bằng tổng số trái khoán cộng với tiền trong nền kinh tế, tổng số này bằng lượng cung trái khoán (B^s) cộng với lượng cung tiền (M^s). Lượng trái khoán và tiền mà dân chúng muốn lưu giữ và do vậy có lượng cầu (B^d và M^d) cũng phải bằng tổng số của cải vì dân

chúng không có khả năng mua nhiều tài sản hơn là những gì mà tiềm lực kinh tế sẵn có của họ cho phép. Kết luận ở đây rút ra là lượng cung trái khoán và tiền phải bằng lượng cầu trái khoán và tiền :

$$B^s + M^s = B^d + M^d \quad (6.2)$$

Đưa trái khoán về một vế, và tiền về vế kia, phương trình này có thể viết lại là :

$$B^s - B^d = M^d - M^s \quad (6.3)$$

Phương trình nói với chúng ta rằng nếu thị trường tiền ở trạng thái cân bằng ($M^s = M^d$), thì vế bên phải của phương trình (6.3) bằng 0, tức là $B^s = B^d$, nghĩa là thị trường trái khoán cũng cân bằng.

Như thế, có thể suy luận rằng việc xác định lãi suất bằng cách làm cân bằng lượng cung và cầu trái khoán hoặc bằng cách làm cân bằng lượng cung và cầu tiền đều như nhau. Do vậy, khuôn mẫu ưa thích tiền mặt, là khuôn mẫu phân tích thị trường tiền, tương đương với khuôn mẫu tiền vay, là khuôn mẫu phân tích thị trường trái khoán. Trong thực tế, các phương pháp này khác nhau do giả thiết rằng chỉ có hai loại tài sản, tiền và trái khoán, phương pháp ưa thích tiền mặt quên hẳn mọi tác động khác lên lãi suất xảy ra những thay đổi của lợi tức dự tính của những tài sản thực như xe hơi, nhà cửa. Trong hầu hết ví dụ, cả hai khuôn mẫu thu được những dự đoán như nhau.

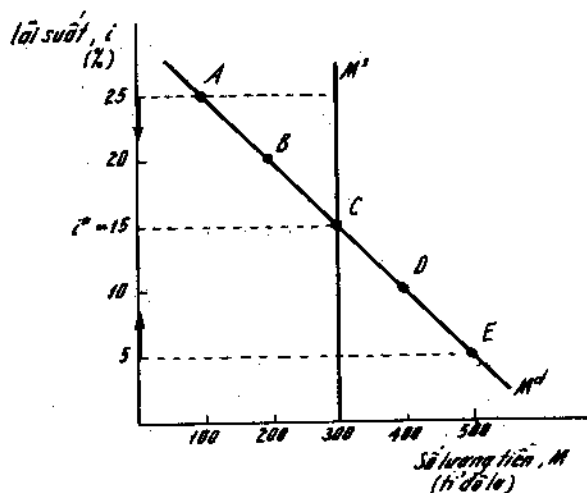
Lý do khiến chúng ta đề cập đến việc xác định lãi suất theo cả hai khuôn mẫu là ở chỗ khuôn mẫu tiền vay dễ sử dụng hơn khi phân tích những tác dụng do thay đổi lạm phát dự tính, trong khi đó khuôn mẫu ưa thích tiền mặt đem lại một phân tích đơn giản hơn về các tác dụng của thay đổi thu nhập, mức giá và lượng tiền cung ứng.

Do định nghĩa tiền mà Keynes sử dụng bao gồm những tiền mặt không sinh lãi và những món tiền gửi tài khoản séc (vào thời ông ta, chỉ thu được lãi suất thấp, nếu có), ông ta đã giả thiết rằng tiền không có lợi tức nào. Trái khoán, 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 $i^{(3)}$. Khi lãi suất này tăng (khi mọi thứ khác giữ nguyên không đổi), lợi tức dự tính của tiền giảm so với lợi tức dự tính của trái khoán, và như lý thuyết lượng cầu tài sản cho ta biết, điều này làm cho lượng cầu tiền bị giảm.

(3) Keynes thực ra đã không thừa nhận rằng lợi tức của trái khoán bằng lãi suất mà ông cho rằng chúng có liên quan chặt chẽ với nhau (xem Chương 23). Sự phân biệt này không tạo ra một sự khác biệt rõ rệt nào trong phân tích nói trên.

Chúng ta cũng có thể thấy rằng lượng cầu tiền và lãi suất sẽ có tương quan nghịch đảo khi sử dụng khái niệm **phí cơ hội** là tiền lãi (dự tính) bị mất đi do không nắm giữ tài sản thay thế, mà trong trường hợp này là một trái khoán. Do lãi suất của trái khoán, i , tăng lên, phí cơ hội do việc nắm giữ tiền tăng lên và vì thế tiền kém hấp dẫn và lượng cầu tiền sẽ sụt giảm.

Hình 6.9 cho thấy lượng cầu tiền ở một số mức lãi suất, khi tất cả những biến số kinh tế khác, ví dụ như thu nhập, mức giá, được giữ không đổi. Ở lãi suất 25%, điểm A cho thấy rằng lượng cầu tiền là 100 tỉ đôla. Nếu lãi suất ở mức thấp hơn, ví dụ là 20%, thì chi phí cơ hội về tiền thấp hơn và lượng cầu tiền tăng lên 200 tỉ đôla, như được nêu rõ bằng việc chuyển từ điểm A tới điểm B. Ngay cả trường hợp nếu lãi suất thấp hơn, lượng cầu tiền lại còn cao hơn, như được nêu ra bằng điểm C, D và E. Đường nối những điểm này, M^d , là đường lượng cầu tiền, và nó dốc xuống.



Hình 6.9. Sự cân bằng trong thị trường tiền.

Từ điểm này trong phân tích, chúng ta sẽ giả sử rằng một ngân hàng trung ương kiểm soát lượng cung tiền ở số lượng cố định 300 tỉ đôla, như vậy đường cung ứng tiền được vẽ trên hình, M^s , là đường thẳng đứng ở 300 tỉ đôla. Sự cân bằng trong đó lượng cầu tiền bằng lượng cung tiền xảy ra tại giao điểm của các đường cung cầu, điểm C, trong đó :

$$M^d = M^s.$$

Lãi suất cân bằng rút ra từ đó $i^* = 15\%$

Một lần nữa chúng ta có thể thấy rằng có xu hướng đề cập sự cân bằng này bằng cách trước hết hãy xem xét sự liên hệ giữa lượng cung và cầu tiền khi lãi

suất ở trên mức lãi suất cân bằng. Khi lãi suất là 25%, lượng cầu tiền tại điểm A là 100 tỉ đôla, song lượng cung tiền là 300 tỉ đôla. Sự cung ứng thừa tiền nghĩa là dân chúng đang giữ nhiều tiền hơn là họ mong muốn, do vậy họ cố thoát khỏi số dư tiền quá mức bằng cách cố mua trái khoán. Do vậy họ sẽ nâng dần giá trái khoán, và khi giá tăng, lãi suất sẽ giảm trở về mức lãi suất cân bằng 15%. Xu hướng này được chỉ bằng mũi tên hướng xuống được vẽ ở lãi suất 25%.

Cũng như vậy, nếu lãi suất ở 5%, thì lượng cầu tiền ở điểm E là 500 tỉ đôla, song lượng cung tiền chỉ là 300 tỉ đôla. Bây giờ có một lượng cầu vượt trội về tiền bởi vì dân chúng muốn giữ nhiều tiền hơn là số hiện có. Để có tiền, họ sẽ bán thứ tài sản khác duy nhất của họ - trái khoán - và suất cân bằng 15%. Chỉ khi lãi suất nằm ở giá trị cân bằng của nó, mới không còn xu hướng làm cho nó biến động thêm, và lãi suất sẽ đi vào giá trị cân bằng của nó.

NHỮNG THAY ĐỔI TRONG LÃI SUẤT CÂN BẰNG

Việc phân tích xem lãi suất cân bằng thay đổi như thế nào nhờ khuôn mẫu ưa thích tiền mặt đòi hỏi rằng chúng ta phải hiểu điều gì làm cho những đường cung và cầu tiền dịch chuyển.

Hướng dẫn nghiên cứu

Việc nghiên cứu khuôn mẫu ưa thích tiền mặt cũng đòi hỏi thực hành những ứng dụng. Khi có một ứng dụng trong sách này để xem xét lãi suất thay đổi như thế nào do sự tăng lên của một số biến số kinh tế, hãy xem xem bạn có thể vẽ được những dịch chuyển rõ nét của những đường cung và cầu khi cũng chính biến số kinh tế này giảm. Và hãy nhớ dùng giả thiết *ceteris paribus*: Khi xem xét sự tác dụng thay đổi của một biến số, hãy giữ tất cả các biến số khác không đổi.

Những dịch chuyển lượng cầu tiền

Trong phân tích ưa thích tiền mặt của Keynes, có hai yếu tố làm cho đường cầu tiền dịch chuyển: (1) thu nhập, (2) mức giá.

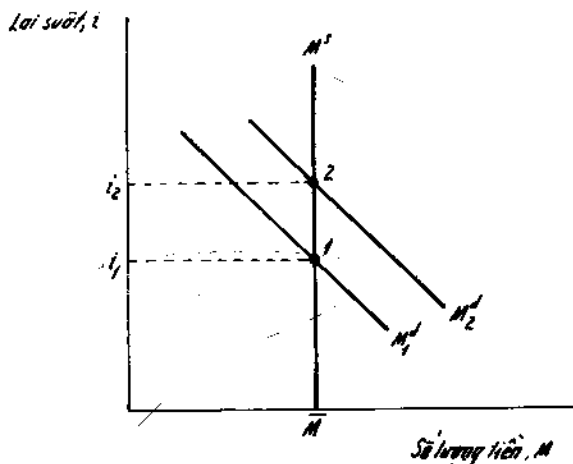
Tác dụng của thu nhập. Theo cách nhìn của Keynes, có hai lý do vì sao khiến thu nhập sẽ tác động đến lượng cầu tiền. Thứ nhất, khi nền kinh tế phát đạt và thu nhập tăng lên, của cải tăng lên và dân chúng sẽ muốn giữ thêm tiền

làm nơi trữ giá trị. Thứ hai, do kinh tế phát đạt và thu nhập tăng lên, dân chúng sẽ muốn thực hiện thêm giao dịch có sử dụng tiền và kết quả là họ sẽ cũng muốn giữ thêm tiền. Vậy kết luận là : **Một mức thu nhập cao hơn làm cho lượng cầu tiền tăng lên và đường cầu dịch chuyển về bên phải.**

Tác dụng của mức giá. Keynes đã có quan điểm rằng dân chúng quan tâm đến việc số tiền mà họ giữ tương ứng với những hiện vật gì, tức là, món tiền đó có thể mua được những hàng hóa và dịch vụ gì. Khi mức giá tăng, cùng một lượng tiền danh nghĩa sẽ không còn giá trị như trước ; nó không còn có thể dùng để mua nhiều hàng hóa và dịch vụ như trước. Để phục hồi tài sản tiền này của họ như mức cũ tính theo hiện vật, dân chúng sẽ muốn nắm giữ một lượng tiền danh nghĩa lớn hơn, **do đó một sự tăng mức giá làm cho lượng cầu tiền tăng lên và làm đường cầu dịch chuyển về bên phải.**

Những dịch chuyển lượng cung tiền

Chúng ta sẽ giả sử rằng lượng cung tiền được ngân hàng trung ương kiểm soát đầy đủ, ngân hàng này ở Mỹ là Dự trữ Liên bang (hiện nay, quá trình xác định lượng tiền cung ứng phức tạp hơn nhiều, và liên quan đến các ngân hàng, những người gửi tiền và những người vay tiền). Bây giờ, tất cả những gì chúng ta cần biết là **một sự tăng lượng tiền cung ứng do Dự trữ Liên bang tạo ra sẽ làm dịch chuyển đường cung tiền về bên phải.**



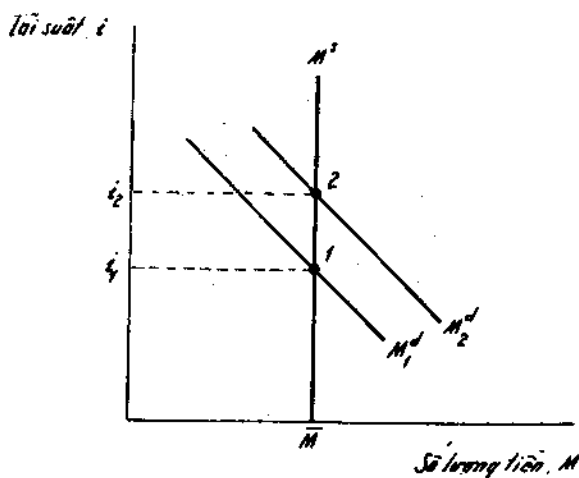
Hình 6.10. Sự đáp ứng đối với một thay đổi về thu nhập. Trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh khi thu nhập đang tăng, đường cầu dịch chuyển từ M^d_1 đến M^d_2 . Đường cung được cố định ở $M^s = \bar{M}$. Lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 .

Những thay đổi trong lãi suất cân bằng

Để thấy khuôn mẫu ưa thích tiền mặt có thể được dùng để phân tích sự diễn biến của lãi suất như thế nào, chúng ta lại nghiên cứu một vài ứng dụng rất có ích trong việc đánh giá tác dụng của chính sách tiền tệ đối với lãi suất.

Thay đổi thu nhập. Khi thu nhập đang tăng lên trong thời kỳ phát đạt của 1 chu kỳ kinh doanh, chúng ta đã thấy rằng lượng cầu tiền sẽ tăng. Điều này được giới thiệu trên Hình 6.10 bằng sự dịch chuyển về bên phải của đường cầu từ M^d_1 đến M^d_2 . Sự cân bằng mới đạt tới ở điểm 2 tại giao điểm của đường M^d_2 với đường cung tiền M^s . Như bạn có thể thấy, lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 . Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt đem lại kết luận rằng **khi thu nhập đang tăng trong giai đoạn phát đạt của một chu kỳ kinh doanh (giữ các biến số kinh tế khác không đổi), lãi suất sẽ tăng**. Kết luận này là rõ ràng khi đối chiếu với kết luận rút ra về tác dụng của một thay đổi thu nhập đối với lãi suất khi dùng khuôn mẫu tiền vay.

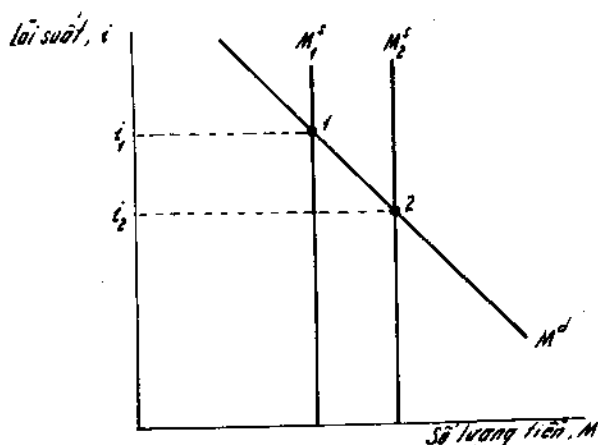
Thay đổi mức giá. Khi mức giá tăng, giá trị của tiền tính theo những gì nó có thể mua được thấp hơn. Để khôi phục tài sản tiền của mình theo mức cũ, dân chúng muốn giữ một lượng tiền danh nghĩa lớn hơn. Một mức giá cao hơn dịch chuyển đường cầu tiền về bên phải, từ M^d_1 đến M^d_2 (Hình 6.11). Sự cân bằng dịch chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, tại đó lãi suất cân bằng đã tăng từ i_1 đến i_2 , chứng tỏ rằng **khi mức giá tăng, với lượng cung tiền và những biến số kinh tế khác không đổi, lãi suất sẽ tăng**.



Hình 6.11 Sự đáp ứng đối với một thay đổi mức giá. Một sự tăng mức giá dịch chuyển đường cầu tiền từ M^d_1 đến M^d_2 và lãi suất cân bằng tăng từ i_1 đến i_2 .

Thay đổi lượng tiền cung ứng. Một sự tăng lượng tiền cung ứng được tạo ra bởi chính sách phát triển tiền tệ của Dự trữ Liên bang hàm ý rằng đường cung ứng tiền dịch chuyển về bên phải. Như được nêu trên Hình 6.12 qua sự dịch chuyển của đường cung ứng từ M_1^s đến M_2^s , sự cân bằng chuyển từ điểm 1 xuống điểm 2, là nơi đường cung ứng M_2^s , cắt đường cầu M^d , và lãi suất cân bằng đã tụt từ i_1 đến i_2 . **Khi lượng tiền cung ứng tăng lên (mọi thứ khác giữ ngang bằng), lãi suất sẽ giảm xuống.**⁽⁴⁾

Hình 6.12 Sự đáp ứng đối với một thay đổi lượng tiền cung ứng. Khi lượng tiền cung ứng tăng, đường cung ứng dịch chuyển từ M_1^s đến M_2^s và lãi suất cân bằng sụt từ i_1 đến i_2 .



ỨNG DỤNG TIỀN VÀ LÃI SUẤT

Sự phân tích ưa thích tiền mặt trên Hình 6.12 dường như dẫn đến kết luận rằng một sự tăng lượng tiền cung ứng sẽ làm hạ thấp lãi suất. Kết luận này có một hàm ý chính sách quan trọng vì nó thường khiến cho các nhà chính trị đòi hỏi một sự tăng trưởng nhanh hơn của lượng tiền cung ứng nhằm đưa lãi suất xuống. Nhưng liệu kết luận rằng tiền và lãi suất tương quan nghịch đảo có chắc đúng không? Có thể là có những yếu tố quan trọng khác bị bỏ sót trong việc phân tích ưa thích tiền mặt trên Hình 6.12 làm đảo lộn kết luận này? Chúng ta

(4) Cũng có thể rút ra kết luận này khi dùng khuôn mẫu tiền vay. Như chúng ta sẽ thấy ở Chương 14 và 15, phương pháp đầu tiên mà một ngân hàng trung ương tạo ra một sự tăng lượng tiền cung ứng là mua trái khoán và nhờ vậy giảm lượng cung ứng trái khoán cho công chúng. Sự dịch chuyển của đường cung ứng trái khoán về bên trái sẽ dẫn đến một sự giảm bớt lãi suất cân bằng.

sẽ đưa ra câu trả lời cho vấn đề này bằng cách ứng dụng sự phân tích cung cầu mà chúng ta đã nghiên cứu ở chương này để thu được một hiểu biết sâu sắc hơn về sự tương quan giữa tiền và lãi suất.

Có một sự chỉ trích quan trọng nhắm vào kết luận này rằng một sự tăng cung ứng tiền hạ thấp lãi suất đã được Milton Friedman, một người đoạt giải Nobel kinh tế đưa ra. Ông ta thừa nhận sự phân tích ưa thích tiền mặt là đúng đắn và kết luận rằng "một sự tăng lượng tiền cung ứng (mọi thứ khác ngang bằng) hạ thấp lãi suất" là "tác dụng tính lỏng". Tuy nhiên ông ta coi tác dụng tính lỏng chỉ là một khía cạnh đơn thuần của vấn đề; một sự tăng lượng tiền cung ứng không thể để mặc cho "mọi thứ khác ngang bằng" và sẽ có những tác dụng khác lên nền kinh tế do vậy nó có thể làm cho lãi suất tăng. Nếu những tác dụng này là quan trọng, thì hoàn toàn có thể là khi lượng tiền cung ứng tăng lên thì lãi suất cũng có thể tăng.

Chúng ta đã tạo xong cơ sở để thảo luận những tác dụng khác nhau này vì chúng ta đã thấy những thay đổi thu nhập, mức giá và lợi tức dự tính tác động như thế nào lên lãi suất cân bằng.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để làm quen hơn với khuôn mẫu tiền vay và khuôn mẫu ưa thích tiền mặt, hãy trình bày xem những tác dụng được thảo luận ở đây xảy ra như thế nào bằng cách vẽ các sơ đồ cung và cầu để giải thích cho mỗi một tác dụng. Sự luyện tập này cũng sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn tác dụng của tiền đối với lãi suất.

1. Tác dụng thu nhập. Do tăng lượng tiền cung ứng là một việc có ảnh hưởng phát đạt đối với nền kinh tế, nó sẽ làm tăng thu nhập quốc dân và tăng của cải. Cả hai khuôn mẫu ưa thích tiền mặt và khuôn mẫu tiền vay cho thấy rằng khi ấy lãi suất sẽ tăng (xem Hình 6.7 và 6.10). Như vậy, *"tác dụng thu nhập" của một sự tăng lượng tiền cung ứng chính là một sự tăng lãi suất đáp ứng với mức thu nhập cao hơn này.*

2. Tác dụng mức giá. Một sự tăng lượng tiền cung ứng cũng có thể làm cho mức giá chung tăng. Khuôn mẫu ưa thích tiền mặt báo trước rằng điều này sẽ dẫn đến một sự tăng lãi suất. Vậy, *"tác dụng mức giá" của một sự tăng lượng tiền cung ứng là một sự tăng lãi suất đáp ứng với sự tăng mức giá*

THEO DÕI TIN TÀI CHÍNH

Dự báo lãi suất

Dự báo lãi suất là một công việc được nể vì hiện thời. Các nhà kinh tế được thuê (đôi khi với lương rất cao) để dự báo lãi suất bởi vì các doanh nghiệp cần biết chúng sẽ là thế nào để lập kế hoạch chi tiêu trong tương lai của họ, trong khi đó các ngân hàng và các nhà đầu tư cần dự báo lãi suất nhằm quyết định xem chọn mua tài sản nào. Các nhà dự báo lãi suất báo trước cái gì sẽ xảy ra đối với những yếu tố tác động đến lượng cung và cầu trái khoán cũng như tiền bạc - những yếu tố như vậy là : sức mạnh của nền kinh tế, tính sinh lời của những cơ hội đầu tư, mức lạm phát dự tính, và mức thiếu hụt ngân sách và sự vay mượn

của chính phủ. Khi ấy họ dùng sự phân tích cung cầu mà chúng ta đã thảo ra những nét chính ở chương này để đạt những dự báo lãi suất của họ.

Tờ Wall street Journal báo cáo những dự báo lãi suất do các nhà dự báo hàng đầu soạn thảo hai lần mỗi năm (đầu tháng 1 và tháng 7), ở cột "kinh tế" hoặc cột "thị trường tín dụng" của họ, là những cột nghiên cứu thâm dò sự phát triển trong thị trường trái khoán hàng ngày. Dự báo lãi suất là một kinh doanh nguy hiểm. Ngay cả những nhà dự báo tài giỏi tốt đỉnh cũng thường có sai lệch nhiều trong những dự báo của họ.

này.

3. Tác dụng lạm phát dự tính. Mức giá tăng, tức là mức lạm phát cao hơn, nó bắt nguồn từ một sự tăng lượng tiền cung ứng, cũng tác động lên lãi suất thông qua việc tác động lên mức lạm phát dự tính. Đặc biệt một sự tăng lượng tiền cung ứng có thể khiến dân chúng dự tính một mức giá cao hơn trong tương lai - do đó mức lạm phát dự tính sẽ cao hơn. Khuôn mẫu vốn vay đã cho ta biết rằng việc tăng lạm phát dự tính này sẽ đưa đến một mức lãi suất cao hơn. Do đó **"tác dụng lạm phát dự tính" của một sự tăng lượng tiền cung ứng là một sự tăng lãi suất đáp ứng với sự tăng mức lạm phát dự tính.**

Thoạt nhìn, có vẻ như là tác dụng mức giá và tác dụng lạm phát dự tính là như nhau. Cả hai chỉ ra rằng những sự tăng mức giá do một sự tăng lượng tiền cung ứng gây ra sẽ làm tăng lãi suất. Tuy nhiên, có một sự khác nhau khó nhận thấy giữa hai thứ, và đây là lý do vì sao chúng ta được thảo luận như hai tác dụng riêng biệt.

Giả sử có tăng một lần về lượng tiền cung ứng hôm nay, dẫn tới một sự tăng giá đến một mức cao hơn cố định vào năm tới. Do mức giá này tăng suốt thời gian

của năm nay, lãi suất sẽ tăng thông qua tác dụng mức giá. Chỉ vào cuối năm, khi mức giá đã tăng đến đỉnh của nó thì tác dụng mức giá sẽ ở cực đại.

Mức giá tăng lên này cũng sẽ tăng lãi suất thông qua tác dụng lạm phát dự tính bởi vì dân chúng dự tính rằng lạm phát sẽ cao hơn suốt cả năm. Tuy nhiên, khi mức giá ngừng tăng ở năm sau, lạm phát và lạm phát dự tính sẽ giảm trở lại và tới mức số không. Bất kỳ sự tăng lãi suất nào vốn xem như kết quả của sự tăng lạm phát dự tính vào lúc đầu thì bây giờ sẽ bị đảo ngược. Như vậy, chúng ta thấy rằng, khác với tác dụng mức giá, là tác dụng đạt tới tác động mạnh nhất của nó vào năm sau, tác dụng lạm phát dự tính sẽ có tác dụng nhỏ nhất của nó (tức là mức số không) vào năm sau. Sự khác nhau cơ bản này giữa 2 tác dụng sau đó là ở chỗ tác dụng mức giá giữ nguyên ngay cả sau khi giá đã ngừng tăng, trong khi tác dụng lạm phát dự tính thì không như vậy.

Một điều quan trọng là tác dụng lạm phát dự tính sẽ chỉ tiếp tục nếu mức giá tiếp tục tăng. Như chúng ta sẽ thấy trong thảo luận về lý thuyết tiền tệ trong các chương sau, sự tăng một lần về lượng tiền cung ứng sẽ không tạo ra sự tăng liên tục mức giá, mà sẽ chỉ tạo ra một mức tăng trưởng cao hơn lượng tiền cung ứng. Như thế, một mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng cao hơn là cần thiết nếu tác dụng lạm phát dự tính nói trên còn duy trì.

Một mức tăng trưởng cung ứng tiền cao hơn có hạ thấp lãi suất hay không ?

Bây giờ có thể phối hợp tất cả những tác dụng mà chúng ta đã thảo luận với nhau để quyết định xem liệu sự phân tích của chúng ta có ủng hộ những nhà chính trị chủ trương một mức tăng trưởng lớn hơn về lượng tiền cung ứng khi họ cảm thấy rằng lãi suất là quá cao. Trong tất cả những tác dụng, chỉ có tác dụng tính lỏng chỉ ra rằng một tăng trưởng cao hơn của lượng tiền cung ứng sẽ gây ra một sự giảm bớt lãi suất... Ngược lại, các tác dụng thu nhập, mức giá, và lạm phát dự tính chỉ ra rằng lãi suất sẽ tăng khi tăng trưởng tiền là cao hơn. Tác dụng nào trong những tác dụng này là lớn nhất và chúng tác dụng nhanh như thế nào ? Câu trả lời cho vấn đề này là tiêu chuẩn để xác định lãi suất sẽ tăng hay giảm khi sự tăng trưởng của lượng tiền cung ứng tăng lên.

Nói chung, tác dụng tính lỏng của sự tăng trưởng tiền lớn hơn này hữu hiệu ngay tức khắc bởi vì việc tăng lượng tiền cung ứng ở đây dẫn đến sự giảm ngay tức khắc lãi suất cân bằng.

Tác dụng thu nhập và tác dụng mức giá cần có thời gian để tác động bởi vì lượng tiền cung ứng tăng lên cần thời gian để tăng mức giá và thu nhập, và chúng mới làm tăng lãi suất. Tác dụng lạm phát dự tính, tác dụng này cũng làm

tăng lãi suất, có thể là tác dụng chậm hay nhanh tùy theo liệu dân chúng điều chỉnh dự tính lạm phát của họ lại cho đúng một cách nhanh chóng hay chậm trễ khi mức tăng trưởng tiền nói trên được tăng lên.

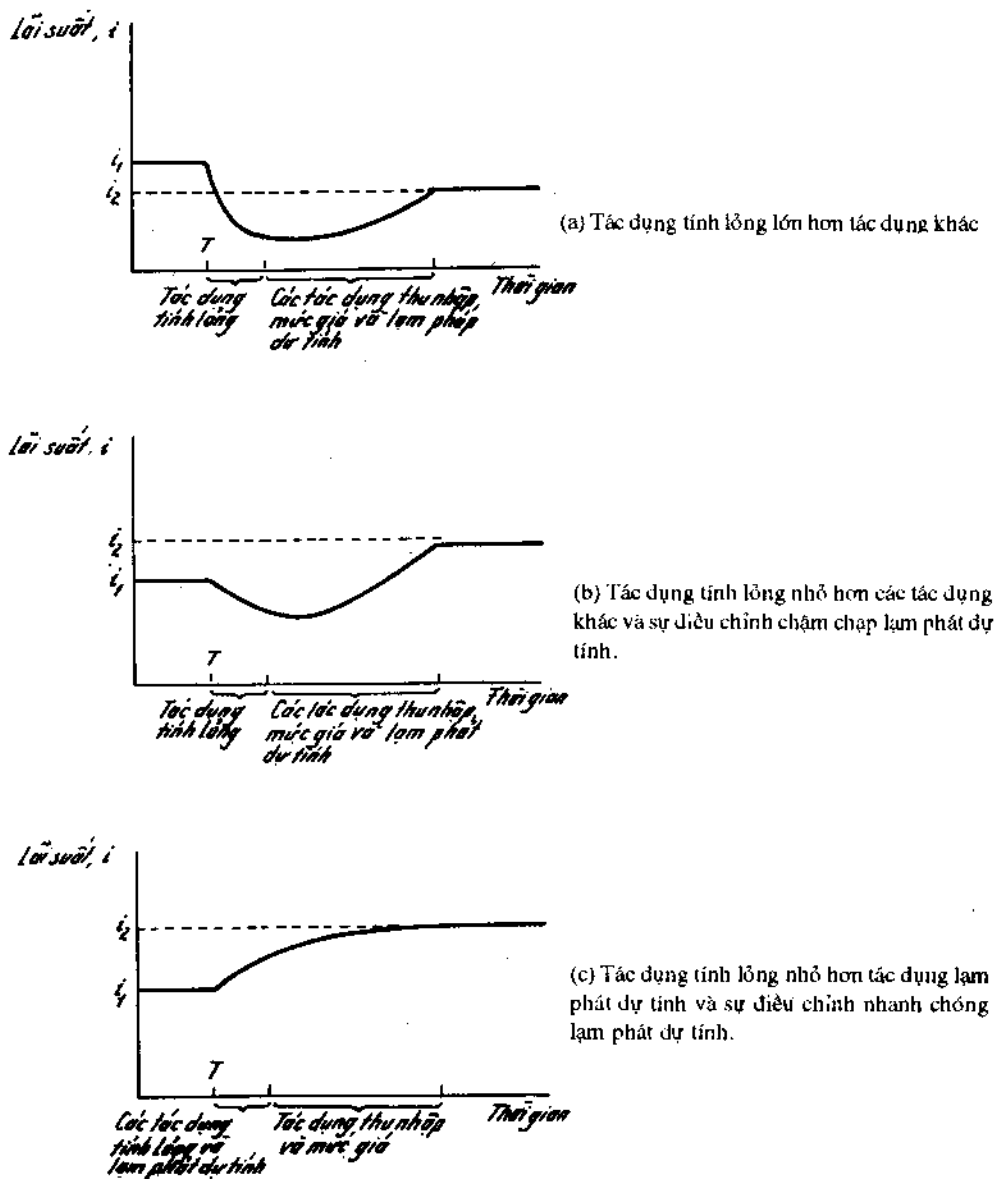
Có 3 khả năng được phác ra trên Hình 6.13 ; mỗi khả năng cho thấy lãi suất đáp ứng như thế nào theo thời gian, với mức được tăng lên của sự tăng trưởng lượng tiền cung ứng, bắt đầu từ thời điểm T . Phần (a) cho thấy một trường hợp trong đó tác dụng tính lòng vượt trội hơn những tác dụng khác do đó lãi suất giảm từ i_1 ở thời điểm T tới mức kết thúc i_2 . Tác dụng tính lòng diễn ra nhanh chóng đối với lãi suất thấp hơn, nhưng qua một thời gian, các tác dụng khác bắt đầu đảo lộn phần nào sự giảm bớt này. Tuy nhiên do tác dụng tính lòng lớn hơn các tác dụng khác, lãi suất không bao giờ tăng trở lại mức ban đầu.

Phần (b) có một tác dụng tính lòng ít hơn so với những tác dụng khác, với tác dụng lạm phát dự tính diễn ra chậm do dự tính lạm phát chậm được chỉnh tăng lên cho đúng. Đầu tiên, tác dụng tính lòng đưa lãi suất xuống thấp. Sau đó các tác dụng thu nhập, mức giá, và lạm phát dự tính bắt đầu làm tăng nó lên. Do những tác dụng này là vượt trội, lãi suất vào lúc cuối tăng trên mức ban đầu của nó, tới i_2 . Trong một giai đoạn ngắn, sự tăng trưởng tiền được nâng lên làm cho lãi suất bị thấp đi, nhưng sau này cùng nó kết thúc ở vị trí cao hơn mức ban đầu.

Phần (c) có tác dụng lạm phát dự tính vượt trội và diễn ra nhanh chóng, bởi vì dân chúng tăng nhanh dự tính lạm phát của họ khi mức tăng trưởng tiền được nâng lên. Tác dụng lạm phát dự tính bắt đầu ngay lập tức để chế ngự tác dụng tính lòng, do đó lãi suất ngay lập tức bắt đầu tăng dần lên. Sau một thời gian, do tác dụng thu nhập và tác dụng mức giá bắt đầu tham dự, lãi suất tăng cao hơn nữa và kết quả sau cũng là một lãi suất cao hơn hẳn lãi suất ban đầu. Kết quả cho thấy một cách rõ ràng nâng cao mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng không phải là câu trả lời cho việc giảm lãi suất, mà đúng hơn là, tăng trưởng tiền phải được giảm bớt để hạ thấp lãi suất !

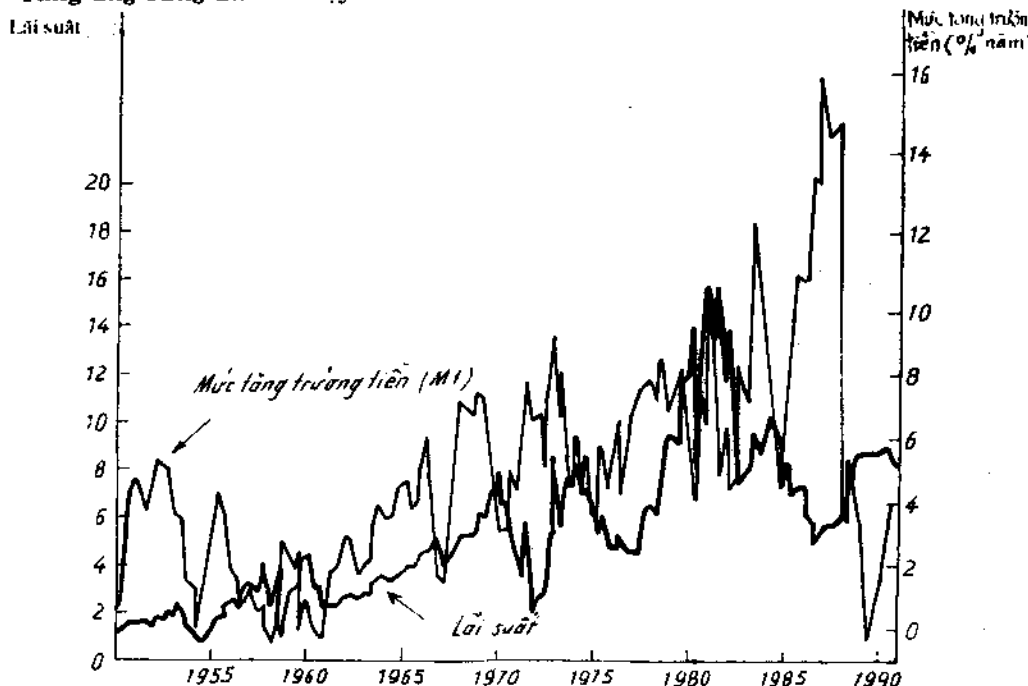
Một vấn đề quan trọng đối với những nhà vạch chính sách kinh tế là chuyện trong 3 kịch bản này gần với thực tế hơn. Nếu muốn giảm lãi suất thì cần nâng cao sự tăng trưởng tiền khi tác dụng tính lòng vượt trội hơn các tác dụng khác [Phần (a)]. Cần giảm sự tăng trưởng tiền nếu các tác dụng khác vượt trội hơn tính lòng và các dự tính lạm phát được chỉnh lại cho đúng một cách nhanh chóng [Phần (c)]. Nếu các tác dụng khác vượt trội hơn tính lòng, nhưng các dự tính lạm phát được chỉnh lại chậm chạp [Phần (b)], thì bạn muốn tăng hay giảm sự tăng trưởng tiền tùy thuộc ở chỗ bạn chú ý nhiều hơn đến sự kiện xảy ra trong giai đoạn diễn biến ngắn hay giai đoạn diễn biến dài.

Kịch bản nào được chứng cứ xác nhận ? Tương quan giữa lãi suất và tăng



Hình 6.13 Đáp ứng trong toàn bộ thời gian đối với một sự nâng cao mức tăng trưởng cung ứng tiền.

trường tiền từ 1951 đến 1990 được vẽ trên Hình 6.14. Khi mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng bắt đầu tăng dần vào giữa những năm 1960, lãi suất đã tăng lên, nói lên rằng tác dụng tính lỏng đã bị lấn át bởi tác dụng mức giá, thu nhập và lạm phát dự tính. Vào những năm 1970, lãi suất đạt đến những mức chưa từng có trong giai đoạn sau Chiến tranh Thế giới II, mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng cũng đã như vậy.



Hình 6.14 Tăng trưởng tiền (mức hàng năm M_1) và lãi suất (tín phiếu kho bạc loại 3 tháng) : 1951 - 1990.

Nguồn tài liệu : Federal Reserve Bulletin and Citibase databank

Kịch bản được mô tả ở phần (a) Hình 6.13 xem ra có vẻ đáng ngờ, và trường hợp làm giảm lãi suất bằng cách nâng mức tăng trưởng tiền đó không đứng vững. Xem lại Hình 6.6, trình bày tương quan giữa lãi suất và lạm phát dự tính, bạn sẽ thấy điều này không có gì quá ngạc nhiên. Việc nâng cao mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng trong những năm 1960 và những năm 1970 được làm cân xứng lại bằng một sự tăng mạnh lạm phát dự tính, việc này khi ấy sẽ khiến chúng ta đoán trước rằng tác dụng lạm phát dự tính sẽ là tác dụng vượt trội. Đây là sự giải thích có vẻ hợp lý nhất đối với việc vì sao lãi suất đã tăng khi có một sự tăng trưởng tiền cao hơn. Tuy nhiên, Hình 6.14 không thực sự bảo chúng ta kịch bản nào trong hai phần (b) và (c) của Hình 6.13 là đúng đắn hơn. Nó phụ thuộc

một cách chủ yếu vào các dự tính của dân chúng về lạm phát đã chỉnh lại nhanh đến thế nào. Các dự tính được tạo ra như thế nào và liệu họ có chỉnh lại cho đúng một cách nhanh chóng không là một chủ đề quan trọng, gần đây đang được các nhà kinh tế nỗ lực nghiên cứu, và sẽ được xử lý ở Chương 29.

TÓM TẮT

1. Việc phân tích cung và cầu về trái khoán được gọi là khuôn mẫu tiền vay, mang lại một lý thuyết về vấn đề lãi suất được xác định như thế nào. Nó báo trước rằng lãi suất sẽ thay đổi khi có một thay đổi lượng cầu do những thay đổi thu nhập (hoặc của cải) lợi tức dự tính, rủi ro và, hoặc tính lỏng, hay khi có một thay đổi lượng cung do những thay đổi tính chất chấp nhận của những cơ hội đầu tư, chi phí thực của việc vay tiền, hoặc các hoạt động của chính phủ.

2. Một lý thuyết thay thế cho vấn đề lãi suất được xác định như thế nào, được xây dựng trên cơ sở khuôn mẫu ưa thích tiền mặt, nó phân tích lượng cung và cầu tiền. Nó cho thấy rằng lãi suất sẽ thay đổi khi có một sự thay đổi về lượng cầu tiền do những thay đổi

thu nhập, hoặc mức giá, hay khi có một thay đổi về lượng tiền cung ứng.

3. Một sự tăng lượng tiền cung ứng có thể có 4 tác dụng đối với lãi suất: (a) tác dụng tính lỏng, (b) tác dụng thu nhập, (c) tác dụng mức giá, và (d) tác dụng lạm phát dự tính. Tác dụng tính lỏng cho biết rằng một sự nâng mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng sẽ dẫn đến một sự giảm nhẹ lãi suất, trong khi những tác dụng khác lại diễn ra theo hướng ngược lại. Chứng cứ dường như có vẻ chỉ ra rằng các tác dụng thu nhập, mức giá, và lạm phát dự tính vượt trội so với tác dụng tính lỏng do vậy một sự nâng cao mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng dẫn đến việc làm tăng lãi suất chứ không làm giảm lãi suất.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

Trong tất cả những bài tập, hãy trả lời các câu hỏi bằng cách vẽ ra những sơ đồ cung cầu thích hợp.

* 1. Như chúng ta sẽ thấy ở Chương 15, một phương pháp quan trọng mà Dự trữ Liên bang dùng để giảm lượng tiền cung ứng là bán trái khoán cho công chúng, dùng khuôn mẫu tiền vay, hãy cho biết rằng hành động này có tác dụng gì đến lãi suất. Liệu câu trả lời của bạn có phù hợp với điều mà bạn sẽ dự tính tìm thấy khi bạn dùng khuôn mẫu ưa

thích tiền mặt hay không?

* 2. Dùng cả hai khuôn mẫu ưa thích tiền mặt và tiền vay, cho biết vì sao lãi suất là có tính chu kỳ (tức là, tăng khi nền kinh tế phát đạt và giảm trong lúc suy thoái).

* 3. Vì sao một sự tăng mức giá (nhưng không tăng mức lạm phát dự tính) lại có thể làm cho lãi suất tăng khi lượng tiền cung ứng danh nghĩa được cố định?

4. Hãy xem xét cột (Credit Markets) (các thị trường tín dụng) trên tờ *Wall Street*

Journal. Gạch dưới những tuyên bố trong cột giải thích những thay đổi giá trái khoán, và những sơ đồ cung cầu thích ứng ứng hộ cho những tuyên bố này.

* 5. Một sự tăng bất ngờ về tính bất định của giá vàng sẽ có tác dụng gì đối với lãi suất ?

* 6. Một sự tăng bất ngờ trong dự tính của dân chúng về giá bất động sản có thể tác động như thế nào đến lãi suất ?

* 7. Giải thích xem một sự thiếu hụt ngân sách lớn có thể tác dụng gì đối với lãi suất ?

* 8. Sử dụng cả 2 khuôn mẫu tiền vay và ưa thích tiền mặt, cho biết tác dụng đối với lãi suất khi tính rủi ro của trái khoán tăng lên là tác dụng gì ? Hai kết quả có như nhau với cả 2 khuôn mẫu không ?

* 9. Nếu mức giá giảm vào năm tới và sau đó giữ cố định, và lượng tiền cung ứng được cố định, điều gì có thể xảy ra cho lãi suất trong 2 năm tới ? (Gợi ý : hãy tính cả tác dụng mức giá và tác dụng lạm phát dự tính).

* 10. Nếu chi phí môi giới cổ phiếu giảm thì sẽ có tác dụng đối với lãi suất hay không ? tại sao ?

Sử dụng phân tích kinh tế để dự đoán tương lai.

* 11. Tổng thống Mỹ thông báo trong cuộc họp báo của ông rằng ông sẽ chiến đấu chống lại mức lạm phát cao bằng một chương trình chống lạm phát mới. Hãy dự đoán trước cái gì sẽ xảy ra với lãi suất nếu công chúng tin lời ông ?

* 12. Giả sử Chủ tịch Dự trữ Liên bang thông báo rằng lãi suất sẽ tăng mạnh vào năm tới và thị trường tin lời ông. Điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất hôm nay đối với trái khoán AT & T, ví dụ 85/85 - 2007 ?

* 13. Dự đoán trước điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất nếu công chúng bất ngờ dự tính một sự tăng giá cổ phiếu rất lớn ?

* 14. Dự đoán điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất nếu giá cả trên thị trường trái khoán trở nên bất định hơn ?

15. Nếu một chủ tịch mới của cơ quan Dự trữ Liên bang được bổ nhiệm, ông ta là người nổi tiếng về biện hộ cho ngay cả một mức tăng trưởng tiền thấp hơn so với người tiền nhiệm, điều gì sẽ xảy ra cho lãi suất ? Hãy thảo luận về những tình huống kết cục có thể xảy ra ?

CHƯƠNG 7

Cấu trúc rủi ro và cấu trúc hạn kỳ của lãi suất

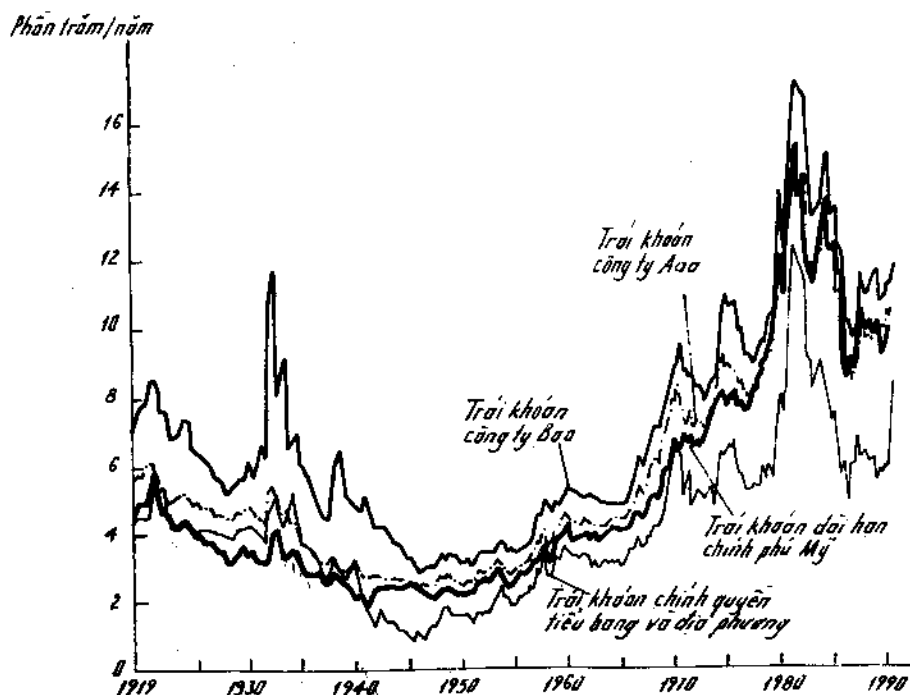
LỜI DẪN

Trong phân tích cung cầu của chúng ta về hình thái diễn biến của lãi suất ở Chương 6, chúng ta đã nghiên cứu việc xác định chỉ một lãi suất. Nhưng trước đây ta đã thấy rằng có một lượng khổng lồ trái khoán và những lãi suất của chúng có thể khác nhau. Trong chương này chúng ta làm đầy đủ cho bức tranh lãi suất qua việc xem xét tính tương quan của những lãi suất khác nhau. Việc hiểu rõ vì sao chúng khác nhau từ trái khoán này sang trái khoán kia có thể giúp các hãng kinh doanh, các ngân hàng, các công ty bảo hiểm và các nhà đầu tư riêng rẽ quyết định mua những trái khoán nào để đầu tư và những trái khoán nào họ phải bán đi.

Trước hết, ta hãy xem vì sao những trái khoán cùng hạn kỳ thanh toán có những lãi suất khác nhau. Tính tương quan giữa những lãi suất này được gọi là **cấu trúc rủi ro của lãi suất**, tuy rằng rủi ro, tính lòng và qui chế thuế thu nhập luôn đóng vai trò quan trọng trong việc xác định cấu trúc rủi ro. Hạn kỳ thanh toán của một trái khoán cũng tác động vào lãi suất của nó, và tính tương quan giữa những lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau được gọi là **cấu trúc hạn kỳ của lãi suất**. Trong chương này chúng ta sẽ xem xét những nguồn gốc và nguyên nhân của các dao động lãi suất tương quan nhau và một số lý thuyết giải thích các dao động này.

CẤU TRÚC RỦI RO CỦA LÃI SUẤT

Hình 7.1 trình bày các lãi suất hoàn vốn của một vài loại trái khoán dài hạn khác nhau từ 1919 đến 1990. Nó cho ta thấy hai đặc điểm quan trọng của hình thái diễn biến lãi suất của những trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán : Những lãi suất của những loại trái khoán khác nhau thì khác nhau trong bất kỳ năm nào, và khoảng cách (tức là sự khác nhau) giữa những lãi suất thay đổi theo thời gian. Ví dụ, lãi suất của công trái địa phương cao hơn lãi suất của công trái Chính phủ trong thời kỳ cuối những năm 1930, nhưng sau đó lại thấp hơn. Ngoài ra, khoảng cách giữa những lãi suất của trái khoán công ty Baa (rủi ro hơn trái khoán công ty Aaa) với công trái của chính phủ Mỹ là rất lớn suốt những năm Đại suy thoái 1930 - 1933, và nhỏ hơn suốt trong những năm 1940, 1950 và 1960, và sau đó lớn ra một lần nữa trong những năm 1970 và 1980. Những yếu tố nào gây ra các hiện tượng này ?



Hình 7.1 Lãi suất trái khoán dài hạn : 1919 - 1990.

Nguồn tài liệu : Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics and Federal Reserve Bulletin.

Rủi ro vỡ nợ

Một thuộc tính của một trái khoán ảnh hưởng tới lãi suất của nó là **rủi ro vỡ nợ**, là khả năng có thể người phát hành trái khoán sẽ vỡ nợ tức là không thể thực hiện được việc thanh toán tiền lãi hoặc mệnh giá khi trái khoán đó mãn hạn. Một công ty chịu tổn thất lớn, ví dụ công ty Chrysler đã chịu trong những năm 1970, có thể hay phải tạm ngừng thanh toán tiền lãi cho các trái khoán của công ty đó phát hành ⁽¹⁾.

Rủi ro vỡ nợ đối với những trái khoán của một công ty do đó sẽ rất cao. Còn những công trái của chính phủ Mỹ không có rủi ro vỡ nợ bởi vì Chính phủ Liên bang luôn luôn có thể tăng thuế hoặc thậm chí in tiền để thanh toán dứt điểm nợ nần của mình. Những trái khoán không có rủi ro, như những công trái của chính phủ Mỹ được gọi là **những trái khoán không có vỡ nợ**. Khoảng cách giữa lãi suất của 1 trái khoán có rủi ro và lãi suất của trái khoán không có rủi ro được gọi là **mức bù rủi ro** cho biết dân chúng sẽ nhận được khoản lãi phụ là bao nhiêu để sẵn lòng nắm giữ một trái khoán có rủi ro. Sự phân tích cung cầu của chúng ta về thị trường trái khoán, được xây dựng trong chương trước, có thể được dùng để giải thích vì sao một trái khoán có rủi ro vỡ nợ luôn luôn có một mức bù rủi ro dương và vì sao rủi ro vỡ nợ càng cao thì mức bù rủi ro càng lớn.

Hướng dẫn nghiên cứu

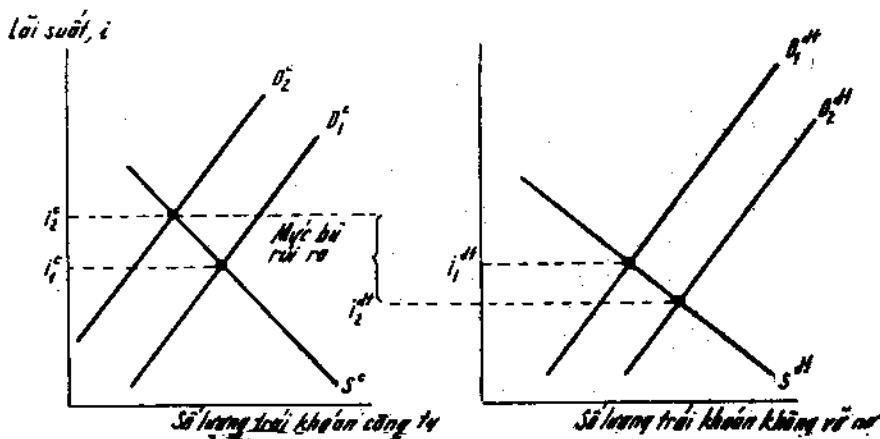
Hai bài tập sẽ giúp bạn hiểu rõ hơn về cấu trúc rủi ro trên đây :

1. Hãy đặt bản thân bạn vào vị trí của một nhà đầu tư - hãy xem quyết định mua của bạn sẽ bị tác động như thế nào bởi những thay đổi về rủi ro và về tính lỏng.

2. Hãy thực hành việc vẽ các dịch chuyển thích hợp của những đường cung và cầu khi rủi ro và tính lỏng thay đổi. Ví dụ, hãy xem liệu bạn có thể vẽ những dịch chuyển thích hợp của những đường cung và cầu khi khác với những ví dụ cho trong sách, một trái khoán có một sự giảm bớt rủi ro vỡ nợ hoặc một sự cải thiện về tính lỏng của nó.

(1) Chrysler đã không vỡ nợ vào thời kỳ này, nhưng công ty sẽ vỡ nợ lúc ấy nếu không có một kế hoạch bảo lãnh để giữ công ăn việc làm. Thực tế, chính phủ đã cấp vốn để công ty này thanh toán hết nợ.

Để xem xét tác dụng của rủi ro vỡ nợ đối với lãi suất, ta hãy xem sơ đồ cung cầu cho các thị trường trái khoán dài hạn không có vỡ nợ (của chính phủ Mỹ) và thị trường trái khoán dài hạn công ty trên Hình 7.2. Để cho sơ đồ dễ đọc hơn một chút, ta giả thiết rằng trước tiên không có khả năng vỡ nợ đối với những trái khoán công ty nói trên, do đó chúng cũng là loại không có vỡ nợ giống như những công trái của chính phủ Mỹ.



(a) Thị trường trái khoán công ty

(b) Thị trường công trái không có vỡ nợ (chính phủ Mỹ)

Hình 7.2 Đáp ứng đối với một sự tăng rủi ro vỡ nợ của những trái khoán công ty. Một sự tăng rủi ro vỡ nợ của những trái khoán công ty làm giảm lượng cầu từ D_1^c đến D_2^c . Đồng thời nó tăng lượng cầu những trái khoán không có vỡ nợ từ D_1^H đến D_2^H . Mức lãi suất cân bằng cho các trái khoán công ty tăng từ i_1^c tới i_2^c , trong khi đó nó giảm từ i_1^H tới i_2^H trong thị trường trái khoán không có vỡ nợ.

Trường hợp này, cả hai loại trái khoán này có cùng những thuộc tính như nhau (rủi ro và hạn kỳ thanh toán như nhau) và các lãi suất cân bằng của chúng, ban đầu là bằng nhau ($i_1^c = i_1^H$) và mức bù rủi ro đối với trái khoán công ty sẽ là không, ($i_1^c - i_1^H = 0$).

Nếu khả năng vỡ nợ tăng lên vì một công ty bắt đầu chịu tổn thất lớn, thì rủi ro vỡ nợ của những trái khoán công ty này sẽ tăng và lợi tức dự tính của những trái khoán này sẽ giảm. Ngoài ra, lợi tức của những trái khoán công ty đó cũng sẽ thêm không chắc chắn. Lý thuyết lượng cầu tài sản báo trước rằng do lợi tức dự tính của những trái khoán công ty này giảm so với lợi tức dự tính của công trái không vỡ nợ (chính phủ Mỹ) nói trên trong khi đó tính rủi ro tương đối của nó

tăng lên, nên trái khoán công ty này kém hấp dẫn (khi giữ mọi thứ khác ngang bằng) và lượng cầu đối với nó sẽ giảm. Đường cầu trái khoán công ty trên Hình 7.2, phần (a), lúc đó chuyển dịch từ D_1^c tới D_2^c .

Đồng thời, lợi tức dự tính của những công trái không có vỡ nợ (chính phủ Mỹ) nói trên tăng tương đối so với lợi tức dự tính của các trái khoán công ty trong khi đó tính rủi ro tương đối của nó giảm. Những công trái không vỡ nợ này như vậy trở nên hấp dẫn hơn, và lượng cầu về nó tăng lên [như được nêu trên phần (b) bằng sự dịch chuyển ra ngoài của đường cong cầu của những trái khoán này từ D_1^{df} tới D_2^{df}].

Lãi suất cân bằng cho những trái khoán công ty này tăng lên từ i_1^c tới i_2^c , trong khi đó lãi suất cân bằng của công trái không vỡ nợ nói trên giảm từ i_1^{df} tới i_2^{df} . Khoảng cách giữa các lãi suất của trái khoán công ty và công trái không vỡ nợ, tức là mức bù rủi ro của các trái khoán công ty đã tăng từ không tới $i_2^c - i_1^c$. Bây giờ chúng ta có thể kết luận như sau: *Một trái khoán có rủi ro vỡ nợ sẽ luôn luôn có một mức bù rủi ro dương, và một sự tăng rủi ro vỡ nợ của nó sẽ tăng mức bù rủi ro này.*

Do rủi ro vỡ nợ quan trọng như vậy đối với độ lớn của mức bù rủi ro, những người mua trái khoán cần có thông tin về việc liệu một công ty có khả năng vỡ nợ đối với những trái khoán của nó hay không. Hai hãng tư vấn đầu tư lớn, Dịch vụ đầu tư Moody và công ty Standard and Poor cung cấp thông tin về rủi ro vỡ nợ bằng cách phân hạng phẩm chất những trái khoán công ty và những trái khoán địa phương theo xác suất vỡ nợ của chúng. Những hạng khác nhau và mô tả chúng cho trong Bảng 7.1. Những trái khoán có rủi ro vỡ nợ tương đối thấp được gọi là những chứng khoán "cấp đầu tư" và có hạng Baa hoặc (BBB) và những hạng trên đó. Những trái khoán có hạng thấp hơn Baa (hoặc BBB), có rủi ro vỡ nợ cao hơn và đã được gán một cách thích đáng cái tên **trái khoán bấp bênh**.

Tiếp theo, ta hãy nhìn lại Hình 7.1 và xem liệu ta có thể giải thích tính tương quan giữa các lãi suất của trái khoán công ty và công trái của chính phủ Mỹ hay không. Các trái khoán công ty luôn có những lãi suất cao hơn những lãi suất của công trái chính phủ Mỹ vì chúng luôn có một số rủi ro vỡ nợ, ngược lại những công trái của Chính phủ Mỹ không có. Do các trái khoán công ty hạng Baa có rủi ro vỡ nợ cao hơn so với những trái khoán thuộc hạng cao hơn Aaa, mức bù rủi ro của chúng cao hơn và do đó, lãi suất Baa luôn lớn hơn lãi suất Aaa.

Chúng ta cũng có thể dùng cùng một cách phân tích như vậy để giải thích bước nhảy to lớn về mức bù rủi ro của các lãi suất trái khoán Baa trong những năm Đại suy thoái 1930 - 1933 và sự tăng mức bù rủi ro trong những năm 1970

và 1980 (Hình 7.1). Thời kỳ Đại suy thoái đã chứng kiến rất nhiều vụ kinh doanh thất bại và vỡ nợ. Như chúng ta dự tính, các yếu tố này dẫn đến một sự tăng mạnh rủi ro vỡ nợ đối với những trái khoán do các công ty có nhược điểm phát hành ra, và mức bù rủi ro cho những trái khoán Baa đã đạt đến mức cao chưa từng có trước đó. Những năm 1970 và 1980 một lần nữa đã chứng kiến nhiều vụ kinh doanh thất bại và vỡ nợ lớn, tuy rằng chưa bằng thời kỳ Đại suy thoái. Một lần nữa, như dự tính, các rủi ro vỡ nợ và các mức bù rủi ro của các trái khoán công ty đã tăng lên, làm rộng khoảng cách giữa các lãi suất của trái khoán công ty và của công trái chính phủ. Phân tích của chúng ta cũng giải thích sự tăng mạnh khoảng cách giữa các lãi suất của các trái khoán "bấp bênh" và của các công trái chính phủ sau sự đổ vỡ của thị trường cổ phiếu tháng 10/1987 (Bài đọc thêm 7.1).

Bảng 7.1. Các hạng trái khoán theo xếp loại của Maady và Standard and Poor

Xếp hạng của Moody	Xếp hạng của Standard and Poor	Mô tả	Ví dụ các công ty có những trái khoán tồn đọng năm 1991
Aaa	AAA	Chất lượng cao nhất (rủi ro vỡ nợ thấp nhất)	- General Electric ; IBM ; Shell Oil
Aa	Aa	Chất lượng cao	- Mohil ; Coca - Cola ; Toys "R" Us; General motors
A	A	Cấp trên trung bình	- Westinghouse ; Sears ; Xerox ; Pepsi Co ; Colgate
Baa	BBB	Cấp trung bình	- Palmolive.
Ba	BB	Cấp dưới trung bình	- Chrysler ; Columbia ; Pictures ; Honeywell ; Texaco.
B	B	Dấu cơ	- Union Carbide ; Wendy's Black and Decker ; RJR - Nabisco
Caa	CCC-CC	Tối, nhiều rủi ro vỡ nợ	- Chock Full O'Nuts ; Fruit of the Loom ; Mattel, Atari
Ca	C	Dấu cơ cao	
C	D	Cấp thấp nhất	

Tính lỏng

Một thuộc tính khác của một trái khoán có ảnh hưởng đến lãi suất của nó chính là tính lỏng của nó. Như ta đã nghiên cứu ở Chương 5, một tài sản lỏng là một tài sản có thể chuyển đổi sang tiền mặt một cách nhanh chóng và ít tổn kém nếu nhu cầu chuyển đổi nảy sinh. Một tài sản càng lỏng, thì nó càng được ưa chuộng (khi giữ mọi thứ khác ngang bằng). Các công trái của chính phủ Mỹ là lỏng nhất trong các loại chứng khoán vì chúng được mua bán một cách rộng rãi đến mức chúng là thứ rất dễ bán nhanh, và chi phí bán chúng lại thấp. Các trái khoán công ty khác không lỏng như vậy bởi vì bất cứ một công ty nào cũng chỉ có lượng trái khoán được mua bán ít hơn; như vậy có thể phải chịu phí tổn cao để bán những trái khoán này trong trường hợp cần kíp bởi vì có thể khó tìm ngay được người mua.

Thuộc tính kém lỏng của những trái khoán công ty tác động đến lãi suất của chúng như thế nào so với lãi suất của các công trái chính phủ Mỹ? Nhờ vào sự phân tích cung cầu, chúng ta có thể thấy rằng một trái khoán càng kém lỏng, mọi thứ khác ngang bằng, lãi suất của nó sẽ càng cao so với những chứng khoán lỏng hơn. Do đó tính kém lỏng hơn của những trái khoán công ty so với những công trái chính phủ Mỹ làm tăng khoảng cách giữa các lãi suất của 2 loại trái khoán này.

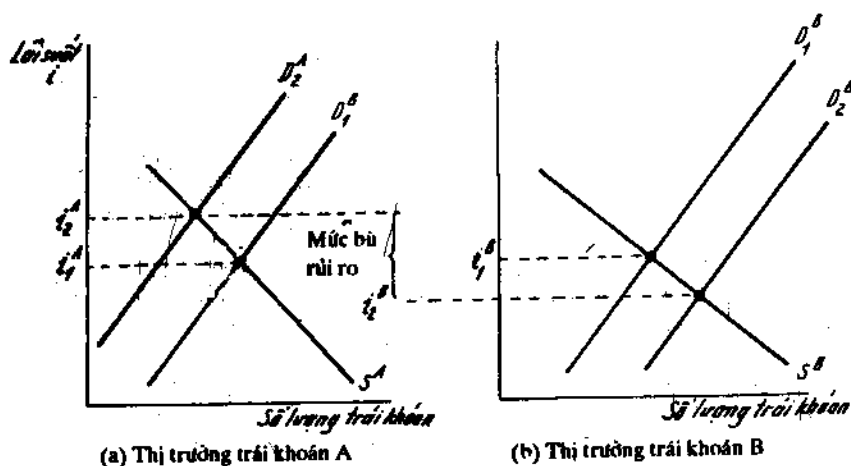
BÀI ĐỌC THÊM 7.1

Sụp đổ thị trường cổ phiếu năm 1987 và khoảng cách giữa trái khoán "bấp bênh" và trái khoán kho bạc

Sự sụp đổ thị trường cổ phiếu ngày 19/7/1987 đã có một tác động quan trọng đến thị trường trái khoán, điều này được giải thích một cách rõ ràng bằng sự phân tích cung cầu trên Hình 7.2. Do hậu quả của sự sụp đổ ngày thứ hai đen, nhiều nhà đầu tư đã bắt đầu nghi ngờ sự lành mạnh về tài chính của các công ty thuộc hạng tín nhiệm thấp hơn (Những công ty này trước đó đã phát hành những trái khoán "bấp bênh"). Sự tăng rủi ro vỡ nợ cho những trái khoán "bấp bênh" khiến chúng kém được ưa chuộng dù ở bất cứ mức lãi suất nào cho trước, đã làm giảm lượng cầu của chúng, và đã dịch chuyển đường cong cầu của những trái khoán "bấp bênh" về bên trái. Như được trình bày ở phần bên trái của Hình 7.2, lãi suất của những trái khoán "bấp bênh" đã phải tăng lên, đó chính

thực là điều đã xảy ra: Các lãi suất của những trái khoán "bấp bênh" đã tăng vọt khoảng một phần trăm. Mặt khác, sự tăng rủi ro vỡ nợ thấy được ở những trái khoán "bấp bênh" sau cuộc đổ vỡ đã khiến cho những trái khoán kho bạc Mỹ không có vỡ nợ trở nên hấp dẫn hơn và đã dịch chuyển đường cong cầu của những chứng khoán này về bên phải - một kết quả được một số nhà phân tích mô tả như là một "cuộc bay tới chất lượng". Đúng như sự phân tích của chúng ta báo trước ở Hình 7.2, các lãi suất chứng khoán kho bạc đã giảm khoảng một phần trăm. Kết cục chung khi đó là khoảng cách giữa những lãi suất của các trái khoán "bấp bênh" và các công trái chính phủ đã tăng 2 phần trăm, từ mức 4% trước cuộc sụp đổ tới 6% ngay sau đó.

Sự phân tích được trình bày trên Hình 7.3 là tương tự với sự phân tích rủi ro vỡ nợ trên Hình 7.2. Nếu hai trái khoán A và B, ban đầu là lỏng như nhau và tất cả những thuộc tính khác của chúng là như nhau, thì lãi suất cân bằng của chúng ban đầu sẽ bằng nhau: $i_1^A = i_1^B$. Nếu trái khoán A bây giờ trở nên kém lỏng hơn vì nó trở nên kém được mua bán rộng rãi hơn, thì, như lý thuyết lượng cầu tài sản chỉ rõ, yêu cầu đối với nó sẽ giảm, làm chuyển dịch đường cong cầu của nó từ D_1^A tới D_2^A như trong phần (b). Chúng ta có thể thấy trên Hình 7.3 rằng lãi suất cân bằng của tài sản kém lỏng này, trái khoán A, tăng lên, trong khi đó lãi suất cân bằng của trái khoán lỏng hơn, trái khoán B, giảm xuống, làm tăng khoảng cách giữa chúng. Do đó, những sự khác nhau trong số những lãi suất trái khoán khác nhau (tức là, mức bù rủi ro) phản ánh không chỉ rủi ro vỡ nợ của một trái khoán, mà còn tính lỏng của nó nữa. Đây là vì sao một mức bù rủi ro đôi khi được gọi là một mức bù "tính lỏng". Chính xác nhất, nó phải được gọi là một mức bù rủi ro - tính lỏng, nhưng theo qui ước thì nó có thể được gọi là mức bù rủi ro.



(a) Thị trường trái khoán A

(b) Thị trường trái khoán B

Hình 7.3. Đáp ứng đối với một thay đổi tính lỏng. Khi trái khoán A trở nên kém lỏng hơn, lượng cầu trái khoán A chuyển từ D_1^A sang D_2^A và lượng cầu trái khoán B chuyển từ D_1^B sang D_2^B . Lãi suất cân bằng cho trái khoán A tăng từ i_1^A tới i_2^A trong khi đó nó giảm từ i_1^B tới i_2^B cho trái khoán B.

Tình hình thuế thu nhập

Trở lại Hình 7.1, chúng ta vẫn còn bỏ lại một vấn đề khó khăn - hình thái diễn biến của lãi suất trái khoán do địa phương phát hành. Các trái khoán địa phương chắc chắn không phải là loại trái khoán không vỡ nợ: Các chính phủ tiểu bang

và địa phương đã vỡ nợ đối với những trái khoán địa phương mà họ đã phát hành trong quá khứ - đặc biệt trong thời kỳ Đại suy thoái 1929 - 1933 và ngay cả gần đây là trường hợp Hệ thống cung cấp điện công cộng tiểu bang Washington năm 1983. Trái khoán địa phương cũng không lỏng bằng công trái chính phủ Mỹ.

Vì sao các trái khoán này đã có những lãi suất thấp hơn so với các công trái chính phủ Mỹ trong 40 năm qua như trên Hình 7.1? Câu giải thích là ở chỗ tiền thanh toán lãi của trái khoán địa phương được miễn thuế thu nhập liên bang, một yếu tố có cùng một tác dụng đến yêu cầu về số lượng trái khoán địa phương cũng như đến việc tăng lợi tức dự tính của chúng.

Hãy hình dung ra rằng bạn có đủ may mắn để có một thu nhập cao để bạn thuộc vào khung thuế thu nhập 31%, ở hạng này mỗi đôla thu nhập thêm của bạn bạn phải nộp 31 xu cho chính phủ. Nếu bạn sở hữu một công trái chính phủ Mỹ có mệnh giá 1000 đôla, công trái này bán với giá 1000 đôla và có tiền coupon 100 đôla, bạn chỉ còn giữ được 69 đôla sau khi đóng thuế. Tuy trái khoán có lãi suất 10%, nhưng thực tế bạn chỉ thu được 6,9% sau thuế.

Tuy nhiên, giả sử bạn đưa khoản tiết kiệm của bạn vào một trái khoán địa phương có mệnh giá 1000 đôla, trái khoán này bán với giá 1000 đôla và chỉ thanh toán tiền coupon 80 đôla. Lãi suất của nó chỉ là 8%, nhưng do nó là một chứng khoán miễn thuế, bạn không phải đóng thuế cho 80 đôla, bạn thu được 8% sau thuế. Rõ ràng, bạn thu được nhiều hơn nhờ trái khoán địa phương này sau thuế, do vậy bạn có ý định nắm giữ trái khoán địa phương rủi ro hơn và kém lỏng hơn tuy rằng nó có lãi suất thấp hơn công trái chính phủ Mỹ. (Điều này không đúng trước Chiến tranh Thế giới II như giải thích ở bài đọc thêm 7.2)

BÀI ĐỌC THÊM 7.2

Những lãi suất của trái khoán địa phương và công trái chính phủ Mỹ trước Chiến tranh Thế giới II

Như bạn có thể thấy trên Hình 7.1, trái khoán địa phương đã có lãi suất cao hơn công trái chính phủ Mỹ trước Chiến tranh Thế giới II. Thoạt nhìn, điều này có vẻ mâu thuẫn do tình trạng miễn thuế đối với những trái khoán này, đã làm thấp lãi suất của nó so với công trái của chính phủ Mỹ

là loại bị đánh thuế theo sự phân tích trong sách này. Sự mâu thuẫn được giải quyết khi nhận ra rằng tình trạng miễn thuế đối với trái khoán địa phương đã không đem lại nhiều lợi ích vào thời kỳ trước Chiến tranh Thế giới II vì mức thuế thu nhập rất thấp trong thời kỳ này.

Một cách khác để hiểu vì sao trái khoán địa phương có lãi suất thấp hơn công trái chính phủ Mỹ là dùng sự phân tích cung cầu mà ta đã thực hiện trên Hình 7.3. Những lợi ích về thuế của trái khoán địa phương, lợi ích làm tăng lợi tức dự tính sau thuế của nó so với công trái chính phủ Mỹ, khiến nó được ưa chuộng hơn. Kết quả là lượng cầu về trái khoán địa phương tăng lên và lãi suất của nó giảm đi như thể hiện trên Hình 7.3 (b). Mặt khác, công trái chính phủ Mỹ trở nên kém được ưa chuộng hơn bởi vì lợi tức dự tính sau thuế của nó giảm so với lợi tức sau thuế của trái khoán địa phương. Do đó lượng cầu về công trái chính phủ Mỹ giảm và làm tăng lãi suất của công trái chính phủ như trên Hình 7.3(a). Lãi suất thấp hơn cho trái khoán địa phương vì nguyên nhân trên và lãi suất cao hơn cho công trái chính phủ Mỹ vì nguyên nhân trên giải thích trái khoán địa phương có lãi suất thấp hơn lãi suất của công trái chính phủ Mỹ.

Một tình hình về thuế khác, quan trọng đối với những người nắm giữ công trái chính phủ và trái khoán công ty. Một số công trái chính phủ có một điều khoản bổ sung cho phép những công trái này được gửi ở ngân hàng theo mệnh giá để thanh toán hết thuế tài sản khi người nắm giữ chết Ví dụ một trái khoán kho bạc Mỹ mãn hạn tháng 2 - 1995 có lãi suất coupon 3% đã được bán với giá 969 đôla ngày 7/3/1991. Tuy vậy, nếu người sở hữu nó chết vào ngày đó thì trái khoán đó có thể được gửi vào ngân hàng theo mệnh giá 1000 đôla để thanh toán thuế tài sản. (Những trái khoán như vậy được gọi là "trái khoán hoa").

Việc nắm được lý do về thuế này giải thích một điều có vẻ mâu thuẫn khác thấy ở trang trái khoán của nhật báo. Có những trường hợp trong đó hai công trái chính phủ có cùng ngày mãn hạn có lãi suất hoàn vốn rất khác nhau. Ví dụ, công trái loại 3s of February 1995 có lãi suất hoàn vốn 3,85% (bán vào ngày 7/3/1991), trong khi đó công trái 10_{1/2}s of February 1995 có lãi suất hoàn vốn 7,59%. Cả hai chứng khoán đáng ra phải có cùng lãi suất vì chúng có cùng đặc tính rủi ro (đều là loại không có vỡ nợ). Nhưng các lãi suất hoàn vốn này khác nhau vì loại 3s of February 1995* là "trái khoán hoa" trong khi đó loại 10_{1/2}s February 1995 không như vậy. Giả sử rằng một ông già Richie Rich nào đó dự tính chết trong một tương lai gần và có một món của cải lớn sẽ là đối tượng đánh thuế tài sản. Nếu ông này mua những trái khoán hoa (3s of February 1995) với giá 969

* Trái khoán kho bạc Mỹ, mãn hạn tháng 2/1995, lãi suất coupon 3%.

đôla hôm nay và chết sau đây 6 tháng, thì trái khoán này sẽ có giá trị 1000 đôla vào ngày ông ta chết. Lợi tức của trái khoán này trong 6 tháng bằng 15 đôla ($1/2$ của món tiền coupon 30 đôla/năm) cộng với 31 đôla là tiền tăng giá trị của trái khoán (46 đôla) chia cho giá mua ban đầu 969 đôla. Như vậy, tuy lãi suất hoàn vốn của trái khoán này chỉ là 3,85%, lợi tức 6 tháng của tài sản Richie là 4,75% (9,50%/năm). Do vậy trái khoán này là một chứng khoán được ưa chuộng để Richie mua mặc dù lãi suất hoàn vốn của nó thấp.

Để tóm tắt, cấu trúc rủi ro của lãi suất (sự tương quan giữa các lãi suất của trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán) được giải thích bằng 3 yếu tố : rủi ro vỡ nợ của 1 trái khoán tăng lên, mức bù rủi ro của trái khoán đó (khoảng cách giữa lãi suất của nó và lãi suất của trái khoán không vỡ nợ) tăng lên. Khi tính lỏng của một trái khoán được cải thiện, lãi suất của nó giảm xuống. Nếu một trái khoán được hưởng một qui chế thuế thu nhập thuận lợi - ví dụ tiền coupon của nó được miễn thuế thu nhập hoặc nó là một trái khoán hoa - thì lãi suất của nó sẽ thấp hơn của trái khoán so sánh không có những lợi ích về thuế này.

CẤU TRÚC HẠN KỲ CỦA LÃI SUẤT

Chúng ta đã xem xét các tình trạng về rủi ro, về tính lỏng và về thuế (được gộp chung vào cấu trúc rủi ro) có ảnh hưởng như thế nào đến lãi suất. Một yếu tố khác có ảnh hưởng đến lãi suất của một trái khoán là hạn kỳ thanh toán của nó : Những trái khoán có cùng đặc tính về rủi ro, tính lỏng và thuế có thể có những lãi suất khác nhau vì các hạn kỳ thanh toán của chúng khác nhau, nhưng có cùng một tình trạng rủi ro, tính lỏng và thuế, được gọi là **đường lãi suất hoàn vốn**, và nó mô tả cấu trúc hạn kỳ của lãi suất cho một loại trái khoán riêng biệt, ví dụ các công trái chính phủ. Bài đọc thêm "Theo tin tài chính" này trình bày một vài đường lãi suất của những chứng khoán kho bạc đã được công bố trên tờ *Wall Street Journal*. Các đường lãi suất có thể được phân loại là dốc lên, ngang và dốc xuống. Khi các đường lãi suất dốc lên như trong bài đọc thêm "Theo tin tài chính", các lãi suất dài hạn nằm bên trên các lãi suất ngắn hạn ; khi các đường lãi suất nằm ngang, những lãi suất dài hạn và ngắn hạn là như nhau ; và khi các đường lãi suất dốc xuống, lãi suất dài hạn nằm phía dưới lãi suất ngắn hạn. Các đường lãi suất cũng có thể có những hình dạng phức tạp hơn trong đó đầu tiên

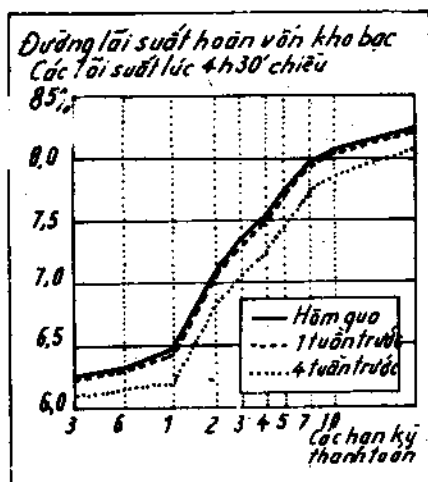
chúng dốc lên rồi dốc xuống, hoặc ngược lại. Nói chung, thì các đường lãi suất dốc lên như trong bài đọc thêm "Theo tin tài chính", nhưng ở các thời điểm khác nhau chúng có những hình dạng khác nhau. Vì sao chúng ta rất thường thấy các đường lãi suất dốc lên, nhưng đôi khi thấy chúng có dạng khác ?

THEO TIN TÀI CHÍNH

Các đường lãi suất

Tờ *Wall Street Journal* công bố biểu đồ của những đường lãi suất cho các chứng khoán kho bạc. Một ví dụ nêu ra ở đây, nó nằm cạnh cột : Thị trường tín dụng" (The "Credit Markets" xuất hiện hàng ngày.

Nguồn : *Wall Street Journal*
(March 8, 1991).



Ba lý thuyết đã được xây dựng trước để giải thích cấu trúc kỳ hạn của lãi suất, tức là, tính tương quan giữa các lãi suất trái khoản có hạn kỳ thanh toán khác nhau được phản ánh trong các mẫu đường lãi suất. Tuy rằng giả thuyết về dự tính và lý thuyết thị trường phân cách không giải thích những yếu tố kinh nghiệm một cách tốt lắm, chúng ta thảo luận về chúng trước tiên vì 2 lý do. Thứ nhất, những khái niệm trong 2 lý thuyết này đem lại một nền tảng cho một lý thuyết được chấp nhận một cách rộng rãi nhất, lý thuyết môi trường ưu tiên, nó giữ một nhiệm vụ rất tốt trong việc giải thích các yếu tố kinh nghiệm. Thứ hai, rất cần xét xem các nhà kinh tế cải biên các lý thuyết như thế nào để cải thiện chúng khi họ nhận ra rằng chúng mâu thuẫn với chứng cứ kinh nghiệm sẵn có.

GIẢ THUYẾT VỀ DỰ TÍNH

Giả thuyết về dự tính của cấu trúc hạn kỳ nêu ra vấn đề có ý nghĩa chung sau đây : Lãi suất của một trái khoán dài hạn sẽ bằng trung bình của các lãi suất ngắn hạn mà dân chúng dự tính trong thời gian tồn tại của trái khoán dài hạn đó. Ví dụ, nếu dân chúng dự tính rằng các lãi suất ngắn hạn sẽ là 10% tính trung bình trong khoảng thời gian 5 năm tới, thì giả thuyết về dự tính báo trước rằng lãi suất của các trái khoán có kỳ hạn thanh toán 5 năm cũng sẽ là 10%. Nếu các lãi suất ngắn hạn được trông đợi là tăng cao hơn nữa sau khoảng thời gian 5 năm này, do đó lãi suất trung bình ngắn hạn trong 20 năm tới là 11%, thì lãi suất của những trái khoán 20 năm sẽ bằng 11% và sẽ cao hơn lãi suất của những trái khoán 5 năm.

Chúng ta có thể thấy giả thuyết về dự tính giải thích rằng việc lãi suất của những trái khoán có kỳ hạn thanh toán khác nhau thì khác nhau chính là do việc những lãi suất ngắn hạn được trông đợi là có những giá trị khác nhau trong những ngày tháng tương lai.

Điểm xuất phát của lý thuyết này là ở chỗ những người mua trái khoán không ưu tiên những trái khoán có một hạn kỳ thanh toán này hơn là những trái khoán có một hạn kỳ khác, do đó họ sẽ không giữ bất kỳ số lượng nào của một trái khoán nếu lợi tức dự tính của nó kém hơn lợi tức dự tính của một loại trái khoán khác có một kỳ hạn thanh toán khác. Những trái khoán có đặc tính này được gọi là những trái khoán thay thế hoàn hảo. Điều này có ý nghĩa thực tế là nếu những trái khoán có kỳ hạn thanh toán khác nhau là những trái khoán thay thế hoàn hảo thì lợi tức dự tính của các trái khoán này phải bằng nhau.

Để thấy quan điểm rằng những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau được coi là những trái khoán thay thế hoàn hảo đã dẫn tới giả thuyết về dự tính như thế nào, chúng ta hãy xem xét 2 chiến lược đầu tư sau đây :

1. Mua một trái khoán có hạn kỳ 1 năm, và sau đó khi nó mãn hạn qua 1 năm, mua một trái khoán có hạn kỳ 1 năm khác.
2. Mua một trái khoán 2 năm, giữ nó đến ngày mãn hạn.

Do cả 2 chiến lược phải có cùng một lợi tức dự tính nếu dân chúng đang giữ cả trái khoán 1 năm và trái khoán 2 năm, như thế thì lãi suất của trái khoán 2 năm phải bằng lãi suất trung bình của 2 trái khoán - 1 năm. Ví dụ, ta hãy nói rằng lãi suất hiện hành của trái khoán - một năm là 9% và bạn dự tính lãi suất của trái khoán một năm ở năm tới là 11%. Nếu bạn theo đuổi chiến lược thứ nhất mà mua hai trái khoán - một năm, thì lợi tức dự tính qua 2 năm nói trên sẽ có trung bình là $(9\% + 11\%)/2 = 10\%$ một năm. Bạn sẽ chỉ bằng lòng giữ cả hai : trái khoán - 1 năm và trái khoán - 2 năm nếu lợi tức dự tính mỗi năm của trái khoán - 2 năm

cũng như vậy tức 10%. Do đó, lãi suất của trái khoán -2 năm phải bằng 10% (lãi suất trung bình của 2 trái khoán - 1 năm nói trên).

Chúng ta có thể làm cho lý lẽ này tổng quát hơn. Hãy xem việc chọn giữ một trái khoán loại 2 giai đoạn trong 2 giai đoạn đối lại việc giữ hai trái khoán loại 1 giai đoạn.

Ta có những định nghĩa sau :

i_t = lãi suất hôm nay (thời điểm t) của một trái khoán loại 1 giai đoạn.

i_{t+1}^e = lãi suất của một trái khoán loại một giai đoạn dự tính cho giai đoạn sau (thời điểm $t + 1$).

i_{2t} = lãi suất hôm nay (thời điểm t) của trái khoán loại 2 giai đoạn.

Lợi tức dự tính qua 2 giai đoạn do mua và lưu giữ trái khoán hai giai đoạn nói trên là :

$$(1 + i_{2t})(1 + i_{2t}) - 1 = 1 + 2(i_{2t}) + (i_{2t})^2 - 1$$

Vì $(i_{2t})^2$ rất nhỏ [nếu $i_{2t} = 10\% = 0,1$ thì $(i_{2t})^2 = 0,01$],

ta có thể đơn giản hóa để có :

$$2(i_{2t})$$

Khi mua các trái khoán loại một giai đoạn, lợi tức dự tính qua 2 giai đoạn là :

$$(1 + i_t)(1 + i_{t+1}^e) - 1 = 1 + i_t + i_{t+1}^e + i_t(i_{t+1}^e) - 1$$

Vì $i_t(i_{t+1}^e)$ cũng rất nhỏ [nếu $i_t = i_{t+1}^e = 0,1$ thì $i_t(i_{t+1}^e) = 0,01$]

ta có thể đơn giản hóa để có :

$$i_t + i_{t+1}^e$$

Cả hai trái khoán sẽ được lưu giữ nếu những tiền lời dự tính này bằng nhau, tức là khi :

$$2(i_{2t}) = i_t + i_{t+1}^e$$

Giải tìm i_{2t} theo lãi suất một giai đoạn, ta có :

$$i_{2t} = \frac{i_t + i_{t+1}^e}{2} \quad (7.1)$$

điều này cho ta biết rằng lãi suất hai giai đoạn nói trên phải bằng trung bình của hai lãi suất một giai đoạn. Ta có thể tiến hành cũng những bước như thế cho những trái khoán có một hạn kỳ thanh toán dài hơn, do đó ta có thể nghiên cứu toàn bộ cấu trúc hạn kỳ lãi suất. Khi làm như vậy, chúng ta sẽ tìm ra rằng lãi suất i_{nt} của một trái khoán n giai đoạn phải bằng ⁽²⁾

$$i_{nt} = \frac{i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+n-1}^e}{n} \quad (7.2)$$

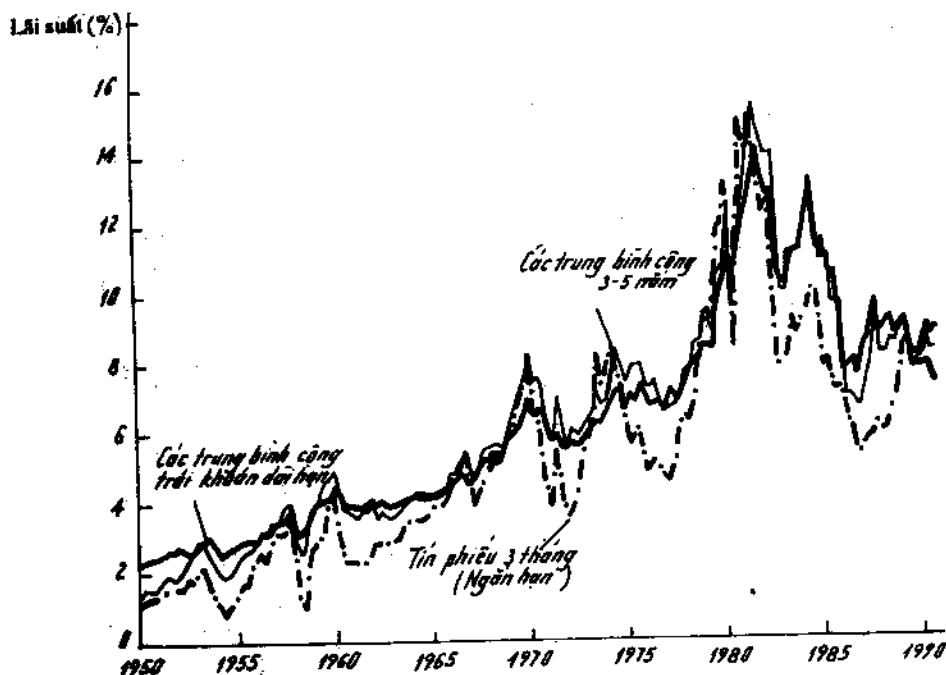
Phương trình 7.2 nói rằng lãi suất n giai đoạn bằng trung bình của các lãi suất một giai đoạn dự tính diễn ra trong quá trình tồn tại n giai đoạn của trái khoán này. Đây là một phát biểu lại của giả thuyết về dự tính bằng những lời lẽ chính xác hơn.

Giả thuyết về dự tính này là một lý thuyết hạng ưu, nó mang lại sự giải thích vì sao cấu trúc hạn kỳ của các lãi suất (như được trình bày bằng các đường lãi suất) thay đổi ở những thời điểm khác nhau. Khi đường lãi suất dốc lên, giả thuyết về dự tính gọi ra rằng lãi suất ngắn hạn được trông đợi tăng lên trong tương lai. Trong trường hợp khi lãi suất dài hạn hiện hành đang ở phía trên lãi suất ngắn hạn, trung bình của các lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi là cao hơn so với lãi suất ngắn hạn hiện hành, nó chỉ có thể xuất hiện nếu các lãi suất ngắn hạn được trông đợi tăng lên. Chúng ta đã thấy điều này trong một ví dụ cụ thể của chúng ta, ở đó lãi suất - 2 năm, 10% ở bên trên lãi suất - một năm hiện hành, 9%. Nghĩa là, lãi suất - 1 năm đó được trông đợi tăng trong năm tới đến mức 11%. Khi đường lãi suất dốc xuống, thì trung bình của các lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi là ở bên dưới lãi suất ngắn hạn hiện hành, hàm ý rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sụt giảm, tính trung bình, trong tương lai. Chỉ khi đường lãi suất là nằm ngang thì giả thuyết về dự tính mới gọi ra rằng các lãi suất ngắn hạn không được trông đợi có sự thay đổi, tính theo trung bình, trong tương lai.

Giả thuyết về dự tính cũng giải thích vì sao, như ta thấy trên Hình 7.4, những lãi suất của các trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau diễn biến theo nhau

(2) Sự phân tích như trên đã được tiến hành cho các trái khoán giảm giá. Các công thức lãi suất của những trái khoán coupon sẽ hơi khác những công thức trên đây, nhưng sẽ theo cùng một nguyên lý.

suất các khoảng thời gian. Theo truyền thống, các lãi suất ngắn hạn có đặc điểm là nếu chúng tăng lên hôm nay, chúng sẽ có xu hướng cao hơn trong tương lai. Do đó, một sự tăng ở các lãi suất ngắn hạn, sẽ làm tăng các mức dự tính của dân chúng về lãi suất ngắn hạn tương lai. Do các lãi suất dài hạn có liên quan đến trung bình của những lãi suất ngắn hạn tương lai dự tính, nên một sự tăng ở các lãi suất ngắn hạn cũng sẽ làm tăng các lãi suất dài hạn khiến cho các lãi suất ngắn hạn và dài hạn diễn biến theo nhau.



Hình 7.4. Các diễn biến lãi suất theo thời gian của những công trái chính phủ Mỹ với các hạn kỳ thanh toán khác nhau.

Giả thuyết về dự tính này là một lý thuyết hấp dẫn bởi vì nó mang lại sự giải thích đơn giản về hình thái diễn biến của cấu trúc hạn kỳ nói trên, nhưng không may, nó có một nhược điểm lớn. Có một kinh nghiệm thực tế quan trọng mâu thuẫn với lý thuyết này. Các đường lãi suất thường dốc lên, hàm ý rằng các lãi suất ngắn hạn thường được trông đợi tăng lên trong tương lai. Trong thực tiễn hiện nay, các lãi suất ngắn hạn có khả năng sụt giảm y như khả năng tăng lên. Nếu giả thuyết về dự tính là một lý thuyết hoàn chỉnh, thì các dự tính của thị

trường này về diễn biến của các lãi suất ngắn hạn là mâu thuẫn với các diễn biến thực tế. Việc này gây khó chịu cho các nhà kinh tế, bởi vì họ thấy khó tin rằng thị trường trái khoán là một thị trường kém thông minh. Giả thuyết về dự tính đã được sửa đổi để tính tới mâu thuẫn này, chúng ta sẽ xem xét khi thảo luận về lý thuyết môi trường ưu tiên.

Lý thuyết thị trường phân cách

Như tên gọi **lý thuyết thị trường phân cách** của cấu trúc hạn kỳ, nó xem xét các thị trường của những trái khoán có hạn kỳ khác nhau như là hoàn toàn riêng biệt và được cắt rời khỏi nhau. Lãi suất cho một trái khoán hạn kỳ nào đó lúc đó được xác định theo lượng cung và cầu đối với trái khoán hạn kỳ đó và không chịu tác dụng của lợi tức dự tính của những trái khoán có hạn kỳ khác.

Lý thuyết thị trường phân cách bắt đầu với tiên đề rằng những trái khoán với hạn kỳ thanh toán khác nhau hoàn toàn không phải là những thứ thay thế nhau, do đó lợi tức dự tính khi giữ một trái khoán có một hạn kỳ nào đó sẽ không tác dụng gì đến lượng cầu trái khoán có hạn kỳ khác. Lý thuyết cấu trúc hạn kỳ này như vậy hoàn toàn đối lập với giả thuyết về dự tính, giả thuyết này thừa nhận rằng những trái khoán có hạn kỳ khác nhau là những thứ thay thế nhau một cách hoàn hảo.

Lý lẽ vì sao những trái khoán có hạn kỳ khác nhau không phải là những thứ thay thế nhau là ở chỗ các nhà đầu tư có những ưu tiên mạnh mẽ cho những trái khoán ở một hạn kỳ nhưng không như thế với trái khoán ở hạn kỳ khác, và như vậy họ sẽ chỉ quan tâm đến lợi tức dự tính cho những trái khoán ở hạn kỳ mà họ ưu tiên. Điều này có thể xảy ra bởi họ có một khoảng thời gian lưu giữ riêng biệt đã hình thành trong đầu và nếu họ làm sao khớp được hạn kỳ của một trái khoán với khoảng thời gian lưu giữ riêng biệt mà họ mong muốn trong đầu như vừa nói trên, thì lúc ấy họ có thể thu được một lợi tức chắc chắn mà hoàn toàn không có rủi ro. (Ta đã thấy ở Chương 4 rằng với một trái khoán nếu hạn kỳ thanh toán bằng thời gian lưu giữ, thì lợi tức được gọi là chắc chắn bởi vì nó đúng bằng lãi suất hoàn vốn). Ví dụ, những người có một khoảng thời gian lưu giữ ngắn (trong tâm tư) sẽ ưu tiên lưu giữ những trái khoán ngắn hạn. Hoặc khác, nếu bạn đang định giành hân vốn cho đứa con còn nhỏ của bạn đi học, thì thời gian lưu giữ mong muốn của bạn có thể là dài hơn nhiều và bạn sẽ muốn lưu giữ những trái

khoản dài hạn.

Trong lý thuyết thị trường phân cách, những dạng đường lãi suất khác nhau được giải thích bằng lý do là lượng cung và cầu các trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau thì khác với nhau. Các đường cong lãi suất dốc lên bởi vì, theo lý thuyết thị trường phân cách thì lượng cầu về những trái khoán ngắn hạn tương đối cao hơn so với lượng cầu về những trái khoán dài hạn, và kết cục là trái khoán ngắn hạn có giá cao hơn, lãi suất thấp hơn trái khoán dài hạn. Một đường cong lãi suất dốc xuống cho thấy rằng lượng cầu trái khoán dài hạn là tương đối cao hơn và lãi suất của chúng khi ấy sẽ thấp. Do những đường con lãi suất thường dốc lên, lý thuyết này chỉ ra rằng, tính trung bình, mọi người thường ưu tiên lưu giữ trái khoán ngắn hạn hơn là trái khoán dài hạn.

Tuy lý thuyết thị trường phân cách này có thể giải thích vì sao các đường cong lãi suất thường có xu hướng dốc lên, nó vẫn còn có một nhược điểm lớn. Bởi vì nó coi các thị trường trái khoán cho những hạn kỳ khác nhau như được phân tách hoàn toàn khỏi nhau, thì không có lý do nào cho việc một sự tăng lãi suất của một trái khoán ở một kỳ hạn tác động đến lãi suất của một trái khoán ở một hạn kỳ khác. Do đó không thể giải thích được một sự thực gặp phải là những lãi suất của các trái khoán ở hạn kỳ khác nhau có xu hướng diễn biến theo nhau.

Như thế chúng ta ở trong tình trạng là có hai sự việc quan trọng xảy ra trên thực tế cần phải giải thích, tuy mỗi một trong số 2 lý thuyết của chúng ta về cấu trúc hạn kỳ có thể giải thích được một sự việc nhưng không giải thích được sự việc kia. Một động tác logic để giải quyết vấn đề này là kết hợp 2 lý thuyết, để đi đến lý thuyết môi trường ưu tiên.

Lý thuyết môi trường ưu tiên

Lý thuyết môi trường ưu tiên của cấu trúc hạn kỳ phát biểu như sau : Lãi suất của một trái khoán dài hạn sẽ bằng trung bình của những lãi suất ngắn hạn được trông đợi xuất hiện trong thời gian tồn tại của trái khoán dài hạn đó cộng với một mức bù hạn kỳ, mức bù này ứng với điều kiện cung cầu trái khoán đó.

Lý thuyết này thừa nhận rằng những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau là những thứ thay thế nhau, do đó lợi tức dự tính của một trái khoán này ảnh hưởng đến lợi tức dự tính của một trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác, nhưng nó cũng cho phép các nhà đầu tư ưu tiên một hạn kỳ trái khoán này hơn

một hạn kỳ khác. Như vậy, chúng ta có thể nghĩ về các nhà đầu tư như họ có một ưu tiên cho những trái khoán ở một hạn kỳ này hơn hạn kỳ trái khoán khác, như thế tức là họ có một thị trường trái khoán, ở đó họ yên tâm hoạt động hơn. Vậy ta có thể nói rằng họ có môi trường ưu tiên. Các nhà đầu tư vẫn rất thận trọng về những lợi tức dự tính của các trái khoán có một hạn kỳ khác với hạn kỳ ưu tiên của họ, và như vậy họ sẽ không cho phép những lợi tức dự tính của một trái khoán vượt ra quá xa giới hạn với lợi tức dự tính của một trái khoán khác với một hạn kỳ thanh toán khác. Do họ ưu tiên những trái khoán ở một hạn kỳ này hơn những trái khoán ở một hạn kỳ khác, họ sẽ sẵn lòng mua những trái khoán không có kỳ hạn ưu tiên chỉ trong trường hợp nếu họ có được một lợi tức dự tính hơi cao hơn.

Nếu, ví dụ các nhà đầu tư ưu tiên môi trường trái khoán ngắn hạn hơn trái khoán dài hạn, thì họ có thể sẵn lòng lưu giữ những trái khoán ngắn hạn ngay cả khi chúng có một lợi tức dự tính thấp hơn. Điều này nghĩa là các nhà đầu tư sẽ phải được trả một mức bù hạn kỳ dương để sẵn lòng lưu giữ trái khoán dài hạn. Một kết cục logic như thế sẽ cải biên nội dung giả thuyết về dự tính bằng cách đưa thêm một thành phần gọi là mức bù hạn kỳ dương vào phương trình mô tả tính tương quan giữa các lãi suất dài hạn và ngắn hạn. Lý thuyết môi trường ưu tiên được viết là :

$$i_{nt} = k_{nt} + \frac{i_1 + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + \dots + i_{t+n-1}^e}{n} \quad (7.3)$$

trong đó : k_{nt} = mức bù hạn kỳ cho trái khoán n giai đoạn tại thời điểm t .

Chúng ta hãy xem, liệu lý thuyết môi trường ưu tiên có phù hợp với 2 sự việc gặp trong thực tế mà ta đã thảo luận trước đây hay không. Nó giải thích vì sao những lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau diễn biến theo nhau qua thời gian 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.

Lý thuyết môi trường ưu tiên cũng giải thích vì sao các đường lãi suất thường dốc lên bằng cách công nhận rằng mức bù hạn kỳ có thể dương, là bởi vì mọi người ưu tiên lưu giữ những trái khoán ngắn hạn. Ngay cả khi nếu những lãi suất ngắn hạn thường được trông đợi giữ nguyên giá trị trung bình trong tương lai, thì các lãi suất dài hạn vẫn sẽ còn nằm bên trên các lãi suất ngắn hạn. Do đó

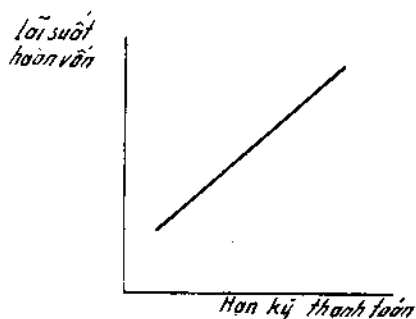
những đường lãi suất hoàn vốn dốc lên chỉ là chuyện bình thường.

Lý thuyết này có thể giải thích như thế nào về việc xuất hiện những đường lãi suất dốc xuống nếu mức bù hạn kỳ dương? Đó chắc chắn là vì rằng những lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ sụt giảm nhiều trong tương lai đến mức là trung bình của các lãi suất ngắn hạn dự tính thấp hơn lãi suất hiện hành khá nhiều. Như thế, ngay cả khi mức bù hạn kỳ dương được cộng thêm vào số trung bình này, lãi suất dài hạn kết cục sẽ vẫn ở bên dưới lãi suất ngắn hạn hiện hành.

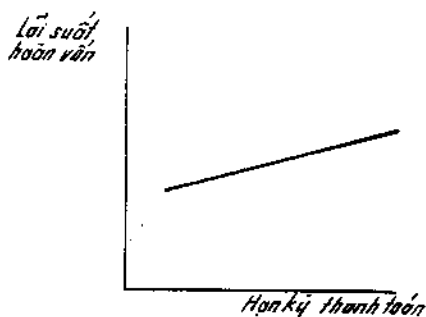
Còn một sự việc thực tiễn sau chót về những đường lãi suất hoàn vốn có thể được giải thích bằng lý thuyết môi trường ưu tiên. Các đường lãi suất hoàn vốn có xu thế một độ dốc lên đặc biệt khi các lãi suất ngắn hạn ở mức thấp và dốc xuống khi lãi suất ngắn hạn ở mức cao. Khi các lãi suất ngắn hạn thấp, dân chúng nói chung dự tính chúng tăng lên tới một mức bình thường nào đó trong tương lai, và trung bình của những lãi suất ngắn hạn dự tính tương lai là cao so với lãi suất ngắn hạn hiện hành. Với sự tăng thêm một mức bù hạn kỳ dương, các lãi suất dài hạn sẽ cao hơn hẳn những lãi suất ngắn hạn hiện hành và đường lãi suất hoàn vốn khi ấy sẽ có một hướng dốc lên. Ngược lại, nếu các lãi suất ngắn hạn ở mức cao, mọi người thường dự tính chúng xuống trở lại. 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 tương lai dự tính sẽ thấp hơn lãi suất ngắn hạn hiện hành nhiều đến mức bất kể là có mức bù hạn kỳ dương, đường lãi suất vẫn sẽ dốc xuống.

Như nội dung thảo luận của chúng ta chỉ ra, một đặc điểm hấp dẫn đặc biệt của lý thuyết môi trường ưu tiên là ở chỗ nó bảo ban những gì mà thị trường đang dự đoán về các lãi suất ngắn hạn tương lai chỉ bằng cách nhìn vào hướng dốc của đường lãi suất hoàn vốn. Một đường lãi suất hoàn vốn có độ dốc lớn [như ở phần (a) Hình 7.5] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi tăng trong tương lai. Một đường lãi suất hoàn vốn dốc thoải [như ở phần (b)] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn không được trông đợi tăng hay giảm nhiều trong tương lai. Một đường lãi suất hoàn vốn nằm ngang [như ở phần (c)] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi là giảm nhẹ trong tương lai. Cuối cùng, một đường lãi suất hoàn vốn dốc xuống [như ở phần (d)] cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giảm mạnh trong tương lai. Hãy xem Bài đọc thêm 7.3 để thấy chứng cứ cho những gì mà độ dốc của đường lãi suất hoàn vốn nói với chúng ta về các diễn biến tương lai của những lãi suất ngắn hạn.

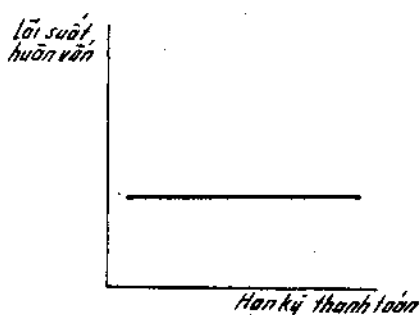
Tóm tắt. Lý thuyết môi trường ưu tiên là lý thuyết được chấp nhận rộng rãi



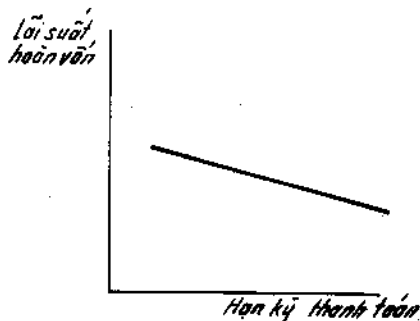
(a) Các lãi suất ngắn hạn chờ tăng



(b) Các lãi suất ngắn hạn chờ giữ nguyên



(c) Các lãi suất ngắn hạn chờ giảm nhẹ



(d) Các lãi suất ngắn hạn chờ giảm mạnh

Hình 7.5. Các đường lãi suất hoàn vốn và những dự tính về lãi suất ngắn hạn tương lai của thị trường.

nhất trong cấu trúc hạn kỳ của các lãi suất bởi vì nó giải thích các sự việc xảy ra trên thực tế về cấu trúc hạn kỳ khá tốt. Nó kết hợp các đặc điểm của cả giả thuyết về dự tính lẫn lý thuyết thị trường phân cách bằng cách xác nhận rằng một lãi suất dài hạn sẽ là tổng của một mức bù hạn kỳ (mức này được xác định bởi lượng cung và cầu các trái khoán với những hạn kỳ thanh toán khác nhau) và số trung bình của các lãi suất ngắn hạn được trông đợi xảy ra suốt thời gian tồn tại của trái khoán ấy.

Lý thuyết này giải thích các sự việc sau đây : (1) Lãi suất của các trái khoán có các hạn kỳ thanh toán khác nhau có xu hướng diễn biến theo nhau suốt trong thời gian ; (2) Các đường lãi suất hoàn vốn thường dốc lên ; và (3) Khi các lãi suất ngắn hạn thấp, các đường lãi suất hoàn vốn dễ có thể có một hướng dốc lên, ngược lại, khi các lãi suất ngắn hạn ở mức cao, các đường lãi suất hoàn vốn dễ có thể có một hướng dốc xuống.

Lý thuyết cũng trình bày ý nghĩa của những gì mà thị trường đang dự báo đối với diễn biến của các lãi suất ngắn hạn trong tương lai. Một hướng dốc lên của đường lãi suất hoàn vốn nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ tăng lên, một hướng dốc lên thoải thoải nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi giữ nguyên không đổi ; một hướng nằm ngang nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giảm nhẹ ; và một hướng dốc xuống nghĩa là các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ sụt mạnh.

BÀI ĐỌC THÊM 7.3.

Minh chứng mới về cấu trúc hạn kỳ

Một số nhà nghiên cứu khi xem xét cấu trúc hạn kỳ của những lãi suất trong những năm 1980 đã đặt câu hỏi : liệu độ dốc của đường lãi suất hoàn vốn có cung cấp thông tin về các diễn biến của những lãi suất ngắn hạn tương lai hay không ? Họ đã phát hiện rằng khoảng cách giữa những lãi suất dài hạn và ngắn hạn không phải luôn luôn giúp dự đoán các lãi suất ngắn hạn tương lai,

một phát hiện có thể xuất phát từ những dao động quan trọng của mức bù hạn kỳ cho những trái khoán dài hạn. Tuy vậy một nghiên cứu gần đây hơn, của Eugene Fama, Robert Bliss, John Campbell và Robert Shiller, nhờ sử dụng những thử nghiệm tính vi hơn, phát hiện rằng cấu trúc hạn kỳ chứa đựng những thông tin về các diễn biến tương lai của các lãi suất.

ỨNG DỤNG

NHỮNG ĐƯỜNG LÃI SUẤT HOÀN VỐN ĐÁNG LƯU Ý, 1980 - 1991

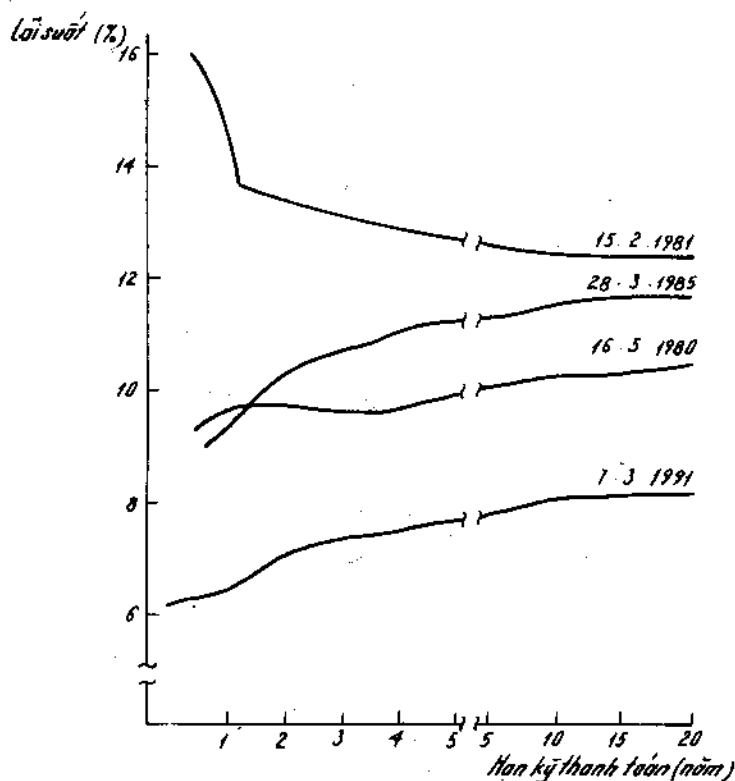
Hình 7.6 trình bày một đường lãi suất hoàn vốn khác nhau, chúng đã xuất hiện đối với những công trái chính phủ Mỹ trong các năm gần đây. Các đường lãi suất này nói với chúng ta những gì về các dự tính của công chúng đối với diễn biến tương lai của các lãi suất ngắn hạn ?

Hướng dẫn nghiên cứu

Hãy cố gắng trả lời cho câu hỏi trên đây trước khi tiếp tục đọc. Nếu bạn thấy phân vân khi trả lời nó bằng lý thuyết môi trường ưu tiên, trước hết hãy cố trả lời nó theo giả thuyết về dự tính (cách này đơn giản hơn bởi vì bạn không phải lo lắng về mức bù hạn kỳ). Khi bạn hiểu những dự tính về các lãi suất tương lai là gì trong trường hợp này, hãy cải biên phân tích của bạn bằng cách tính đến mức bù hạn kỳ.

Đường lãi suất hoàn vốn dốc mạnh xuống xuất hiện vào ngày 15/1/1981 cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi là sẽ giảm mạnh trong tương lai. Để cho các lãi suất dài hạn hơn với những mức bù hạn kỳ dương tính của chúng ở thấp hơn một cách rõ rệt so với lãi suất ngắn hạn nói trên, các lãi suất ngắn hạn phải được trông đợi sẽ giảm mạnh đến mức cao cho số trung bình của chúng thấp hơn nhiều so với lãi suất ngắn hạn hiện hành. Thực vậy, các mức dự tính của công chúng về các lãi suất ngắn hạn thấp hơn một cách rõ nét thể hiện rõ rệt ở đường lãi suất hoàn vốn đã trở thành hiện thực ngay sau ngày 15/1; tới tháng 3, các lãi suất tín phiếu kho bạc 3 tháng đã giảm từ mức 16% tới mức 13%.

Các đường lãi suất hoàn vốn dốc lên mạnh vào ngày 28/3/1985 và 7/3/1991, cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn sẽ tăng lên trong tương lai.



Hình 7.6. Các đường lãi suất cho các công trái chính phủ Mỹ.

TÓM TẮT

1. Các trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán sẽ có những lãi suất khác nhau bởi vì 3 yếu tố :

(a) rủi ro nợ, (b) tính lỏng, và (c) tình trạng thuế.

Một trái khoán càng có nhiều rủi ro vỡ nợ thì lãi suất của nó càng cao so với các trái khoán khác. Một trái khoán càng lỏng, lãi suất của nó sẽ càng thấp. Các trái khoán thuộc diện miễn thuế sẽ có lãi suất thấp hơn là nếu chúng không được miễn thuế. Tính tương quan giữa các lãi suất của các trái khoán có cùng hạn kỳ thanh toán, nảy sinh do 3 yếu tố này được gọi là cấu trúc rủi ro của lãi suất.

2. Có 3 lý thuyết về cấu trúc hạn kỳ, những lý thuyết này giúp giải thích các lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ khác nhau tương quan với nhau như thế nào. Giả thuyết về dự tính coi các lãi suất dài hạn như là bằng trung bình của những lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi xuất hiện trong suốt thời gian tồn tại của trái khoán dài hạn đó, trong khi đó lý thuyết thị trường phân cách coi việc xác định các lãi suất theo kỳ hạn thanh toán của mỗi một trái khoán như là chỉ do kết quả của cung và cầu trên thị trường đó.

Không một lý thuyết nào trong hai lý

thuyết này có thể giải thích được cả 2 hiện tượng thực tế là : các lãi suất của những trái khoán có hạn kỳ thanh toán khác nhau diễn biến theo nhau và các đường cong lãi suất thường dốc lên.

3. Lý thuyết môi trường ưu tiên kết hợp hai đặc điểm của 2 lý thuyết khác nhau nói trên và như làm như vậy có thể giải thích được những hiện tượng trên. Lý thuyết này coi các lãi suất dài hạn là bằng trung bình của những lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi xảy ra trong suốt thời gian tồn tại của 1 trái khoán dài hạn cộng với một mức bù hạn kỳ, mức bù này phản ánh lượng cung cầu về những trái khoán có hạn kỳ khác nhau. Lý thuyết này cho phép ta suy ra những dự tính của thị trường về diễn biến của những lãi suất ngắn hạn tương lai dựa trên đường lãi suất hoàn vốn.

Một đường dốc lên mạnh cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn tương lai được trông đợi tăng lên. Một đường dốc lên thoải cho biết rằng các lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giữ nguyên không đổi ; một đường nằm ngang cho biết lãi suất ngắn hạn được trông đợi sẽ giảm nhẹ ; và một đường dốc xuống cho biết rằng một sự giảm quan trọng của các lãi ngắn hạn được trông đợi trong tương lai.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Trái khoán nào phải có mức bù rủi ro cao hơn ở các lãi suất của nó : một trái khoán công ty với hạng Ba (Moody) hoặc một trái khoán công ty với hạng C ? Vì sao ?

* 2. Vì sao các tín phiếu kho bạc có các lãi suất thấp hơn so với những Giấy chứng

nhận tiền gửi bán lại được loại lớn (CD).

3. Mức bù rủi ro của các trái khoán công ty thường là ngược chu kỳ : tức là, chúng giảm trong giai đoạn phát đạt của 1 chu kỳ kinh doanh và tăng trong thời gian suy thoái. Vì sao lại như thế ?

* 4. Hãy trả lời câu sau đây là đúng, sai, hay không chắc chắn :

"Nếu những trái khoán với những hạn kỳ thanh toán khác nhau là những thứ dễ thay thế cho nhau, các lãi suất của chúng có thể diễn biến theo nhau".

Hãy giải thích.

5. Nếu các đường lãi suất hoàn vốn tính trung bình, là nằm ngang, thì điều này sẽ nói gì về mức bù hạn kỳ trong cấu trúc hạn kỳ ? Bạn sẽ sẵn lòng chấp nhận nhiều hay ít giả thuyết về dự tính ?

* 6. Khi thừa nhận rằng giả thuyết về dự tính là lý thuyết đúng đắn về cấu trúc hạn kỳ, hãy tính toán các lãi suất bằng cấu trúc hạn kỳ từ 1 đến 5 năm và vẽ các đường lãi suất hoàn vốn thu được cho những loạt sau đây của những lãi suất 1 năm qua thời gian 5 năm tiếp theo :

a) 5%, 7%, 7%, 7%, 7%

b) 5%, 4%, 4%, 4%, 4%

Các đường lãi suất của bạn sẽ thay đổi như thế nào nếu dân chúng ưu tiên các trái khoán ngắn hạn hơn các trái khoán dài hạn ?

7. Khi thừa nhận rằng giả thuyết về dự tính là lý thuyết đúng đắn về cấu trúc hạn kỳ, hãy tính toán các lãi suất theo cấu trúc hạn kỳ cho các hạn kỳ thanh toán 1 đến 5 năm và vẽ các đường lãi suất thu được cho đây sau đây của các lãi suất một năm qua 5 năm sau đó :

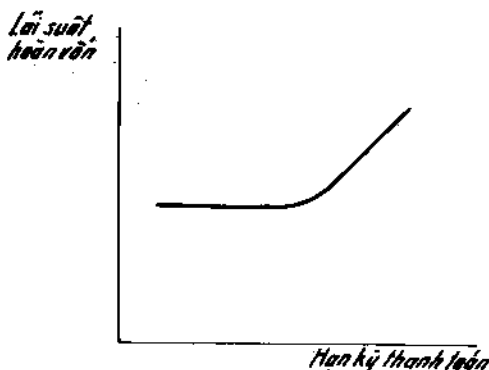
a) 5%, 6%, 7%, 6%, 5%

b) 5%, 4%, 3%, 4%, 5%

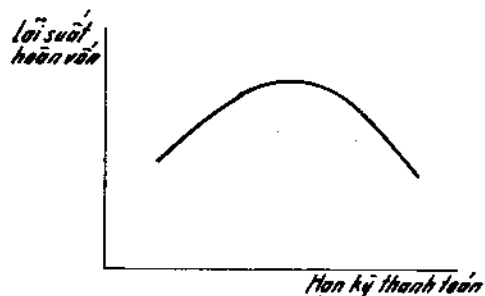
Những đường lãi suất hoàn vốn của bạn sẽ thay đổi thế nào nếu dân chúng ưu tiên các trái khoán ngắn hạn hơn những trái khoán dài hạn.

* 8. Nếu đường lãi suất hoàn vốn nhìn giống như hình sau đây, thì sự dự báo của thị trường sẽ là gì về diễn biến của các lãi suất ngắn hạn tương lai ?

Đường lãi suất hoàn vốn có thể cho thấy gì về những dự báo của thị trường về mức lạm phát trong tương lai ?



9. Nếu đường lãi suất hoàn vốn nhìn như hình sau đây thì thị trường đang dự báo gì về diễn biến của các lãi suất ngắn hạn tương lai ? Đường lãi suất có thể cho thấy gì về những dự báo của thị trường về mức lạm phát trong tương lai ?



* 10. Việc giảm mức thuế thu nhập sẽ có tác dụng gì đến các lãi suất của những trái khoán địa phương ? Các lãi suất của những chứng khoán kho bạc sẽ có bị tác động không ? Và nếu có, thì tác dụng như thế nào ?

Sử dụng phân tích kinh tế để dự báo tương lai

11. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho các lãi suất của những trái khoán của một công ty nếu chính phủ liên bang bảo đảm rằng chính phủ sẽ thanh toán cho các người mua trái khoán nếu công ty bị phá sản. Điều gì sẽ xảy ra cho các lãi suất của những chứng khoán kho bạc ?

* 12. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho mức bù rủi ro của các trái khoán công ty nếu chi phí môi giới được hạ thấp trong thị trường trái khoán công ty.

13. Nếu sự miễn thuế thu nhập của trái khoán địa phương bị bãi bỏ điều gì sẽ xảy ra với lãi suất của những trái khoán này ? Nó sẽ tác dụng gì đến lãi suất của kho bạc Mỹ ?

* 14. Việc bãi bỏ thuế tài sản sẽ có tác dụng gì đến lãi suất của "trái khoán hoa" và đến lãi suất của những loại chứng khoán khác của chính phủ Mỹ ?

15. Nếu mức dự tính về các lãi suất ngắn hạn tương lai bất ngờ tăng lên, thì điều gì sẽ xảy ra cho độ dốc của đường lãi suất hoàn vốn ?

Phần III

CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH

CHƯƠNG 8

Phân tích kinh tế về cấu trúc tài chính

LỜI DẪN

Một nền kinh tế lành mạnh và sôi động cần đến một hệ thống tài chính để chuyển vốn từ những người có tiền để dành tới những người có cơ hội đầu tư sinh lợi. Nhưng hệ thống tài chính làm thế nào để chắc chắn rằng đồng tiền tiết kiệm, mà bạn phải khó khăn mới có, được đưa tới Paula - nhà đầu tư sinh lợi hơn là tới Benny - một kẻ ăn bám ?

Chương này trả lời cho câu hỏi trên thông qua việc cung cấp một phân tích kinh tế về vấn đề cấu trúc tài chính của chúng ta được thiết kế như thế nào để đẩy mạnh hiệu quả kinh tế. Phân tích này tập trung vào một số nhỏ khái niệm kinh tế đơn giản rất hữu ích giúp chúng ta có thể giải thích những đặc điểm của các thị trường tài chính, ví dụ như vì sao các hợp đồng tài chính được viết như hiện nay, vì sao những trung gian tài chính lại giữ vai trò quan trọng hơn việc góp vốn cho người vay so với những thị trường chứng khoán, và vì sao các cuộc khủng hoảng tài chính lại xảy ra và có những hậu quả nghiêm trọng đối với nền kinh tế.

NHỮNG VẤN ĐỀ CƠ BẢN VỀ CẤU TRÚC TÀI CHÍNH

Hệ thống tài chính của chúng ta là hệ thống phức tạp về cấu trúc và chức năng. Có nhiều loại hình tổ chức khác nhau : ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ

nợ khác xa như vậy. Hợp đồng giao kèo hoặc hợp đồng vay tiền là những tài liệu pháp lý dài và điển hình (theo kiểu riêng) với những điều khoản (được gọi là **những qui định hạn chế**) giới hạn và định rõ những hoạt động nào đó mà người vay tiền có thể làm. Những qui định hạn chế không chỉ là một đặc điểm của những hợp đồng nợ cho các doanh nghiệp; các món vay mua ô tô và các món vay thế chấp mua nhà ở mà hầu hết chúng ta tiếp xúc với chúng một số lần trong cuộc đời cũng có những qui định hạn chế đòi hỏi người đi vay phải có bảo hiểm đầy đủ đối với ô tô hoặc nhà ở được mua bằng tiền vay đó. Vì sao các hợp đồng nợ phức tạp và có qui định hạn chế như vậy?

Bạn có thể nhớ lại Chương 3, một đặc điểm quan trọng của các thị trường tài chính là ở chỗ chúng có các chi phí giao dịch và chi phí thông tin đáng kể. Một phân tích kinh tế để xem các chi phí này tác động thế nào lên thị trường tài chính sẽ mang lại cho chúng ta một sự hiểu sâu hơn xem hệ thống tài chính của chúng ta hoạt động như thế nào. Trong phần tiếp theo, chúng ta nghiên cứu sự tác động của các chi phí giao dịch đối với cấu trúc của hệ thống tài chính của chúng ta.

CÁC PHÍ GIAO DỊCH ẢNH HƯỞNG ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH NHU THẾ NÀO

Phí giao dịch là một vấn đề lớn đối với những người có vốn dư để cho vay. Giả sử bạn được Paula, người đầu tư sinh lợi tìm đến. Paula cần 5000 đôla để mở doanh nghiệp của cô ta, bạn coi đây là một cơ hội đầu tư chắc chắn thành công. Bạn có một món tiền mặt và muốn cho cô ta vay món đó, nhưng để bảo vệ món đầu tư của bạn, bạn phải thuê một luật sư để viết ra một khế ước vay tiền và việc này sẽ làm bạn tốn 1000 đôla. Khi bạn hình dung ra chi phí giao dịch này để thực hiện cho vay tiền đó, bạn nhận ra rằng bạn không thể kiếm đủ tiền qua vụ giao dịch này và miễn cưỡng bảo Paula rằng cô ta phải tìm một nơi khác.

Bạn hãy còn 5000 đôla mà bạn muốn đầu tư, và do vậy bạn nghĩ đến đầu tư vào thị trường cổ phiếu. Tuy vậy, một lần nữa bạn lại gặp phải chi phí giao dịch cao. Do bạn chỉ có 5000 đôla, bạn chỉ có thể mua một số lượng nhỏ cổ phần. Người môi giới cổ phiếu lúc đó bảo bạn rằng, món mua của bạn nhỏ quá khiến họ không môi giới cho việc mua cổ phiếu mà bạn định sẽ phải chịu một tỉ lệ phần trăm lớn của giá mua số cổ phần này. Nếu thay vào đó bạn quyết định mua một trái khoán, vấn đề bây giờ lại còn tồi tệ hơn bởi vì hạng tiền nhỏ nhất của một trái khoán là 10.000 đôla và bạn không có nhiều như thế để đầu tư. Thực vậy, người

môi giới của bạn thậm chí có thể không hề quan tâm gì đến việc kinh doanh của bạn vì tầm cỡ nhỏ của khoản tiền đó không bỏ bèn gì. Một lần nữa bạn bị thất vọng và nhận ra rằng bạn sẽ không thể dùng thị trường tài chính để thu được lợi tức bằng món tiền tiết kiệm mà bạn phải khó khăn mới kiếm được. Tuy thế bạn có thể có một số an ủi ở chỗ là bạn không phải chỉ có một mình bị trở ngại bởi chi phí giao dịch cao. Đây là sự việc đời thường cho hầu hết chúng ta, vì hầu hết các gia đình Mỹ không hề sở hữu một chứng khoán nào.

Bạn cũng gặp phải khó khăn khác do chi phí giao dịch cao. Do bạn chỉ sẵn có một món vốn nhỏ hiện tại, bạn chỉ có thể làm một số nhỏ cuộc đầu tư. Tức là, bạn buộc lòng đặt tất cả trứng của bạn vào một cái rổ và việc không có khả năng đa dạng hóa của bạn sẽ dẫn bạn tới trước một lỗ rủi ro.

Những trung gian tài chính giảm chi phí giao dịch như thế nào ?

Những ví dụ của các vấn đề do chi phí giao dịch tạo ra nói trên chứng tỏ rằng những người tiết kiệm được các món nhỏ như bạn hoặc những người đi vay như Paula có thể bị đứng ngoài các thị trường tài chính và như thế không có khả năng thu lợi nhờ chúng. Liệu có một ai đó đến giúp ? Câu trả lời là "có". Những trung gian tài chính, một bộ phận quan trọng của hệ thống tài chính, đã tiến triển để giảm các chi phí giao dịch và cho phép những người tiết kiệm có món nhỏ và những người vay món nhỏ thu được lợi nhờ sự hiện hữu của các thị trường tài chính.

Tiết kiệm do qui mô. Một giải pháp cho vấn đề chi phí giao dịch cao là góp những vốn muốn cho vay của nhiều nhà đầu tư với nhau do vậy họ có thể thu được lợi ích nhờ **phương pháp tiết kiệm do qui mô**, tức là, sự giảm chi phí giao dịch cho mỗi đôla đầu tư khi quy mô giao dịch tăng lên. Nhờ gộp các vốn của những nhà đầu tư lại với nhau, chi phí giao dịch cho mỗi cá nhân nhà đầu tư nhỏ hơn nhiều. Phương pháp *tiết kiệm do qui mô* tồn tại vì chi phí tổng cộng của việc thực hiện một cuộc giao dịch trong các thị trường tài chính tăng lên chỉ một chút ít khi quy mô giao dịch tăng lên. Ví dụ, chi phí dàn xếp cho một vụ mua 10.000 cổ phần không lớn hơn nhiều so với chi phí dàn xếp cho một vụ mua 50 cổ phần.

Sự hiện diện phương pháp *tiết kiệm do quy mô* trong các thị trường tài chính giúp giải thích vì sao những trung gian tài chính được phát triển và là một bộ phận quan trọng đến như vậy trong cấu trúc tài chính của chúng ta. Ví dụ sáng tỏ nhất về một trung gian tài chính xuất hiện qua phương pháp tiết kiệm do quy

phản ánh chất lượng trung bình của những cái xe trong thị trường đó, tức là giá nằm ở đâu đó giữa giá trị thấp của một quả chanh và giá trị cao của một cái xe tốt.

Người sở hữu cái xe đã qua sử dụng dễ có khả năng biết cái xe này đang tốt hay là 1 "quả chanh".

Nếu cái xe này là một "quả chanh" thì người chủ sẽ vô cùng sung sướng bán với giá mà người mua định trả. Tuy vậy nếu đó là một cái xe đang tốt, người chủ của nó biết cái xe của ông ta bị đánh giá thấp, nên ông ta không muốn bán nó. Hậu quả của việc lựa chọn đối nghịch này là sẽ rất ít xe đã qua sử dụng nhưng chất lượng còn tốt có mặt ở thị trường này. Do giá theo chất lượng trung bình của một xe đã qua sử dụng có trên thị trường này sẽ thấp và do rất ít người muốn mua một "quả chanh", nên thị trường này sẽ có doanh số nhỏ. Thị trường xe đã qua sử dụng nói trên sẽ hoạt động tồi và thực tế là không hoạt động.

Những "quả chanh" trong các thị trường cổ phiếu và trái khoán

Một vấn đề những quả chanh tương tự trên đây nảy sinh trong các thị trường chứng khoán, tức là, các thị trường nợ (trái khoán) và thị trường cổ phần (cổ phiếu). Giả sử anh bạn Irving của chúng ta, nhà đầu tư, một người đang dự tính mua các chứng khoán ví dụ những cổ phiếu, không thể phân biệt được đâu là những công ty tốt có lợi tức dự tính cao và rủi ro thấp và đâu là những công ty tồi, có lợi tức dự tính thấp và rủi ro cao. Trong tình trạng này Irving sẽ chỉ muốn trả một giá phản ánh chất lượng trung bình của những công ty phát hành ra các chứng khoán - một giá nằm giữa giá trị của những chứng khoán của các công ty tồi và giá trị của những chứng khoán của những công ty tốt. Nếu các người chủ hoặc các người quản lý của một công ty tốt có thông tin tốt hơn so với của Irving và biết rằng họ là một công ty tốt, thì họ biết rằng những chứng khoán của họ bị đánh giá thấp và sẽ không muốn bán chúng cho Irving ở cái giá mà Irving trả. Những hãng sẵn lòng bán cho Irving các chứng khoán sẽ là các hãng tồi (bởi vì giá này cao hơn mức các chứng khoán của họ đáng giá). Anh bạn Irving của ta không phải là người kém thông minh : Anh ta không muốn nắm giữ những chứng khoán trong các công ty tồi và như vậy anh ta sẽ quyết định không mua các chứng khoán ở thị trường này. Một kết luận tương tự kết luận cho thị trường ô tô đã qua sử dụng nói trên, thị trường chứng khoán này sẽ không hoạt động tốt lắm vì ít công ty sẽ bán chứng khoán trong thị trường đó để tăng vốn.

Sự phân tích này là tương tự nếu Irving tính chuyện mua một công cụ nợ

công ty trong thị trường trái khoán chứ không mua một cổ phần. Irving sẽ chỉ mua một trái khoán nếu lãi suất của nó đủ cao để bù cho anh ta mức rủi ro về nợ trung bình của món hàng của các công ty tồi đang cố gắng bán món nợ này. Các chủ nhân có hiểu biết của những công ty tốt nhận ra rằng họ sẽ phải trả một lãi suất cao hơn mức mà đáng ra họ phải trả và do vậy họ có thể không muốn vay trong thị trường này. Chỉ những hãng tồi sẽ sẵn lòng vay và do những nhà đầu tư như Irving không ham muốn mua những trái khoán do các công ty tồi phát hành, và có khả năng là họ chẳng mua một trái khoán nào, rất ít trái khoán có thể được bán ở thị trường này và như vậy nó sẽ không là một nguồn tài chính tốt.

Sự phân tích đối nghịch (vấn đề những quả chanh) mà chúng ta vừa tiến hành, giải thích vấn đề 2 - Vì sao không ở một nước nào trên thế giới những chứng khoán có thể mua bán được lại là nguồn tài chính hàng đầu cho các công ty kinh doanh. Nó cũng giúp giải thích một phần vấn đề 1 - vì sao các cổ phiếu không phải là một nguồn tài chính quan trọng cho những nhà kinh doanh Mỹ. Sự hiện diện của vấn đề những quả chanh khiến các thị trường chứng khoán như các thị trường cổ phiếu và trái khoán không hữu hiệu trong việc chuyển vốn từ người tiết kiệm tới người đi vay.

Các giải pháp cho vấn đề chọn lựa đối nghịch

Nếu không còn vấn đề thông tin không cân xứng, thì vấn đề những quả chanh cũng biến mất. Nếu một người mua cũng biết nhiều về chất lượng của một cái ôtô như người bán nó, như thế có ta cũng có thể phân biệt một cái xe tốt với một "quả chanh", lúc đó người mua nó sẽ sẵn lòng trả giá đúng với giá trị của một cái xe đã qua sử dụng nhưng tốt. Do các người chủ của một xe đã qua sử dụng còn tốt nay có thể có được một giá đích thực, họ sẽ sẵn lòng bán chúng trong thị trường này. Thị trường này sẽ có nhiều vụ giao dịch và sẽ làm công việc được định ra cho nó : chuyển những chiếc xe tốt tới những người muốn chúng. Tương tự, nếu những người mua chứng khoán có thể phân biệt được những công ty tốt và những công ty tồi, họ sẽ trả giá đầy đủ giá trị của những chứng khoán do các công ty tốt phát hành, và các công ty tốt sẽ bán những chứng khoán của họ trong thị trường này. Thị trường các chứng khoán này khi ấy có khả năng chuyển vốn tới các công ty tốt có những cơ hội đầu tư sinh lợi nhất.

Tự sản xuất và bán thông tin

Giải pháp cho vấn đề lựa chọn đối nghịch (vấn đề những quả chanh) trong các thị trường tài chính là đưa ra thông tin có tác dụng loại bỏ thông tin không cân xứng và cho phép những người cung cấp vốn có thông tin đầy đủ về những cá nhân hay những công ty cần tài trợ cho các hoạt động đầu tư. Một cách để thu lượng thông tin này cho những người tiết kiệm và những người đi vay là có các công ty riêng thu thập và đưa ra thông tin, thông tin này giúp phân biệt các công ty tốt với các công ty tồi, rồi bán nó cho những người mua chứng khoán. Ở Mỹ, những công ty như Standard and Poor, Moody, và Value Line tập hợp thông tin về tình trạng các bản quyết toán của các công ty ấy và về các hoạt động đầu tư của họ, công bố các số liệu này và bán nó cho các người đặt mua (các cá nhân, các thư viện, và các trung gian tài chính liên quan đến việc mua những chứng khoán).

Hệ thống sản xuất và bán thông tin riêng này, tuy thế không giải quyết được một cách đầy đủ vấn đề lựa chọn đối nghịch nói trên trong các thị trường chứng khoán bởi vì một vấn đề được gọi là **vấn đề người đi xe không tốn tiền**. Vấn đề người đi xe không tốn tiền xảy ra khi những người không chi tiền mua thông tin vẫn có thể hưởng lợi của thông tin mà người khác đã mua. Vấn đề người đi xe không tốn tiền này gợi ra rằng việc bán thông tin riêng sẽ chỉ là một giải pháp có tính chất bộ phận cho vấn đề những quả chanh. Để thấy vì sao, ta hãy giả sử rằng bạn vừa mua được thông tin cho bạn biết những công ty nào là tốt, những công ty nào tồi. Bạn tin rằng việc mua này đáng giá bởi vì bạn có thể bù đắp chi phí thu thập thông tin này, bằng cách mua những chứng khoán của những công ty tốt được định giá rẻ. Tuy nhiên, khi nhà đầu tư khôn khéo Irving của chúng ta thấy bạn mua những chứng khoán nào đó, anh ta liền mua theo với bạn mặc dù anh ta không mua thông tin này. Nếu nhiều nhà đầu tư khác xử sự như Irving, yêu cầu số lượng tăng cao của những chứng khoán vừa tốt vừa hời giá khiến cho giá thấp của chúng bị nâng ngay lên để phản ánh giá trị thật của những chứng khoán này. Do hậu quả của việc có những người đi xe không tốn tiền, chẳng bao lâu bạn sẽ không còn có thể mua được những chứng khoán này với giá rẻ hơn giá thực của chúng. Bây giờ, do bạn không còn giành được những lợi tức thêm do việc mua thông tin này, bạn nhận ra rằng đáng lẽ bạn không cần phải mua thông tin này ngay từ đầu. Nếu những nhà đầu tư khác cũng nhận ra điều giống bạn, các công ty riêng và các cá nhân có thể không còn khả năng bán đủ lượng về thông tin để xứng với chi phí thu thập và sản xuất nó. Khả năng thu lợi của các

công ty riêng nhờ vào bán thông tin yếu đi, nghĩa là có ít thông tin được sản xuất ra hơn trong thị trường này, và như thế vấn đề lựa chọn đối nghịch (vấn đề các quả chanh) sẽ vẫn còn gây trở ngại cho việc hoạt động hữu hiệu của các thị trường chứng khoán.

Điều hành của chính phủ để làm tăng thông tin trong các thị trường chứng khoán

Vấn đề người đi xe không tốn tiền ngăn trở thị trường tư nhân sản xuất đủ thông tin để loại bỏ thông tin không cần xứng là loại thông tin đưa đến sự chọn lựa đối nghịch. Liệu các thị trường tài chính có thể trông cậy vào sự can thiệp của chính phủ không? Ví dụ chính phủ có thể sản xuất thông tin để giúp các nhà đầu tư phân biệt những công ty tốt và những công ty tồi và cung cấp miễn phí cho công chúng. Tuy nhiên giải pháp này sẽ khiến chính phủ liên hệ vào việc phát ra những thông tin tiêu cực (thông tin về sự không tốt) về các công ty, một thực tiễn có thể là khó khăn về chính trị. Một khả năng giải quyết khác (mà chính phủ Mỹ và hầu hết các chính phủ khác trên thế giới áp dụng) là chính phủ điều hành các thị trường chứng khoán theo phương thức khuyến khích các công ty tiết lộ thông tin về bản thân họ, do đó các nhà đầu tư có thể xác định một hăng là tốt hay tồi đến mức nào. Ở Mỹ, Ủy ban hối đoái và chứng khoán là cơ quan chính phủ, Ủy ban này yêu cầu các công ty có bán các chứng khoán của họ ra các thị trường công cộng phải tôn trọng những nguyên tắc kế toán chuẩn và phải cho biết thông tin về doanh số, tài sản và thu nhập của họ. Những qui định tương tự cũng tồn tại ở các nước khác.

Vấn đề thông tin không cần xứng và việc chọn lựa đối nghịch trong các thị trường tài chính như vậy giúp giải thích vì sao các thị trường tài chính nằm trong số những bộ phận được điều hành một cách ngặt nghèo nhất trong nền kinh tế (vấn đề 5). Quy chế của chính phủ để tăng lượng thông tin cho các nhà đầu tư là cần thiết để giảm vấn đề lựa chọn đối nghịch, một vấn đề cản trở sự hoạt động hữu hiệu của các thị trường chứng khoán (cổ phiếu và trái khoán).

Tuy vậy qui chế chính phủ chỉ làm giảm nhẹ vấn đề lựa chọn đối kháng, mà không loại bỏ được nó. Ngay cả khi các công ty cung cấp thông tin cho công chúng về doanh số, tài sản hay thu nhập lợi tức của họ, họ vẫn còn có nhiều thông tin hơn các nhà đầu tư: Còn có thêm rất nhiều thứ để giúp biết về chất lượng của một công ty chứ không chỉ những thông tin về doanh số và lợi tức mà

công ty cung cấp. Hơn thế, các công ty tồi có thủ thuật để khiến bản thân họ trông giống như các công ty tốt và điều này sẽ làm họ có thể bán các chứng khoán của họ theo giá cao hơn. Bởi vậy, các công ty tồi sẽ có những cách riêng để trình bày những thông tin mà họ phải chuyển tới công chúng, gây khó khăn cho những nhà đầu tư trong việc phân biệt các công ty tốt và các công ty tồi.

Sự trung gian tài chính. Cho tới bây giờ, ta đã thấy rằng việc tư nhân cung cấp thông tin và sự điều hành của chính phủ không loại bỏ được vấn đề chọn lựa đối nghịch trong các thị trường tài chính. Vậy cấu trúc tài chính làm thế nào để giúp đẩy mạnh dòng vốn tới những người có các cơ hội đầu tư sinh lợi khi có sự hiện diện của thông tin không cân xứng? Ta hãy bắt đầu từ cấu trúc của thị trường ô tô đã qua sử dụng.

Một đặc điểm của thị trường ô tô đã qua sử dụng là ở chỗ hầu hết các xe đã dùng không được bán trực tiếp từ một người sang cho người khác. Một người tính chuyện mua xe dùng rồi có thể mua một tạp chí, ví dụ như *Consumer Reports* (Bản tin cho người tiêu dùng) để tìm xem liệu có một kiểu xe nào đó có một kỷ lục về ít phải sửa chữa hay không. Tuy nhiên, việc đọc *Consumer Reports* không giải quyết được vấn đề chọn lựa đối nghịch vì rằng ngay cả nếu có một kiểu xe nào đó rất nổi tiếng, thì chiếc xe thực tế mà một người nào đó đang cố bán có thể là một "quả chanh". Người dự tính mua này cũng có thể mang chiếc xe đến một cơ sở sửa chữa xe để kiểm tra sơ bộ. Nhưng làm sao nếu người dự tính mua này không biết cơ sở sửa chữa nào để yên tâm ủy nhiệm công việc kiểm tra, hoặc làm sao nếu cơ sở đó sẽ đòi một chi phí cao để đánh giá chiếc xe?

Bởi vì những trở ngại này gây khó khăn cho những cá nhân trong việc thu thập đủ thông tin về những chiếc xe đã qua sử dụng, hầu hết xe đã qua sử dụng không được bán trực tiếp từ một người cho một người khác. Thay vào đó, chúng được bán qua một trung gian - người buôn xe đã qua sử dụng, người này mua các xe đã qua sử dụng của những người đó rồi lại bán lại cho những người khác. Những người buôn xe đã qua sử dụng sản xuất thông tin trong thị trường vì họ trở thành những chuyên gia am hiểu về việc xác định xem một chiếc xe là tốt hay là một "quả chanh". Một khi họ biết một chiếc xe là tốt, họ có thể bán nó theo một số dạng bảo đảm : hoặc một sự bảo đảm nói rõ ra, ví dụ một cam kết bảo hành, hoặc một sự bảo đảm ngầm thực hiện qua danh tiếng về sự lương thiện của họ. Dân chúng dễ có thể mua một xe đã qua sử dụng vì có bảo đảm của một người buôn xe và người buôn này có thể thu lợi do việc tạo ra thông tin về chất lượng xe, nhờ đó có thể bán chiếc xe này ở một giá cao hơn giá mà họ đã mua nó. Nếu

người buôn mua và sau đó bán lại một cái xe nào đó mà họ đã tạo ra thông tin, họ tránh được vấn đề có ai đó đã sử dụng tự do thông tin mà họ đã tạo ra.

Giống như những người buôn xe cũ giúp giải quyết các vấn đề lựa chọn đối nghịch trong thị trường ô tô, những trung gian tài chính đóng một vai trò tương tự trong các thị trường tài chính. Một trung gian tài chính, như một ngân hàng, trở nên một chuyên gia trong việc tạo ra thông tin về các công ty, do đó họ có thể phân loại các trường hợp đầu tư tốt và các trường hợp đầu tư tồi. Khi đó họ có thể thu vốn từ những người gửi tiền và cho những công ty làm ăn tốt vay. Một ngân hàng có khả năng thực hiện hầu hết các món cho vay tới những công ty làm ăn tốt, nên ngân hàng này có thể thu lợi nhuận cao hơn do những món vay này so với lãi mà họ thanh toán cho những người gửi tiền.

Một thành phần quan trọng nằm trong năng lực thu lợi của một ngân hàng từ thông tin họ tạo ra là ở chỗ họ tránh được vấn đề người đi xe không tốn tiền, trước hết bằng việc thực hiện các món cho vay riêng hơn là việc mua các chứng khoán trong một thị trường tự do. Bởi vì một món cho vay riêng rẽ không thể mua bán được, những nhà đầu tư khác không thể theo dõi được ngân hàng đang làm gì và không thể đặt giá cạnh tranh món cho vay này khiến cho ngân hàng đó không nhận được khản bù đắp cho thông tin mà ngân hàng đã tạo ra. Vai trò của ngân hàng như một trung gian nắm giữ hầu hết các món cho vay không thể đem ra mua bán được là chìa khóa cho sự thành công của ngân hàng trong việc giảm vấn đề thông tin không cân xứng trên các thị trường tài chính.

Phân tích của chúng ta về lựa chọn đối nghịch chỉ ra rằng những trung gian tài chính nói chung và các ngân hàng nói riêng do họ nắm giữ một tỉ lệ lớn các món cho vay không thể đem ra mua bán được sẽ đóng một vai trò lớn hơn trong việc chuyển vốn tới các công ty so với các thị trường chứng khoán. Như thế phân tích của chúng ta giải thích vấn đề 3 và 4 : vì sao tài chính gián tiếp quan trọng nhiều hơn đến như vậy so với tài chính trực tiếp và vì sao các ngân hàng là nguồn bên ngoài quan trọng nhất để tài trợ cho kinh doanh.

Phân tích của chúng ta về chọn lựa đối nghịch cũng giải thích những công ty nào trong số các công ty có nhiều khả năng vay được vốn từ các ngân hàng và các trung gian tài chính khác hơn là vay các thị trường chứng khoán. Một công ty càng được hiểu rõ thì càng có nhiều thông tin về các hoạt động nó đưa ra ở chỗ giao dịch. Như vậy tạo dễ dàng hơn cho các nhà đầu tư đánh giá chất lượng của công ty này và xác định xem nó là một công ty tốt hay tồi. Do các nhà đầu tư có ít băn khoăn hơn về lựa chọn đối nghịch đối với những công ty đã được biết rõ, họ

sẽ sẵn sàng đầu tư trực tiếp vào các chứng khoán của các công ty đó. Như thế chúng ta có một giải thích cho vấn đề 6 : Một công ty càng lớn và càng già dặn, các nhà đầu tư càng có nhiều thông tin về nó, và càng có nhiều khả năng hơn để công ty này có thể thu vốn ở các thị trường chứng khoán.

Vật thế chấp và giá trị tài sản ròng. Chọn lựa đối nghịch chỉ gây trở ngại cho hoạt động của các thị trường tài chính nếu người cho vay chịu một tổn thất khi 1 người đi vay không thể thanh toán các món tiền vay và chịu vỡ nợ. Vật thế chấp là vật sở hữu được cam kết trả cho người cho vay nếu người vay vỡ nợ, giúp giảm được hậu quả của lựa chọn đối nghịch vì nó giảm được tổn thất của người cho vay trong trường hợp có vỡ nợ. Nếu một người vay bị vỡ nợ đối với một món vay, người cho vay có thể bán vật thế chấp và dùng tiền thu được để bù lại tổn thất ở món cho vay đó. Ví dụ, nếu bạn thất bại, không thanh toán được món vay thế chấp của bạn, người cho bạn vay có thể sở hữu ngôi nhà của bạn, bán công khai nó đi, và dùng tiền thu được để thanh toán dứt điểm món cho vay đó. Các người cho vay như vậy dễ chấp nhận việc cho vay có vật thế chấp, và các người vay sẵn lòng cung cấp vật thế chấp vì việc giảm rủi ro cho người vay khiến họ dễ có thể vay được tiền nhanh chóng và còn có thể với một lãi vay nhẹ hơn. Sự có mặt của chọn lựa đối nghịch trong các thị trường tín dụng giải thích vì sao vật thế chấp là một đặc điểm nổi bật của những hợp đồng nợ (vấn đề 7).

Giá trị tài sản ròng (net worth), cũng còn gọi là **vốn cổ phần** (equity capital), là hiệu giữa tài sản có của một công ty (gồm những tài sản nó sở hữu hoặc bị nợ) và tài sản nợ của nó (tài sản mà nó nợ) ; Giá trị tài sản ròng có thể thực hiện một vai trò tương tự như vật thế chấp. Nếu một công ty có một giá trị tài sản ròng cao, thì ngay cả nếu công ty thực hiện những cuộc đầu tư khiến công ty bị lỗ vốn và dẫn đến việc vỡ nợ của công ty đó, lúc đó người cho công ty này vay đều có thể sở hữu giá trị tài sản ròng của công ty, bán nó đi và dùng tiền thu được để bồi thường một số trong những tổn thất do món vay này gây ra. Ngoài ra, một công ty càng có nhiều giá trị tài sản ròng hàng đầu, nó càng có ít khả năng vỡ nợ bởi vì công ty này có một dự trữ tài sản có thể dùng để thanh toán xong các món nợ của mình.

Do đó, nếu những công ty đang đi tìm vay tiền mà có giá trị tài sản ròng cao, thì việc chọn lựa đối nghịch sẽ ít quan trọng, và những người cho vay sẽ sẵn lòng cho vay. Sự phân tích này minh họa cho câu nói "chỉ những người không cần tiền có thể vay tiền".

Tóm tắt. Tới đây, chúng ta đã dùng khái niệm chọn lựa đối nghịch để giải thích 7 trong 8 vấn đề về cấu trúc tài chính nêu ra trước đây : 4 vấn đề đầu tiên nhấn mạnh tầm quan trọng của những trung gian tài chính và sự tương đối ít quan trọng của các thị trường chứng khoán trong việc tài trợ cho các công ty ; vấn đề thứ 5, về các thị trường tài chính là một trong những bộ phận của nền kinh tế được điều hành một cách ngặt nghèo nhất ; vấn đề thứ 6, nói lên một thực tế là chỉ những công ty lớn, được thiết lập vững chắc mới với tới được thị trường chứng khoán ; và vấn đề thứ 7, nói lên vật thể chấp là một đặc điểm quan trọng của các hợp đồng nợ. Trong phần tới, chúng ta sẽ thấy rằng một khái niệm thông tin không cân xứng khác về rủi ro đạo đức mang lại những lý do bổ sung khiến những trung gian có vai trò quan trọng và các thị trường chứng khoán có vai trò tương đối không quan trọng trong việc tài trợ cho các công ty. Khái niệm này cũng mang lại những lý do bổ sung cho sự thịnh hành của quy chế chính phủ và cho sự quan trọng của vật thể chấp trong các hợp đồng nợ. Ngoài ra, khái niệm rủi ro đạo đức có thể được dùng để giải thích vấn đề cuối cùng của chúng ta (vấn đề 8) là tại sao các hợp đồng nợ là những tài liệu pháp lý phức tạp đề ra những hạn chế cơ bản về thái độ xử sự của người vay.

RỦI RO ĐẠO ĐỨC TÁC ĐỘNG ĐẾN VIỆC CHỌN LỰA GIỮA CÁC HỢP ĐỒNG NỢ VÀ CÁC HỢP ĐỒNG VỐN CỔ PHẦN NHU THẾ NÀO ?

Rủi ro đạo đức xuất hiện sau khi cuộc giao dịch diễn ra, khi người bán chứng khoán muốn dấu thông tin và thực hiện những hoạt động mà người mua chứng khoán không mong muốn. Rủi ro đạo đức có hậu quả quan trọng khiến một công ty thấy dễ dàng dựng vốn bằng hợp đồng nợ hơn là hợp đồng vốn cổ phần.

Rủi ro đạo đức trong các hợp đồng vốn cổ phần : vấn đề giữa người ủy thác - người đại lý

Những hợp đồng vốn cổ phần, ví dụ cổ phiếu thường, là những trái quyền (quyền được hưởng) đối với một phần trong những lợi tức và những tài sản của một công ty kinh doanh. Những hợp đồng vốn cổ phần là chủ đề cho một ví dụ riêng về rủi ro đạo đức gọi là vấn đề giữa người ủy thác - người đại lý. Khi

những người quản lý chỉ sở hữu 1 phần nhỏ một công ty mà họ làm việc trong đó, thì những cổ đông mà sở hữu hầu hết vốn cổ phần của công ty này (gọi là những người ủy thác), tách khỏi những người quản lý, những người quản lý này gọi là những người đại lý của những người chủ sở hữu công ty nói trên. Sự tách biệt giữa sự sở hữu và quản lý này dẫn đến rủi ro đạo đức, trong đó những người quản lý công việc có thể hành động vì lợi ích của cá nhân họ hơn là vì lợi ích của những cổ đông chủ sở hữu (những người ủy thác) bởi vì những người quản lý có ít ý muốn làm tối đa lợi tức so với những cổ đông chủ sở hữu.

Để hiểu đầy đủ vấn đề người ủy thác - người đại lý, giả sử ông Steve đề nghị bạn trở thành hội viên góp vốn trong cửa hàng kem của ông ta. Cửa hàng cần vốn đầu tư 10.000 đôla để thành lập, nhưng Steve chỉ có 1.000 đôla. Do vậy bạn mua một nhóm cổ phần với 9.000 đôla, việc này cho bạn 90% quyền sở hữu công ty này, trong khi đó Steve chỉ sở hữu 10%. Nếu Steve nỗ lực làm việc để làm ra kem ngon, giữ cửa hàng sạch sẽ, mỉm cười với mọi khách hàng, và nhanh nhẩu chờ đợi ở các bàn, sau khi trừ mọi chi phí (kể cả lương của Steve) cửa hàng này sẽ có lợi nhuận 50.000 đôla/năm trong đó Steve nhận 10% (5.000 đôla) và bạn nhận 90% (45.000 đôla).

Nhưng nếu Steve không đem lại những dịch vụ nhanh chóng và thân thiện cho các khách hàng, sử dụng 50.000 đôla thu nhập để mua tác phẩm nghệ thuật cho văn phòng của anh ta, và ngay cả thậm chí bỏ trốn ra bãi biển thay vì anh ta phải có mặt ở cửa hàng, thì cửa hàng này sẽ không có chút lợi nhuận nào. Steve chỉ có thể nhận được khoản bổ sung 5.000 đôla (10% của lợi tức) và lương của anh ta nếu anh ta làm việc nỗ lực và bỏ những món đầu tư không sinh lợi (nghĩa là đồ mỹ thuật cho văn phòng của anh ta). Steve có thể cho rằng 5.000 đôla quả là không đủ khiến anh ta muốn cố gắng để là một người quản lý tốt; Anh ta có thể cho rằng nếu anh ta nhận được 10.000 đôla thì mới bỏ công anh ta. Nếu Steve nghĩ theo cách này, anh ta không đủ ý muốn để làm một người quản lý tốt và sẽ kết thúc với một văn phòng đẹp đẽ, một nước da dăm nắng hợp mốt và một cửa hàng không có lợi nhuận gì. Do cửa hàng này sẽ không có lợi nhuận gì, quyết định không hoạt động vì lợi ích của bạn mà Steve đưa ra, làm mất của bạn 45.000 đôla (90% lợi tức của bạn nếu anh ta chọn hướng làm một người quản lý tốt).

Rủi ro đạo đức này sinh từ vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác có thể còn tồi tệ hơn nếu Steve là một người hoàn toàn không ngay thật. Vì cửa hàng kem của anh ta là một nơi kinh doanh có tiền mặt, Steve có ý muốn đút túi 50.000 đôla tiền mặt và bảo bạn rằng lợi tức là zero. Bây giờ anh ta kiếm được lợi tức

50.000 đôla, mà bạn không được gì.

Những chỉ dẫn khác, rằng vấn đề người đại lý - người ủy thác nảy sinh từ các hợp đồng vốn cổ phần có thể là nghiêm trọng, được nêu trong những ví dụ về các người quản lý, những người này xây các văn phòng sang trọng cho bản thân hoặc dùng những xe hơi đắt tiền làm xe của công ty (một ví dụ bằng sơ đồ về thái độ như vậy, nêu trong phụ lục ở cuối chương này). Ngoài việc theo đuổi những lợi ích cá nhân, những người quản lý cũng có thể theo đuổi những chiến lược của công ty (ví dụ tìm cách mua lại những công ty khác) để đề cao quyền lực cá nhân nhưng không tăng được lợi ích của công ty.

Vấn đề người đại lý - người ủy thác sẽ không nảy sinh nếu những người sở hữu công ty có thông tin đầy đủ về những gì mà những người quản lý đang làm và có thể ngăn ngừa những chỉ tiêu vô ích hoặc gian lận. Vấn đề người đại lý - người ủy thác, là một ví dụ về rủi ro đạo đức chỉ nảy sinh vì một người quản lý, ví dụ Steve - có nhiều thông tin về các hoạt động của anh ta hơn là người nắm cổ phiếu - vì có thông tin không cân xứng. Vấn đề người đại lý - người ủy thác cũng không nảy sinh nếu một mình Steve sở hữu cửa hàng đó và không có sự tách biệt giữa sở hữu và quản lý. Trường hợp này sự làm việc nỗ lực của Steve và việc tránh những đầu tư không sinh lợi sẽ đem lại cho anh ta một lợi tức 50.000 đôla (thu nhập thêm), một món tiền sẽ bỏ công để anh ta làm một người quản lý tốt.

Những giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác

Tạo thông tin giám sát. Bạn đã thấy rằng vấn đề người đại lý - người ủy thác xảy ra vì những người quản lý có nhiều thông tin về hoạt động của họ và về những lợi ích thực tế hơn là những cổ đông. Một cách để những cổ đông giảm vấn đề rủi ro đạo đức này là tiến hành một kiểu tạo thông tin riêng : sự giám sát các hoạt động của công ty : kiểm tra sổ sách của công ty một cách thường xuyên và kiểm tra những gì bộ phận quản lý đang làm. Vấn đề là quá trình giám sát này có thể tốn kém thì giờ và tiền bạc, đúng như tên mà các nhà kinh tế đặt cho nó **kiểm tra trạng thái đắt tiền**. Việc kiểm tra này khiến cho các hợp đồng vốn cổ phần kém hấp dẫn và nó giải thích một phần vì sao vốn cổ phần không là một bộ phận quan trọng trong cấu trúc tài chính của chúng ta.

Như với lựa chọn đối nghịch, vấn đề người đi xe không tốn tiền làm giảm số lượng sản xuất thông tin là sản xuất sẽ giảm vấn đề may rủi đạo đức (vấn đề người đại lý - người ủy thác). Trong ví dụ này, vấn đề người đi xe không tốn tiền làm giảm việc giám sát. Nếu bạn biết rằng những cổ đông khác đang trả tiền để giám sát các hoạt động của công ty mà bạn cũng giữ các cổ phần trong công ty đó, bạn có thể làm cuộc đi xe không mất tiền nhờ các hoạt động của họ. Rồi bạn có

thể dùng món tiền mà bạn tiết kiệm được do không thực hiện giám sát để đi nghỉ ở một hòn đảo vùng Caribbean. Nếu bạn có thể làm điều này, thì những người cổ đông khác cũng có thể làm như vậy. Có thể tất cả những cổ đông sẽ đi đến hòn đảo đó và sẽ không ai chi tiền cho việc giám sát công ty của bạn. Vấn đề may rủi đạo đức đối với những cổ phần khi ấy sẽ nghiêm trọng, làm cho các công ty gặp khó khăn trong việc phát hành chứng để thu vốn đầu tư.

Sự điều hành của chính phủ để tăng thông tin. Do vấn đề lựa chọn đối nghịch, chính phủ có ý muốn cố gắng giảm vấn đề may rủi đạo đức nảy sinh bởi thông tin không cân xứng. Các chính phủ ở mọi nơi có những luật lệ buộc các công ty tuân thủ những nguyên tắc kế toán chuẩn là những nguyên tắc khiến cho việc kiểm tra lợi tức dễ dàng hơn. Các chính phủ cũng thông qua những luật lệ áp đặt những hình phạt nghiêm khắc đối với những ai phạm tội gian lận che giấu hay an cấp lợi nhuận. Tuy vậy, những biện pháp này sẽ chỉ hữu hiệu một phần. Ngăn chặn được hình thức gian lận này không phải là dễ ; những người quản lý gian lận có ý muốn gây rất nhiều khó khăn cho các cơ quan chính phủ phát hiện hoặc chứng tỏ sự gian lận.

Sự trung gian tài chính. Những trung gian tài chính có khả năng tránh được vấn đề đi xe không tốn tiền khi có rủi ro đạo đức. Một trung gian tài chính trong cấu trúc tài chính của chúng ta, giúp giảm được rủi ro đạo đức nảy sinh từ vấn đề người đại lý - người ủy thác là **hãng vốn kinh doanh**. Các hãng vốn kinh doanh tập trung vốn từ các hội viên và dùng vốn này để giúp các công ty thầu khoán khởi sự các vụ kinh doanh mới. Để đổi lại việc cho vốn kinh doanh, hãng này nhận một số cổ phần trong vụ kinh doanh mới đó. Do sự kiểm tra thu nhập và lợi nhuận có một ý nghĩa rất quan trọng để ngăn ngừa rủi ro đạo đức, các hãng vốn kinh doanh thường đòi hỏi có một số người của họ ở trong bộ máy quản lý của công ty thầu khoán, ban giám đốc, do đó họ có thể giám sát chặt chẽ những hoạt động của công ty thầu khoán. Khi một hãng vốn kinh doanh cung cấp vốn khởi công, thì cổ phần vốn trong công ty thầu khoán không được chào bán cho bất cứ ai trừ hãng vốn kinh doanh nói trên. Như vậy, các nhà đầu tư khác không thể hưởng lợi "đi xe không tốn tiền" trong các hoạt động kiểm tra của hãng vốn kinh doanh. Kết quả của thỏa thuận này là hãng vốn kinh doanh đó có thể nắm được toàn bộ lợi ích về các hoạt động kiểm tra của mình, như vậy có khả năng giảm đến mức tối thiểu vấn đề rủi ro đạo đức.

Các hợp đồng nợ. Rủi ro đạo đức nảy sinh với một hợp đồng vốn cổ phần, hợp đồng này xác nhận quyền đòi lợi nhuận trong mọi tình huống, dù công ty đó kiếm được tiền hay tổn thất tiền. Nếu một hợp đồng có thể được soạn thảo sao cho rủi ro đạo đức chỉ xảy ra trong một số tình huống nào đó thì yêu cầu về giám

sát những người quản lý sẽ giảm đi và hợp đồng đó sẽ hấp dẫn hơn so với hợp đồng vốn cổ phần. Hợp đồng nợ nói trên đúng là có những thuộc tính này bởi vì nó là một sự thỏa thuận theo hợp đồng của người vay thanh toán cho người cho vay những khoản đôla cố định trong những khoảng thời gian định kỳ. Khi công ty (bên vay) có một lợi nhuận cao, người cho vay nhận được các món thanh toán theo hợp đồng và không cần biết lợi nhuận chính xác của công ty là bao nhiêu. Nếu những người quản lý công ty này giấu lợi nhuận hoặc đeo đuổi những hoạt động vì lợi ích cá nhân không làm tăng lợi nhuận, người cho vay, không cần chú ý đến các hoạt động này chừng nào nó còn chưa làm trở ngại khả năng trả nợ đúng hạn của công ty đó. Chỉ khi công ty này không thể thanh toán nợ, và đang nằm trong tình trạng vỡ nợ, thì người cho vay cần kiểm tra tình hình lợi nhuận của công ty đó. Chỉ trong tình trạng này các người cho vay có liên quan hợp đồng nợ mới cần biết công ty này đã thu nhập bao nhiêu để nhận phần chia đích thực của mình.

Lợi ích của việc không cần thường xuyên giám sát công ty vay tiền, và do đó chi phí kiểm tra tình hình kinh doanh giảm thấp giúp giải thích vì sao các hợp đồng nợ được dùng thường xuyên hơn đến như vậy để tập hợp vốn đầu tư so với các hợp đồng vốn cổ phần. Như đã nhắc đến trong phần thảo luận về vấn đề 1, các vốn cổ phần chỉ chiếm một phần nhỏ trong số vốn bên ngoài mà các doanh nghiệp Mỹ tập hợp, 2%. Tất cả các nguồn khác để thu nhận vốn bên ngoài đều liên quan đến hợp đồng nợ. Khái niệm rủi ro đạo đức giải thích cho vấn đề vì sao các hợp đồng nợ thường thấy hơn nhiều trong hệ thống tài chính của chúng ta so với các hợp đồng vốn cổ phần.⁽³⁾

RỦI RO ĐẠO ĐỨC ẢNH HƯỞNG NHU THẾ NÀO ĐẾN CẤU TRÚC TÀI CHÍNH TRONG THỊ TRƯỜNG NỢ

Dù có những lợi ích như vừa được trình bày trên đây, các hợp đồng nợ vẫn còn chịu rủi ro đạo đức. Do một hợp đồng nợ chỉ đòi hỏi những người vay thanh toán một số tiền cố định và cho phép họ hưởng bất kỳ lợi nhuận nào còn lại, những người vay này có ý muốn nhận những dự án đầu tư có nhiều rủi ro hơn so với những người cho vay muốn.

(3) Một yếu tố khuyến khích việc sử dụng các hợp đồng nợ hơn là các hợp đồng vốn cổ phần ở Mỹ, đó là luật thuế. Tiền trả lãi của các món nợ là một loại chi tiêu được khấu trừ đối với các công ty Mỹ. Ngược lại, tiền chia lãi cho những cổ đông thì không như vậy. Việc các công ty Mỹ ngày càng muốn dùng công cụ nợ để dụng vốn hơn là dùng cổ phần vốn sẽ được thảo luận sâu hơn trong phụ lục của chương này.

Ví dụ, giả sử rằng do bạn lo lắng bạn khoản về việc kiểm tra lợi nhuận của cửa hàng kem của Steve, bạn bên quyết định không trở thành một người góp vốn cổ phần. Thay vào đó, bạn cho Steve vay 9000 đôla khai trương doanh nghiệp của anh ta, bạn có một hợp đồng nợ thanh toán cho bạn lãi suất 10%. Đối với bạn, đây là một vụ đầu tư chắc chắn thành công vì có một yêu cầu mạnh mẽ và đều đặn về kem ở cửa hàng bên cạnh. Tuy vậy khi bạn giao vốn cho Steve, thì giống như ông bác Melvin trước đây, anh ta có thể dùng nó vào một mục đích khác chứ không như bạn có ý định. Thay vì khai trương cửa hàng kem, Steve có thể dùng món vay 9000 đôla của bạn để đầu tư vào những thiết bị nghiên cứu hóa học vì anh ta cho rằng anh ta có một cơ hội 1/10 phát minh một thứ kem ăn kiêng tuyệt hảo không có calo.

Rõ ràng đây là một cuộc đầu tư rất rủi ro, nhưng nếu Steve thành công, anh ta sẽ trở thành triệu phú. Anh ta có ý muốn mạnh mẽ thực hiện vụ đầu tư rủi ro hơn vì cái lợi rất lớn sẽ đến với anh ta nếu anh ta thành công. Rõ ràng bạn sẽ rất phiền muộn nếu Steve dùng món cho vay của bạn vào vụ đầu tư rủi ro nói trên, vì nếu anh ta không thành công, điều này rất có thể xảy ra, bạn sẽ mất rất nhiều, nếu không nói là tất cả số tiền đã cho anh ta vay. Tuy nhiên, nếu anh ta thành công, bạn sẽ không được chia phần thành công của anh ta : mà vẫn chỉ có 10% lợi tức của món cho vay do gốc và lãi được cố định. Do tiềm năng của rủi ro đạo đức (Steve có thể dùng tiền của bạn để tài trợ cho một cuộc đầu tư rất mạo hiểm), có thể bạn sẽ không cho Steve vay tiền, tuy rằng cửa hàng kem bên hàng xóm là một vụ đầu tư tốt, nó sẽ đem lợi đến cho mọi người.

Các giải pháp cho vấn đề rủi ro đạo đức trong thị trường nợ

Giá trị tài sản ròng. Khi một người vay tiền có nhiều tiền vốn bởi vì giá trị tài sản ròng của anh ta (hiệu số giữa tài sản và nợ của anh ta) lớn, thì ý muốn lao vào rủi ro đạo đức sẽ giảm đi nhiều do chỗ anh ta có nhiều để mất. Để thấy điều này, một lần nữa ta hãy quay lại với Steve và cửa hàng kem của anh ta. Giả sử chi phí mở cửa hàng kem hay đầu tư thiết bị nghiên cứu nói trên là 100.000 đôla thay vì 10.000 đôla. Do đó Steve cần đưa 91.000 đôla tiền do anh ta sở hữu vào doanh nghiệp nói trên (thay vì 1000 đôla) cộng với 9000 đôla vay của bạn. Nay, nếu Steve không thành công trong việc phát minh ra thứ kem không có calo nói trên, anh ta sẽ mất nhiều, 91.000 đôla giá trị ròng (100.000 đôla trừ món vay 9000 đôla). Anh ta sẽ nghĩ nhiều về chuyện định thực hiện cuộc đầu tư rủi ro hơn và dễ có thể đầu tư vào cửa hàng kem hơn vì đây là sự đầu tư chắc chắn hơn. Do đó, khi Steve có nhiều tiền riêng hơn (giá trị ròng) trong doanh nghiệp dự tính,

bạn dễ có thể cho anh ta vay tiền hơn.

Một cách mô tả giải pháp mà giá trị tài sản ròng cao mang lại cho vấn đề rủi ro đạo đức là nói rằng nó khiến cho ý muốn ký hợp đồng vay nợ trở thành **tương hợp nhau**, tức là nó làm cho ý muốn của người vay ngang hàng với ý muốn của người cho vay. Người vay càng có nhiều giá trị tài sản ròng, anh ta càng có nhiều ý muốn xử sự theo chiều hướng mà người cho vay dự tính và mong muốn. Do đó, giá trị tài sản ròng của 1 người vay càng lớn hơn thì vấn đề rủi ro đạo đức trong hợp đồng nợ của người này càng nhỏ và công ty càng dễ vay hơn. Ngược lại, với một giá trị tài sản ròng nhỏ, vấn đề rủi ro đạo đức sẽ lớn hơn và công ty khó vay tiền hơn.

Việc giám sát và bất tuân theo những qui định hạn chế. Như ví dụ về Steve và cửa hàng kem của anh ta cho thấy, nếu bạn có thể chắc chắn rằng Steve không đầu tư vào bất cứ cái gì rủi ro hơn là cửa hàng kem này, thì bạn đáng cho anh ta vay tiền. Bạn có thể bảo đảm rằng Steve đầu tư tiền của bạn vào mục đích mà bạn muốn bằng cách viết ra những điều khoản qui định hạn chế ở trong hợp đồng nợ để hạn chế các hoạt động của công ty anh ta. Bằng cách giám sát các hoạt động của Steve để xem liệu anh ta có đang tuân theo những qui định hạn chế hay không và buộc anh ta phải tuân theo các qui định hạn chế nếu anh ta không theo, bạn có thể chắc chắn rằng anh ta sẽ không gây rủi ro cho bạn.

Những qui định hạn chế được nhắm vào việc giảm rủi ro đạo đức bằng cách loại bỏ những xử sự không mong muốn hoặc bằng cách khuyến khích những xử sự mong muốn. Có 4 kiểu qui định hạn chế để đạt đến mục tiêu này :

1. Những qui định hạn chế có thể được soạn ra để ngăn ngừa rủi ro đạo đức bằng cách không để cho người vay có những xử sự không mong muốn về sự thực hiện các dự án đầu tư có rủi ro. Một số qui định này đòi hỏi rằng một món tiền vay chỉ có thể được dùng để tài trợ những hoạt động được chỉ định sẵn ví dụ như mua thiết bị đã định hoặc mua các phát minh đã được nói trước. Những kiểu qui định khác hạn chế một công ty không thực hiện một số hoạt động rủi ro như mua các doanh nghiệp khác.

2. Những qui định hạn chế có thể khuyến khích người vay thực hiện các hoạt động mong muốn giúp cho món vay đó sẽ dễ có khả năng được hoàn trả hơn. Một qui định hạn chế thuộc loại này yêu cầu người trụ cột nuôi sống 1 gia đình mua bảo hiểm sinh mạng loại sẽ thanh toán hết số tiền vay thế chấp khi người đó chết. Những qui định hạn chế thuộc kiểu này cho các doanh nghiệp tập trung vào việc khuyến khích công ty vay giữ cho giá trị tài sản ròng của công ty cao vì

giá trị tài sản ròng của người vay cao hơn sẽ giảm rủi ro đạo đức và khiến cho người cho vay giảm bớt khả năng bị tổn thất. Những qui định hạn chế này qui định riêng rằng công ty này phải duy trì một lượng giá trị tối thiểu của một số loại tài sản nào đó tương ứng với tầm cỡ công ty này.

3. Do vật thế chấp là một sự bảo vệ có ý nghĩa quan trọng đối với người cho vay, những qui định hạn chế có thể khuyến khích người vay giữ cho vật thế chấp trong điều kiện tốt và chắc chắn rằng nó vẫn thuộc sở hữu của người vay đó. Đây là kiểu qui định hạn chế mà dân chúng, ví dụ như bạn hay tôi thường gặp nhất. Ví dụ, những hợp đồng vay mua ô tô đòi hỏi người sở hữu ô tô đó có bảo hiểm cho một số tối thiểu loại va đụng và bảo hiểm mất trộm và ngăn ngừa việc bán chiếc xe trừ khi món vay đó đã thanh toán xong. Tương tự, người nhận một món vay thế chấp nhà ở phải có đủ bảo hiểm cho ngôi nhà đó và phải thanh toán hết nợ khi vật sở hữu này được đem bán.

4. Những qui định hạn chế cũng đòi hỏi một công ty vay cung cấp thông tin về các hoạt động của công ty đó một cách định kỳ ở dạng báo cáo kết toán quý và báo cáo thu nhập, nhờ vậy mà người cho vay dễ giám sát công ty đó và ngăn ngừa rủi ro đạo đức. Kiểu qui định hạn chế này cũng có thể đạt điều kiện rằng người cho vay có quyền kiểm tra và thanh tra sổ sách kế toán của công ty này.

Nay chúng ta thấy vì sao các hợp đồng nợ thường là những tài liệu pháp lý phức tạp với rất nhiều hạn chế đối với thái độ cư xử của người vay - *vấn đề 8* : những hợp đồng nợ cần có những qui định hạn chế phức tạp để giảm rủi ro đạo đức đến mức tối thiểu.

Sự trung gian tài chính. Tuy các qui định hạn chế giúp giảm vấn đề rủi ro đạo đức, nhưng chúng không hoàn toàn loại bỏ được vấn đề này. Hầu như không thể viết được những qui định hạn chế để loại bỏ mọi hoạt động có rủi ro. Hơn thế, người vay có thể cũng có đủ khéo léo để tìm ra những sơ hở trong các qui định hạn chế khiến những qui định đó trở nên vô hiệu lực.

Một khó khăn khác với những qui định hạn chế là ở chỗ chúng phải được giám sát và cưỡng chế. Một qui định hạn chế coi như kém ý nghĩa nếu người vay có thể vi phạm nó do anh ta biết người cho vay đang không kiểm tra anh ta hoặc đang không sẵn lòng chi tiền để khởi sự những kiện cáo, nếu những qui định hạn chế bị vi phạm. Do việc giám sát và cưỡng chế thì hành những qui định hạn chế là tốn kém, vấn đề người đi xe không tốn tiền nảy sinh trong thị trường chứng khoán vay nợ (trái khoán) cũng giống như trong thị trường cổ phiếu. Nếu bạn biết rằng những người nắm giữ trái khoán khác đang giám sát và cưỡng chế thì

hành các qui định hạn chế, thì bạn có thể "đi xe không tốn tiền" dựa vào sự giám sát và cường chế thi hành của họ. Nhưng những người nắm giữ trái khoán khác cũng có thể làm như vậy, do đó kết cục có thể là nguồn tài liệu giành cho giám sát và cường chế thi hành những qui định hạn chế này sẽ không đủ so với cần thiết. Bởi vậy rủi ro đạo đức tiếp tục là vấn đề nghiêm trọng cho những món nợ có thể đem ra bán được.

Như ta đã thấy trước đây, những trung gian tài chính, đặc biệt là các ngân hàng, có khả năng tránh được vấn đề "người đi xe không tốn tiền" trong quá trình họ thực hiện các món cho vay riêng. Các món cho vay riêng là các món cho vay không thể đem ra mua bán được vì vậy không một ai khác có thể hưởng lợi đi xe không tốn tiền nhờ vào sự giám sát và cường chế thi hành của trung gian tài chính đã thực hiện các món cho vay đó. Người trung gian tài chính thực hiện các món cho vay riêng này sẽ nhận được những lợi ích của việc giám sát và cường chế mà họ làm và sẽ làm để giảm thiểu vấn đề may rủi đạo đức gắn liền với những hợp đồng vay nợ. Khái niệm về rủi ro đạo đức đã cung cấp cho chúng ta những lý do bổ sung vì sao những trung gian tài chính đóng một vai trò quan trọng hơn trong việc khơi nguồn vốn từ những người tiết kiệm tới những người vay so với những chứng khoán có thể đem mua bán như đã mô tả ở *vấn đề 1 + 4*.

Tóm tắt. Sự hiện diện của thông tin không cân xứng nói trước đây trong thị trường tài chính dẫn đến việc chọn lựa đối nghịch và vấn đề rủi ro đạo đức làm trở ngại hoạt động hữu hiệu của thị trường tài chính. Giải pháp cho các vấn đề này liên quan đến việc sản xuất và bán thông tin riêng, đến những điều hành của chính phủ nhằm tăng thông tin trong thị trường tài chính và đến sự quan trọng của vật thể chấp và giá trị tài sản ròng đối với những hợp đồng vay nợ, và đến việc giám sát, cường chế thi hành những qui định hạn chế. Khám phá cốt yếu rút ra từ sự phân tích của ta là ở chỗ sự tồn tại của vấn đề "người đi xe không tốn tiền" trong những chứng khoán có thể đem ra mua bán được như cổ phiếu và trái khoán chỉ ra rằng những trung gian tài chính, nhất là những ngân hàng, sẽ phải đóng một vai trò lớn hơn so với các thị trường chứng khoán, trong việc tài trợ cho các hoạt động kinh doanh như đã nêu. Sự phân tích kinh tế về hậu quả của sự chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đã giúp giải thích những đặc điểm cơ bản của hệ thống tài chính của chúng ta. Do đó nó cũng đã mang lại những giải pháp cho 8 *vấn đề* về cấu trúc tài chính của chúng ta được nêu ra ở đầu chương này.

ỨNG DỤNG

NHỮNG KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH VÀ HOẠT ĐỘNG KINH TẾ TỔNG HỢP

Sự phân tích kinh tế về các tác dụng của lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức có thể giúp chúng ta hiểu **những khủng hoảng tài chính**, một sự đổ vỡ trầm trọng trong các thị trường tài chính được đặc trưng bởi những sụt giảm mạnh mẽ về giá tài sản và sự vỡ nợ của nhiều hãng tài chính và phi tài chính. Những cuộc khủng hoảng tài chính là vấn đề chung trong lịch sử của hầu hết các quốc gia. Nước Mỹ đã có những khủng hoảng tài chính quan trọng trong các năm 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893, 1907 và 1929-1933, nhưng sau đó chưa có một khủng hoảng tài chính nào cho tới nay⁽⁴⁾. Việc nghiên cứu các khủng hoảng tài chính cần thiết vì chúng đã dẫn đến những sa sút kinh tế nghiêm trọng trong quá khứ và có tiềm năng xảy ra trong tương lai.

Những khủng hoảng tài chính xảy ra khi vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trong thị trường tài chính trở nên quá tồi tệ đến mức mà thị trường tài chính trở nên không còn khả năng khơi nguồn vốn một cách hữu hiệu từ những người tiết kiệm tới những người có những cơ hội đầu tư sinh lợi. Kết quả của sự bất lực của thị trường tài chính không hoạt động hữu hiệu là có một sự thu hẹp quan trọng các hoạt động kinh tế.

Những yếu tố gây ra các cuộc khủng hoảng tài chính

Có 5 yếu tố trong môi trường kinh tế có thể dẫn đến việc gây tồi tệ hơn một cách căn bản cho vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trong các thị trường tài chính, và đưa đến một cuộc khủng hoảng tài chính: (1) Tăng lãi suất; (2) Sụt giảm ở thị trường cổ phiếu; (3) Sự sụt giảm bất ngờ về mức giá tổng hợp; (4) Tình trạng không chắc chắn tăng lên và; (5) Sự hoảng loạn ngân hàng.

Sự tăng lãi suất. Như ta đã thấy trước đây, những cá nhân và công ty với những dự án đầu tư rủi ro nhất chắc chắn là những người sẵn lòng chịu vay với

(4) Tuy ở Mỹ chưa xảy ra bất kỳ khủng hoảng kinh tế nào sau thời kỳ Đại suy thoái, nhưng đã có một vài trường hợp gần như khủng hoảng - Sự đổ vỡ thị trường cổ phiếu tháng 10/1987 là một ví dụ. Một lý do quan trọng vì sao Mỹ đã vượt qua được các cuộc khủng hoảng này là hành động kịp thời của Ủy trừ Liên bang để ngăn chặn các cuộc khủng hoảng qua những giai đoạn như thế trong tháng 10/1987. Chúng ta xem xét vai trò của Ủy trừ Liên bang đối với việc ngăn chặn khủng hoảng tài chính ở Chương 19.

lãi suất cao nhất. Nếu lãi suất trên thị trường được nâng lên một cách đầy đủ vì nhu cầu tín dụng tăng lên hoặc vì sự sụt giảm lượng tiền cung ứng, những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt bớt có khả năng xảy ra, trong khi đó những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu vẫn nhiều khả năng xảy ra. Do hậu quả việc này làm tăng lựa chọn đối nghịch khiến người cho vay sẽ không còn muốn thực hiện các món cho vay. Sự sụt giảm quan trọng trong việc cho vay dẫn đến sự sụt giảm quan trọng trong đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp.

Sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu. Một sự sụt giảm mạnh trong thị trường cổ phiếu có thể làm tăng vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức trong các thị trường tài chính và tạo ra một cuộc khủng hoảng tài chính. Một sự sụt giảm trong thị trường cổ phiếu có nghĩa là giá trị tài sản ròng của các công ty đã giảm, do chỗ giá cổ phiếu là sự phản ánh giá trị tài sản ròng của một công ty. Sự sụt giảm giá trị tài sản ròng này xem như là một kết quả của sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu khiến cho những người cho vay giảm bớt ý định cho vay vì, như chúng ta đã thấy, giá trị tài sản ròng của một công ty có vai trò tương tự như vật thế chấp. Khi giá trị của vật bảo đảm này sụt giảm, thì nó bảo vệ ít hơn cho người cho vay, do đó tổn thất từ món cho vay dễ có khả năng là nghiêm trọng hơn. Do những người cho vay nay kém bảo vệ chống lại những hậu quả của lựa chọn đối nghịch hơn, họ giảm bớt việc cho vay của mình, việc này khiến cho việc đầu tư và tổng sản phẩm cuối cùng giảm.

Ngoài ra, sự sụt giảm nói trên về giá trị tài sản ròng công ty do sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu gây ra, làm tăng ý muốn gây rủi ro đạo đức ở những công ty đi vay để thực hiện những cuộc đầu tư rủi ro, bởi vì nay họ có ít hơn để mất nếu các cuộc đầu tư của họ có kết cục tồi tệ. Sự tăng rủi ro đạo đức kết cục khiến cho việc cho vay trở thành kém hấp dẫn - đây là một lý do khác vì sao một sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu và do đó một sự sụt giảm giá trị tài sản ròng, dẫn đến giảm bớt hoạt động cho vay và hoạt động kinh tế.

Những sụt giảm bất ngờ về mức giá. Sự sụt giảm bất ngờ về mức giá cũng làm giảm giá trị tài sản ròng của các công ty. Do việc thanh toán nợ đã được cố định theo hợp đồng thành những khoản danh nghĩa, một sự sụt giảm bất ngờ về mức giá làm tăng giá trị các món nợ của các công ty theo hiện vật (sự tăng sức nặng của món nợ này), nhưng không tăng giá trị thực của những tài sản của các công ty. Kết quả là giá trị ròng theo hiện vật (hiệu số giữa tài sản và nợ theo hiện vật) giảm. Do vậy, một sự sụt mạnh mức giá gây ra một sự sụt giảm quan trọng giá trị tài sản ròng thực và một sự tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro

đạo đức đối mặt với những người cho vay. Một sụt giảm bất ngờ về mức giá, như vậy, dẫn đến một kết cục mô tả trên đây trong đó hoạt động cho vay và hoạt động kinh tế giảm xuống.

Sự tăng tính không chắc chắn. Một sự tăng không bình thường tính không chắc chắn trong các thị trường tài chính, có thể do sự thất bại của một tổ chức tài chính hoặc phi tài chính nổi tiếng, một sự suy thoái, hoặc một sự đổ vỡ thị trường cổ phiếu gây ra, khiến cho những người cho vay khó phân biệt những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt với những vụ mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu : Kết quả là người cho vay không có khả năng giải quyết vấn đề lựa chọn đối nghịch, khiến cho họ giảm bớt ý định cho vay, đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp.

Những vụ hoảng loạn ngân hàng. Các ngân hàng đóng một vai trò trung gian tài chính quan trọng bằng việc tiến hành những hoạt động tạo thông tin, những hoạt động này tạo dễ dàng cho những cuộc đầu tư sinh lợi đối với nền kinh tế. Như vậy, một cuộc khủng hoảng tài chính trong đó nhiều ngân hàng không còn kinh doanh được nữa (được gọi là một vụ hoảng loạn ngân hàng) làm giảm tổng số những hoạt động trung gian tài chính mà ngân hàng thực hiện, và như thế, dẫn đến một sụt giảm về đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp. Một sự giảm số lượng các ngân hàng trong một cuộc khủng hoảng tài chính cũng làm giảm sự cung ứng vốn cho những người vay, điều này dẫn đến việc tăng lãi suất cao hơn. Do một sự tăng lãi suất cũng làm tăng sự lựa chọn đối nghịch trong thị trường tín dụng, các vụ hoảng loạn ngân hàng cũng làm tăng thêm sự suy giảm hoạt động kinh tế qua kênh này.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để hiểu đầy đủ xem cái gì đã xảy ra trong một cuộc khủng hoảng tài chính, bạn hãy làm sao có thể chắc chắn nói lên lý do vì sao mỗi một trong 5 yếu tố nói trên là : (1) sự tăng lãi suất, (2) sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu, (3) sự sụt giảm bất ngờ về mức giá tổng hợp, (4) sự tăng tính không chắc chắn và (5) các vụ hoảng loạn ngân hàng, làm tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, và những việc này đến lượt mình dẫn đến một sự sụt giảm hoạt động kinh tế. Để giúp bạn phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính mô tả dưới đây, bạn có thể đối chiếu với Hình 8.2 - là một sơ đồ về sự kế tiếp các hiện tượng trong một cuộc khủng hoảng tài chính.

Phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính

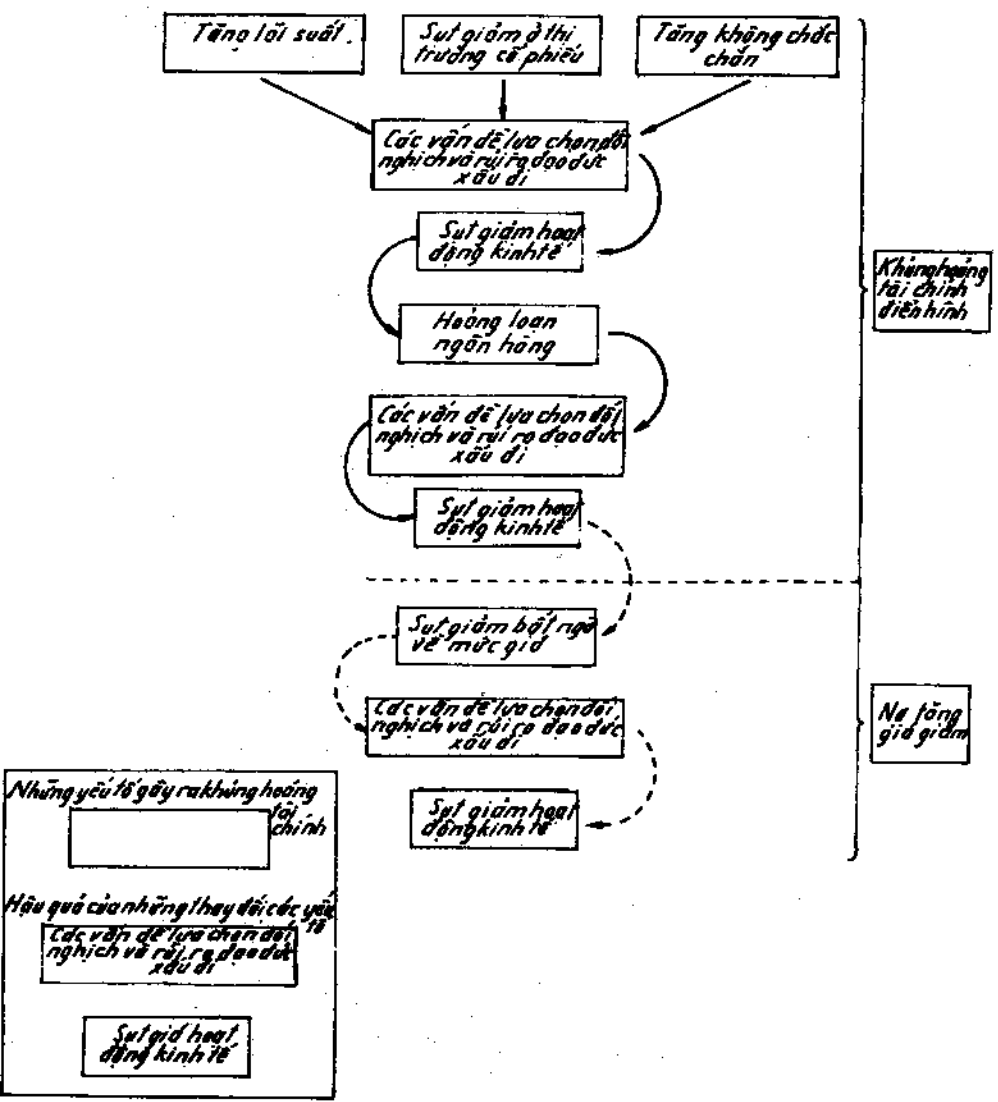
Chúng ta đã nghiên cứu 5 yếu tố có thể gây ra sự đổ vỡ nghiêm trọng trong các thị trường tài chính, nay ta có thể xem xét sự phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính.

Hầu hết, các cuộc khủng hoảng tài chính ở Mỹ đã bắt đầu bằng sự tăng mạnh lãi suất, một sự tụt dốc thị trường cổ phiếu, và một sự tăng tính không chắc chắn hậu quả của một thất bại của những công ty tài chính và phi tài chính quan trọng (Công ty ủy thác & bảo hiểm sinh mạng Ohio, 1857, Công ty Northern Pacific Railroad and Jay Cooke, 1873, Công ty Grant & Ward, 1884, Công ty National Cordage 1893, Công ty Knickerbocker Trust 1907, và Ngân hàng Mỹ, 1930). Trong những giai đoạn khủng hoảng này, sự tăng tính không chắc chắn, sự tăng lãi suất và sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu đã làm tăng mức độ khắc nghiệt của những vấn đề lựa chọn đối nghịch trong các thị trường tín dụng; sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu cũng đã làm tăng vấn đề rủi ro đạo đức. Sự tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức khi đó đã làm cho những người cho vay ít muốn cho vay hơn và đã dẫn đến một sự sụt giảm hoạt động đầu tư và hoạt động kinh tế tổng hợp.

Do những điều kiện kinh doanh xấu đi và do tính chất không chắc chắn về sự vững mạnh của những ngân hàng của họ (có thể những ngân hàng sẽ sụp đổ), những người gửi tiền đã bắt đầu rút vốn của họ khỏi các ngân hàng. Như ta đã thấy ở Chương 10 và 16, sự rút tiền hàng loạt khỏi các ngân hàng dẫn tới những vụ hoảng loạn ngân hàng. Sự sụt giảm số lượng ngân hàng do hậu quả này đã làm tăng lãi suất hơn nữa và đã làm giảm số lượng những hoạt động trung gian tài chính do ngân hàng thực hiện. Việc làm xấu thêm những vấn đề vốn dĩ do lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức gây ra đã đưa tới sự co hẹp nền kinh tế hơn nữa.

Sau cùng, đã có một sự phân loại những công ty không trả được nợ (thực sự phá sản) với những công ty vững mạnh qua những vụ kiện phá sản. Một quá trình giống như vậy đã xảy ra cho các ngân hàng, thường với sự giúp đỡ của những người có thẩm quyền công và tư. Khi cuộc phân loại này đã hoàn tất, tính không chắc chắn trong các thị trường tài chính giảm xuống, thị trường cổ phiếu khi đó trải qua một sự hồi phục, và lãi suất giảm. Kết quả chung lúc ấy là các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đã giảm bớt và cuộc khủng hoảng tài chính đó đã lắng dịu đi. Với việc những thị trường tài chính lại có khả năng hoạt động tốt trở lại, giai đoạn đó được coi là sự hồi phục của nền kinh tế.

Tuy nhiên, nếu nền kinh tế suy sụp lúc đó dẫn đến sự giảm giá mạnh, quá trình hồi phục này sẽ bị chập mạch. Trong tình trạng đó, một quá trình được gọi



Hình 8.2. Phân giải một cuộc khủng hoảng tài chính. Những mũi tên liền nét và sự nối tiếp của các sự kiện trong một cuộc khủng hoảng tài chính điển hình : những mũi tên nét chấm chỉ rõ những sự kiện phụ nếu cuộc khủng hoảng tài chính này phát triển thành một cuộc nợ tăng - giá giảm.

là **nợ tăng - giá giảm** diễn ra, trong đó có một sự sụt giảm giá quan trọng, dẫn đến một sự tồi tệ hơn nữa về giá trị ròng của các công ty do gánh nặng nợ nần tăng lên. Khi sự nợ tăng - giá giảm xảy ra, các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức tiếp tục tăng lên do đó việc cho vay, việc chi tiêu đầu tư, và hoạt động kinh tế nói chung chịu trì trệ trong một thời gian dài. Một ví dụ quan trọng nhất về một cuộc khủng hoảng tài chính bao gồm cả sự nợ tăng - giá giảm là thời kỳ Đại suy thoái, thời kỳ thu hẹp kinh tế tồi tệ nhất trong lịch sử nước Mỹ (Bài đọc thêm 8.2).

(Bài đọc thêm 8.2).

Nghiên cứu riêng về một cuộc khủng hoảng tài chính :

Cuộc Đại suy thoái

Các chức cơ quan Dự trữ Liên bang đã coi sự tăng vọt giá cả ở thị trường cổ phiếu năm 1928 và 1929, trong đó giá cổ phiếu đã tăng gấp đôi, như một sự đầu cơ quá mạnh.

Để kiểm chế nó, họ đã theo đuổi một chính sách tiền tệ chặt chẽ để tăng lãi suất. Dự trữ Liên bang (Fed) đã thu được nhiều hơn so với mong đợi với sự đổ vỡ của thị trường cổ phiếu tháng 10/1929.

Tuy cuộc đổ vỡ năm 1929 đã có một tác động lớn đến suy nghĩ của cả một thế hệ, hầu hết dân chúng không quên rằng vào giữa năm 1930, quá nửa sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu đã được đảo ngược. Tuy nhiên, những gì đáng lẽ chỉ là một cuộc suy thoái thông thường đã chuyển thành khác hẳn với những chấn động đảo ngược tới giới nông gia, một sự sụt giảm liên tục trong thị trường cổ phiếu sau nửa cuối năm 1930, và các vụ sụp đổ ngân hàng từ tháng 10/1930 đến tận tháng 3/1933 trong đó hơn 1/3 ngân hàng ở Mỹ ngừng kinh doanh (việc này sẽ được nói kỹ hơn ở Chương 16).

Sự sụt giảm liên tục giá cổ phiếu sau nửa cuối 1930 (vào giữa năm 1932, cổ phiếu đã giảm đến 10% giá trị đỉnh của chúng ở năm 1929) và sự tăng tính không chắc chắn do những điều kiện kinh doanh không ổn định (do sự co hẹp kinh tế gây ra) đã làm cho các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức xấu thêm trong các thị trường tín dụng. Sự mất đi 1/3 số ngân

hàng đã giảm số lượng các hoạt động trung gian tài chính. Điều này đã làm tăng những vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, và bởi vậy, làm giảm khả năng của thị trường tài chính trong việc khơi nguồn vốn từ những người tiết kiệm sang những người có cơ hội đầu tư sinh lợi. Như dự đoán trong phân tích của chúng ta, tổng số dư các món vay thương mại sụt mất một nửa từ 1929 đến 1933 và chi phí đầu tư đã suy sụp, giảm 90% so với mức năm 1929 của nó.

Sự chấp mạch trong quá trình hồi phục cần trở không cho sự hồi phục kinh tế diễn ra nhanh chóng, là điều thường xảy ra trong hầu hết các cuộc suy thoái, đã xuất hiện lúc ấy bởi vì có sự giảm mức giá là 25% trong giai đoạn 1930 - 1933.

Sự sụt giảm mức giá khổng lồ này đã gây nên quá trình nợ tăng - giá giảm trong đó giá trị ròng giảm xuống do gánh nặng nợ nần tăng lên mà các công ty phải chịu. Sự sụt giảm giá trị ròng đó và sự tăng các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức do hậu quả của nó trong các thị trường tín dụng nói trên đã đưa đến một sự thu hẹp kinh tế kéo dài trong đó tỉ lệ thất nghiệp đã tăng lên tới 25% lực lượng lao động. Cuộc khủng hoảng tài chính trong cuộc Đại suy thoái là tồi tệ nhất chưa từng có ở nước Mỹ và nó giải thích vì sao sự thu hẹp kinh tế này cũng là một cuộc thu hẹp nghiêm trọng nhất chưa từng có ở nước Mỹ.

TÓM TẮT

1. Có 8 vấn đề cơ bản về cấu trúc tài chính của chúng ta : Bốn vấn đề đầu tiên nhấn mạnh sự quan trọng của những trung gian tài chính và sự tương đối không quan trọng của các thị trường chứng khoán trong việc tài trợ cho các công ty, vấn đề thứ 5 thừa nhận rằng các thị trường tài chính nằm trong số những bộ phận thuộc nền kinh tế bị điều hành một cách ngặt nghèo nhất ; vấn đề thứ 6 nói rằng chỉ những công ty lớn, được thiết lập vững chắc mới với tới các thị trường chứng khoán ; vấn đề thứ 7 chỉ ra rằng vật thế chấp là một đặc điểm quan trọng của những hợp đồng vay nợ ; vấn đề thứ 8 trình bày các hợp đồng vay nợ như những tài liệu pháp lý phức tạp, áp đặt những hạn chế cơ bản đối với thái độ xử sự của người vay tiền.

2. Chi phí giao dịch đã loại trừ nhiều người có vốn tiền tiết kiệm nhỏ và những người vay các món tiền nhỏ khỏi sự liên hệ trực tiếp đến thị trường tài chính. Những trung gian tài chính có thể lợi thế về tầm cỡ kinh tế và có khả năng tốt hơn để phát triển sự tin tưởng nhằm hạ thấp chi phí giao dịch, như vậy giúp cho những người tiết kiệm và những người vay tiền có thể hưởng lợi như sự hiện diện của thị trường tài chính.

3. Thông tin không cân xứng dẫn đến hai vấn đề : chọn lựa đối nghịch, là vấn đề nảy sinh trước cuộc giao dịch và rủi ro đạo đức, là vấn đề nảy sinh sau cuộc giao dịch đó. Chọn lựa đối nghịch xảy ra khi những trường hợp vay tín dụng có triển vọng xấu là những trường hợp dễ có khả năng được vay nhất, và rủi ro đạo đức xảy ra khi người vay có ý

muốn thực hiện những hành động mà theo quan điểm của người cho vay là những hành động không mong muốn.

4. Lựa chọn đối nghịch cản trở sự hoạt động hữu hiệu của các thị trường tài chính. Giải pháp cho vấn đề chọn lựa đối nghịch bao gồm : việc sản xuất và hán thông tin riêng, sự điều hành của chính phủ nhằm tăng cung cấp thông tin, sự trung gian tài chính và vật thế chấp cùng với giá trị tài sản ròng. Vấn đề "người đi xe không tốn tiền" nảy sinh khi những người không chi tiền cho thông tin hưởng lợi bằng thông tin do người khác chi tiền. Vấn đề này giải thích vì sao những trung gian tài chính, đặc biệt các ngân hàng đóng vai trò quan trọng hơn trong mọi việc tài trợ cho những hoạt động kinh doanh so với các thị trường chứng khoán.

5. Rủi ro đạo đức trong những hợp đồng vốn cổ phần được gọi là vấn đề người đại lý - người ủy thác bởi vì người quản lý (người đại lý) có ít ý muốn đạt cực đại lợi nhuận so với những cổ đông (những người ủy thác). Vấn đề người đại lý - người ủy thác giải thích vì sao các hợp đồng vay nợ thịnh hành nhiều hơn đến như vậy trong thị trường tài chính so với các hợp đồng vốn cổ phần. Giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác bao gồm : giám sát, điều hành của chính phủ để tăng thông tin và trung gian tài chính.

6. Những giải pháp cho vấn đề rủi ro đạo đức trong các hợp đồng vay nợ bao gồm : giá trị ròng, giám sát và cường chế thi hành các qui định hạn chế, và những trung gian tài chính.

7. Các cuộc khủng hoảng tài chính những đổ vỡ quan trọng trong các thị trường tài chính. Nguyên nhân những đổ vỡ này là vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức, chúng ngăn cản thị trường tài chính chuyển vốn tới những người có cơ hội đầu tư sinh lợi, do vậy đưa đến một sự thu hẹp rõ rệt

hoạt động kinh tế. Có 5 yếu tố dẫn đến những cuộc khủng hoảng tài chính : (1) Sự tăng lãi suất ; (2) Sự sụt giảm ở thị trường cổ phiếu ; (3) Sự sụt giảm bất ngờ về mức giá tổng hợp ; (4) Sự tăng tính không chắc chắn và (5) Các vụ hoảng loạn ngân hàng.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Sự tiết kiệm do quy mô giúp giải thích sự hiện diện của những trung gian tài chính như thế nào ?

*2. Hãy mô tả 2 phương pháp mà những trung gian tài chính dùng để hạ thấp chi phí giao dịch trong nền kinh tế.

3. Liệu rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch sẽ vẫn còn nảy sinh trong các thị trường tài chính hay không nếu thông tin không còn là thông tin không cân xứng ? Hãy giải thích vì sao ?

*4. Những nguyên tắc kế toán chuẩn mà chính phủ đòi hỏi thực hiện đã giúp cho các thị trường tài chính làm việc hữu hiệu hơn như thế nào ?

5. Bạn có nghĩ rằng vấn đề những quả chanh sẽ là nghiêm trọng hơn đối với những cổ phiếu được liệt kê tại Thị trường giao dịch chứng khoán New York hay là đối với những cổ phiếu được liệt kê tại thị trường trao tay ? Hãy giải thích.

*6. Những công ty loại nào sẽ có nhiều khả năng sử dụng tài trợ của ngân hàng hơn là phát hành trái khoán hay cổ phiếu để tài trợ cho hoạt động của mình ? Vì sao ?

7. Sự tồn tại của thông tin không cân xứng có thể mang lại một sự hợp lý cho những sự điều hành của chính phủ đối với các thị trường tài chính như thế nào ?

*8. Liệu bạn có sẵn lòng cho vay hơn đối

với một người đã đặt tất cả sự giành dụm của cuộc đời của người đó vào sự nghiệp kinh doanh của mình hay đối với một người không làm như vậy ? Vì sao ?

9. Những người giàu thường lo ngại rằng một người nào đó sẽ cướp họ vì tiền của họ. Đây có phải là một ví dụ về vấn đề lựa chọn đối nghịch hay không ?

*10. Câu sau đây là đúng, sai, hay không chắc chắn : "Vật thế chấp cho một món vay càng có nhiều giá trị thì người cho vay càng ít lo lắng về lựa chọn đối nghịch".

11. Vấn đề "người đi xe không tốn tiền" làm cho các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức tồi tệ hơn trong thị trường tài chính như thế nào ?

*12. Hãy giải thích sự tách biệt giữa sự sở hữu và việc quản lý trong các công ty Mỹ có thể dẫn tới sự quản lý tồi như thế nào ?

13. Liệu một cuộc khủng hoảng tài chính dễ dàng có thể xảy ra hơn hay không khi nền kinh tế đang trải qua một cuộc giảm phát hay 1 cuộc lạm phát ? Hãy giải thích.

*14. Một cuộc sụp đổ ở thị trường cổ phiếu có thể giúp gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính như thế nào ?

15. Một sự tăng mạnh về lãi suất có thể giúp gây ra một cuộc khủng hoảng tài chính như thế nào ?

PHỤ LỤC CHO CHƯƠNG 8

Cấu trúc lại công ty : Một phân tích kinh tế

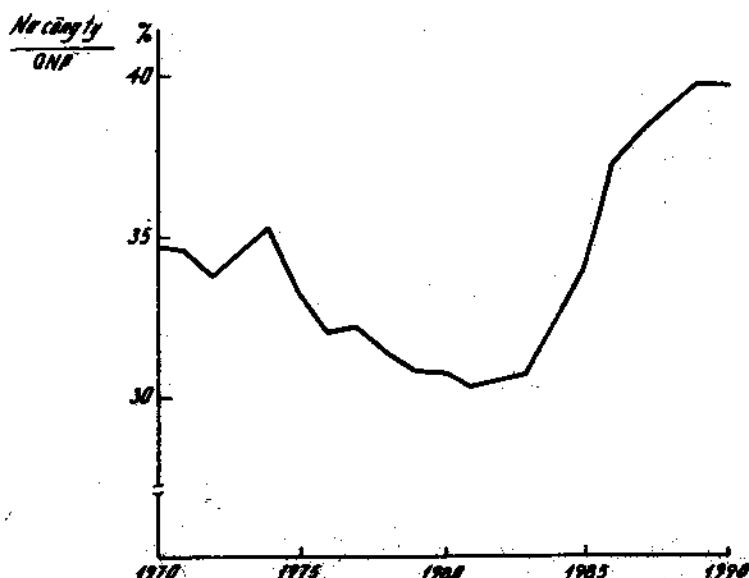
Một đặc điểm quan trọng của cấu trúc tài chính ở Mỹ là mức độ mà đến đó thì các doanh nghiệp được tài trợ bằng các món nợ chứ không phải bằng những hợp đồng vốn cổ phần. Trong những năm 1980, đã có một sự biến đổi quan trọng về phương diện này trong cấu trúc tài chính của chúng ta. Bắt đầu từ năm 1984, những phát hành mới của cổ phần vốn không còn được dùng để cấp vốn cho những hoạt động đầu tư trong nền kinh tế Mỹ; thay vào đó, những cổ phần vốn được các công ty Mỹ mua lại với tốc độ nhanh. Mỗi năm trong giai đoạn từ 1984 đến 1990, số phát hành thực các cổ phần vốn là âm, với mức mua lại vốn cổ phần thực trung bình là trên 75 tỷ đôla mỗi năm.

Do đã cam kết thực hiện mua lại những vốn cổ phần này, nợ nần của các công ty Mỹ đã bắt đầu tăng mạnh. Năm 1984, sự tăng món nợ của các công ty phi tài chính đã vượt trên 150 tỷ đôla một năm, trong những năm trước, nó đã tăng ở mức gần 50 tỷ đôla một năm. Trong mỗi năm từ 1984 đến 1990, tốc độ tăng giữ ở mức trên 100 tỷ đôla. Sự gia tăng các món nợ công ty được nêu trên Hình 8.A.1, cho biết mức nợ của các công ty phi tài chính so với GNP từ năm 1970. Từ 1970 đến 1983, nợ công ty đã tăng lên với một tốc độ chậm hơn so với GNP, và tỷ số nợ công ty trên GNP sụt giảm khoảng 31%. Bắt đầu từ 1984, tỷ số nợ/GNP đã bắt đầu tăng mạnh và tiến dần lên 40% năm 1990.

Điều gì giải thích sự thay đổi quan trọng này trong cấu trúc tài chính ở Mỹ ? Vì sao nó đã xảy ra vào những năm 1980 ? Phải chăng sự tăng nợ công ty là một điều tốt cho nền kinh tế Mỹ ? Để trả lời những câu hỏi đó, trong phụ lục này chúng ta thực hiện một phân tích kinh tế về sự cấu trúc lại công ty.

HỢP NHẤT, NĂM QUYỀN KIỂM SOÁT, VÀ MUA HẾT CÁC CỔ PHẦN CỦA MỘT CÔNG TY THEO KIỂU ĐÒN BẨY TRONG QUÁ TRÌNH CẤU TRÚC LẠI CÔNG TY

Một yếu tố quan trọng quyết định sự tăng không bình thường những món nợ công ty trong những năm 1980 là sự cấu trúc lại việc quản lý các công ty Mỹ thông qua việc **hợp nhất**, trong đó hai công ty kết hợp thành một công ty lớn hơn, hoặc thông qua việc mua lại những công ty, (còn gọi là **nắm quyền kiểm soát**), trong đó một nhóm nhà đầu tư hay một công ty mua một công ty khác. Những hoạt động trong thị trường này đã đạt đến các mức kỷ lục trong giữa những năm 1980 - gần 200 tỷ đôla một năm, và trong số 100 vụ hợp nhất hoặc nắm quyền kiểm soát lớn nhất từ trước đến nay, 90 vụ đã xảy ra từ năm 1979.



Hình 8A.1. Món nợ của các công ty phi tài chính so với GNP : 1970 - 1990.

Nguồn tài liệu : Federal Reserve Flow of Funds counts và báo cáo kinh tế của Tổng thống.

Phương pháp cơ bản của việc nắm quyền kiểm soát bằng tài chính và việc hợp nhất trong những năm 1980 là dùng các món nợ. Ví dụ : việc kiểm soát RJR-Nabisco với 25 tỷ đôla vào tháng 2/1989 là vụ nắm quyền kiểm soát lớn nhất chưa từng có ở Mỹ, đã được tài trợ qua việc sử dụng trên 25 tỷ đôla tiền vay nợ, trong đó hơn 1/2 là từ các ngân hàng rải rác trên toàn thế giới. Để hiểu vì sao số

tiền nợ của các công ty đã nhảy vọt trong những năm 1980, chúng ta cần trả lời 2 câu hỏi : Vì sao những hoạt động hợp nhất và nắm quyền kiểm soát đã tăng nhiều như vậy trong những năm 1980 và vì sao hoạt động này được tài trợ trước hết bằng cách phát hành những món nợ mới ?

Để trả lời 2 câu hỏi này, trước hết ta hãy xem xét các lý thuyết về vấn đề hoạt động hợp nhất và nắm quyền kiểm soát và việc tăng tiền vay nợ có thể là có lợi như thế nào. Sau đó chúng ta xem xét một vài phương diện tiêu cực của việc cấu trúc lại công ty khi chúng ta nghiên cứu xem việc tăng nợ công ty đã là tốt cho nền kinh tế hay không ?

Vấn đề người đại lý - ủy thác và lý thuyết dòng tiền mặt tự do

Đa số các công ty Mỹ lớn đều có đặc trưng là việc sở hữu và việc quản lý nó là hai vấn đề tách biệt. Những người quản lý chỉ sở hữu một phần nhỏ trong số những cổ phần vốn trong công ty của họ, nói chung là dưới 5%. Như ta đã thấy trong chương này, sự tách biệt giữa sự sở hữu và quản lý đưa tới một ví dụ đặc biệt về rủi ro đạo đức, vấn đề người đại lý - người ủy thác : những người quản lý (những người đại lý) công việc của họ, họ có thể hành động theo lợi ích của riêng họ hơn là theo lợi ích của những cổ đông - những người sở hữu (tức là những người ủy thác), bởi vì họ có ít ý muốn làm cực đại lợi ích chung so với những người sở hữu.

Vấn đề người đại lý - người ủy thác có thể dẫn đến một sự quản lý tồi bởi vì người đại lý không thể nỗ lực một cách đầy đủ để làm cho công ty trở thành có lợi như đáng ra nó phải có. Thay vào đó, những người quản lý có thể thực hiện những hoạt động làm lợi cho cá nhân họ chứ không làm lợi cho những cổ đông. Những người quản lý có thể khiến cho công ty phải trả tiền cho những chiếc máy bay phản lực sang trọng, cho những căn hộ lộng lẫy hoặc những người hầu gái cho cá nhân họ, những điều này làm lợi cho những người quản lý không tăng lợi nhuận (xem Bài đọc thêm 8 A.1). Hoặc để đề cao uy tín cho họ, những người quản lý có thể cho rằng cần mở mang công ty cho xứng đáng với mình, ngay cả việc làm không sinh lợi.

Michael Jensen thuộc Trường kinh doanh Harvard đã xây dựng một lý thuyết để giải thích khi nào thì vấn đề người đại lý - người ủy thác dễ có khả năng nhất dẫn đến những kết quả quản lý tồi. Lý thuyết của ông ta dựa trên khái niệm về **dòng tiền mặt tự do**.

BÀI ĐỌC THÊM 8A.1

F. Ross Johnson với việc nắm quyền kiểm soát RJR - Nabisco

Chiến tích của F. Ross Johnson với việc nắm quyền kiểm soát RJR - Nabisco cho thấy rằng dòng tiền mặt tự do lớn và phần sở hữu nhỏ có thể tạo ra những ý muốn quản lý theo hướng phục vụ các mục đích cá nhân nhưng dựa trên chi phí của những người giữ cổ phiếu.

RJR - Nabisco, một công ty thuốc lá và thực phẩm, đã có một thời kỳ có dòng tiền mặt quan trọng. Nhưng sự sụt giảm liên tục trong công nghiệp thuốc lá khiến công ty có rất ít cơ hội đầu tư có lợi nhuận, việc này làm cho công ty có một dòng tiền mặt tự do lớn. Như lý thuyết về dòng tiền mặt tự do dự báo, những người quản lý RJR - Nabisco đã theo đuổi những cuộc đầu tư không sinh lợi để tăng tầm cỡ doanh nghiệp của họ, bằng cách chi tiêu nhiều trăm triệu đôla cho việc nghiên cứu sản xuất một loại thuốc lá không có khói, việc này là một thất bại to lớn. Điều muốn nói trong ví dụ RJR - Nabisco là của giám đốc điều hành công ty, F. Ross Johnson, chi những món quá mức cho bổng lộc cá nhân. Một cộng sự ở RJR - Nabisco đã mô tả F. Ross Johnson với vẻ như là đang có một sự mặc cảm về "vương quyền của công ty" và rằng ông ta "đã khó mà nhớ lại quyền hành của mình là gì và quyền hành của công ty là gì". F. Ross Johnson đã dùng tiền

công ty bao 2 người hầu gái của riêng mình, thanh toán hơn một tá ngôi nhà và căn hộ, đóng tiền cho hai tá thành viên câu lạc bộ ở đông quốc, và mua một phi đội gồm 10 máy bay cho công ty, được gọi là một cách không chính thức là "lực lượng không quân RJR". Thái độ cư xử của F. Ross Johnson là một ví dụ về vấn đề người đại lý, - người ủy thác trong thực tiễn.

Dòng tiền mặt tự do khổng lồ đó và những ý muốn do hậu quả của dòng tiền đó khiến cho những người quản lý công ty tiêu phí chúng bằng cách để công ty thực hiện những hoạt động không sinh lợi khiến cho RJR - Nabisco bị nắm quyền kiểm soát. Sau đó Johnson và các ủy viên quản trị cao cấp của công ty này đã cố sắp đặt để mua công ty với giá 17 tỷ đôla vào tháng 10/1988 nhưng không thành, cuối cùng một nhóm do Henry Kravis cầm đầu đã mua nó với giá 25 tỷ đôla vào tháng 2/1989. Sau cuộc nắm quyền kiểm soát này, cuộc nắm quyền lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ. Johnson đã bị sa thải, và ban quản trị mới đã hùn nhiều đồ đạc của công ty của ông ta đúng như phân tích của chúng ta dự đoán. Johnson thua trong vụ đấu thầu RJR - Nabisco, nhưng chúng ta không phải tiếc cho ông ta: hành trạng chia tay để lại cho ông ta 53 triệu đôla.

Dòng tiền mặt là hiệu số giữa tiền mặt nhập vào và tiền mặt chi ra (bao gồm cả tiền lãi và lãi cổ phần) (*) trong khi đó **dòng tiền mặt tự do** là lượng của dòng tiền mặt vượt quá lượng tiền cần cho những cơ hội đầu tư sinh lợi mở ra cho công ty. Nếu cửa hàng kem của Steve thu được một dòng tiền mặt 25.000 đôla và tuy thế việc mở rộng cửa hàng kem này sẽ là không sinh lợi, thì dòng tiền mặt tự do trong trường hợp này là 25.000 đôla. Nếu việc đổi mới để mở rộng cửa hàng tốn 10.000 đôla và là có sinh lợi, thì dòng tiền mặt tự do sẽ là 15.000 đôla. (25.000 đôla dòng tiền mặt tự do - 10.000 đôla cho cơ hội đầu tư sinh lợi). Dòng tiền mặt tự do càng lớn, thì tổng số vốn mà một người quản lý có thể tiêu phí càng lớn. Đúng như Steve đã sẵn lòng giảm thấp lợi tức của cửa hàng của anh ta để theo đuổi những mục tiêu cá nhân do vấn đề người đại lý - người ủy thác, những người quản lý với một lượng lớn dòng tiền mặt tự do dưới quyền kiểm soát của họ là dễ có thể theo đuổi những mục tiêu cá nhân, vào chi tiêu của những cổ đông. Do vậy, dòng tiền mặt tự do lớn khiến cho kết quả quản lý càng có thể tồi tệ.

Những vụ nắm quyền kiểm soát được coi như một giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác

Nếu một công ty có những người quản lý không có năng lực, hoặc có những người quản lý chi tiêu vốn liếng của công ty theo những cách không có lợi cho những cổ đông do dòng tiền mặt tự do lớn, thì những cổ đông có thể giải quyết bằng cách "đẩy kẻ ăn bám ra ngoài". Một cách để việc thải hồi những người quản lý đó và bố trí một ban quản trị mới. Bạn có thể cho rằng những cổ đông có thể thực hiện sự thay đổi cần thiết đó một cách đơn giản, nhưng thực ra một sự thay đổi như vậy không phải là dễ. Trước hết, những cổ đông đó sẽ phải tốn thì giờ và tiền bạc để giám sát những người quản lý công ty để chắc chắn xem liệu họ có phải là những người không có năng lực hay không. Vấn đề "người đi xe không tốn tiền" khiến cho những cổ đông không phải luôn luôn có thể giám sát được thành tích của những người quản lý của họ. Hơn nữa, cơ chế luật pháp về điều hành công ty có thể gây khó khăn cho những cổ đông khi biểu quyết loại bỏ ban quản trị hiện hành. Ngoài ra, những đại diện của những cổ đông trong ban giám đốc có thể cũng rất miễn cưỡng hoặc chậm chạp trong việc thải hồi những người quản lý xấu. Việc thải hồi lập tức những người quản lý công ty ở cấp bậc cao nhất

(*) Dòng tiền mặt khác lợi nhuận bởi vì nó trừ đi tiền chi lãi cổ phần và thuế, trong khi lợi nhuận thì không như vậy. Mặt khác, lợi nhuận phải trừ các chi phí giám giá, trong khi đó, dòng tiền mặt không như vậy.

là trường hợp hiếm có. Do tất cả những trở ngại này, vấn đề người đại lý - ủy thác sẽ có thể không giải quyết được bằng những thay đổi nội tại trong ban quản trị.

Nếu những người quản lý tồi không thể bị loại bỏ bằng cách thải hồi, họ có thể bị loại bỏ bằng quá trình nắm quyền kiểm soát. Một nhóm những nhà đầu tư dưới sự hướng dẫn của một chuyên gia trong lĩnh vực quyền kiểm soát, như ông Henry Kravis, ông Carl Icahn hoặc một ông T. Boone Pickens nào đó có thể gắng mua công ty đó với một giá cao hơn giá thị trường hiện hành. Nếu họ thành công trong việc nắm quyền kiểm soát công ty, họ có thể bố trí những người quản lý mới có năng lực hơn, nhờ đó mà nâng cao lợi nhuận. Kết cục của việc nâng cao lợi nhuận này là giá cổ phần của công ty đó sẽ tăng và nhóm mua công ty sẽ hưởng lợi nhuận lâu dài khi các cổ phần sau vụ nắm quyền kiểm soát còn ở một giá cao hơn giá khi nắm quyền kiểm soát.

Trong khi các cuộc nắm quyền kiểm soát thực có thể làm tang hiệu quả kinh tế nếu họ thay thế những người quản lý tồi bằng những người quản lý tốt hơn, thì chỉ riêng việc dự kiến nắm quyền kiểm soát cũng có thể loại bỏ được mâu thuẫn lợi ích giữa những người sở hữu và những người quản lý và giúp giải quyết vấn đề người đại lý - ủy thác. Nếu một người quản lý hoạt động tồi, dễ có thể bị mất việc do công ty của người đó dễ có thể bị nắm quyền kiểm soát, thì người đó có thêm nhiều ý muốn trở thành một người quản lý tốt. Chứng nào còn có đủ những cuộc nắm quyền kiểm soát để khiến cho sự cảnh báo về việc nắm quyền kiểm soát là một sự cảnh báo đáng gờm, thì chỉ riêng lời cảnh báo đó thường cũng đủ để thúc đẩy cho công việc quản lý tốt lên.

Tăng tiền nợ được coi là một giải pháp cho vấn đề người đại lý - người ủy thác

Việc tăng tiền nợ của một công ty có thể đem lại cho những người quản lý ý muốn tốt hơn để hành động theo lợi ích của những cổ đông - những người sở hữu, và như vậy tiền nợ mang lại một phương pháp khác để giải quyết vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác nói trên. Để biết việc này diễn ra như thế nào, ta hãy quay lại ví dụ về sự chung vốn của bạn với Steve. Nhớ lại rằng trong 10.000 đôla đầu tư vào cửa hàng của Steve, bạn đã chi ra 9.000 đôla và sở hữu 90% doanh nghiệp trong khi đó Steve đã chi 1.000 đôla và sở hữu 10%. Vấn đề trước mặt Steve là ở chỗ nếu anh ta làm việc cần cù và là một người quản lý tốt thì nhờ vậy cửa hàng thu lợi nhuận 50.000 đôla, anh ta chỉ nhận được 5.000 đôla, tức cổ phần 10% của anh ta. Vì anh ta chỉ thấy bỏ công làm một người quản lý tốt nếu anh ta

thu được một khoản bổ sung 10.000 đôla không kể lương, bởi vậy, ý muốn của một người quản lý tốt không đủ mạnh và do đó anh ta chọn làm một người quản lý tồi thay vì và như thế cửa hàng đó không thu được lợi nhuận.

Nay, giả sử rằng Steve có khả năng vay 9000 từ một ngân hàng với lãi suất 10% và mua các cổ phần trong doanh nghiệp của anh ta. Bạn sung sướng bán vì công ty này đang không có lợi nhuận gì cả. Kết quả là tình hình tài chính của công ty của bạn đã được cấu trúc lại do đó vốn cổ phần (các cổ phần sở hữu) đã được đổi thành món nợ (món vay ngân hàng Steve). Nay, khi Steve tự hỏi liệu anh ta có phải nỗ lực để làm một người quản lý tốt hay không, câu trả lời là có". Nay anh ta sở hữu 100% vốn cổ phần trong công ty đó và nếu anh ta là một người quản lý tốt, anh ta có 49100 đôla lợi nhuận (50000 đôla trừ 900 đô la tức 10% tiền trả lãi cho món vay ngân hàng 9000 đôla) - một món xứng với công lao thực hiện vai trò của một người quản lý hoàn hảo.

Việc cấu trúc lại tài chính của công ty này đã làm cho STEVE, người quản lý có thể tăng phần lợi nhuận, nhờ đó thúc đẩy ý muốn quản lý tốt hơn và loại bỏ được vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác.

Việc cấu trúc lại công ty mà chúng ta vừa mô tả là một sự cấu trúc lại làm **tăng lực đòn bẩy** của công ty đó (tỷ số tiền nợ / vốn cổ phần). Tỷ số tiền nợ / vốn cổ phần trước đây là zero (có 10000 đôla vốn cổ phần, bạn sở hữu 90%, Steve sở hữu 10%, và không vay nợ), nay tăng tới 9 (9000 đôla nợ ngân hàng và 1000 đôla vốn cổ phần do Steve sở hữu). Một sự cấu trúc lại công ty, trong đó vốn cổ phần được thay thế bằng nợ và như thế lực đòn bẩy tăng lên như trong ví dụ ở đây, được gọi là **mua hết cổ phần kiểu đòn bẩy**. (Leveraged buy out - LBO). Nếu người quản lý công ty, như trong ví dụ của chúng ta, là một người sắp xếp vụ mua bán đó và kết cục sở hữu một phần lớn hơn công ty này, lúc ấy vụ mua bán này được gọi là **bán hết cổ phần kiểu đòn bẩy** cho người quản trị.

Trường hợp khác, một người ngoài cuộc có thể cấu trúc lại doanh nghiệp kém của Steve bằng cách vay 9000 đôla và bỏ thêm 1000 đôla để mua hết cả cổ phần của bạn và Steve. Trong trường hợp này, việc cấu trúc lại đó chính là một việc nắm quyền kiểm soát. Những ý muốn quản lý ở người ngoài cuộc vừa nói chắc chắn giống như những ý muốn ở Steve khi anh ta thực hiện việc cấu trúc lại nói trên. Người ngoài cuộc đó - người đã nắm quyền kiểm soát công ty trước đây của Steve, nay có quyền hưởng tất cả những lợi nhuận của công ty do vậy giảm được vấn đề người đại lý - người ủy thác. Việc cấu trúc lại theo phương thức LBO cũng

có thể xảy ra như một phần của một vụ dàn xếp hợp nhất. Điểm chủ chốt ở đây là dù rằng một vụ mua hết các cổ phần của một công ty kiểu đòn bẩy diễn ra như kết quả của một cuộc mua hết cổ phần do người quản lý thực hiện, hay của một vụ hợp nhất, hoặc của một vụ nắm quyền kiểm soát, sự tăng lực đòn bẩy (tỉ số giữa vay nợ và vốn cổ phần) giảm bớt vấn đề giữa người đại lý - người ủy thác và dẫn đến việc cải thiện tính năng của công ty đó.

Khi nào thì việc cấu trúc lại công ty dễ có thể xảy ra nhất

Chúng ta đã thấy rằng những cuộc nắm quyền kiểm soát có thể sinh lợi cho những chuyên gia về mua quyền kiểm soát (đôi khi bị gọi với nghĩa xấu là những kẻ cướp công ty) khi họ có thể thu được lợi nhuận nhiều hơn bằng cách bố trí một ban quản trị tốt hơn sau cuộc mua quyền kiểm soát đó. Lý thuyết dòng tiền mặt tự do bảo cho ta biết khi nào thì một cuộc nắm quyền kiểm soát dễ có thể xảy ra nhất vì nó gọi ra rằng những người quản lý sẽ có thành tích tồi hơn khi dòng tiền mặt tự do lớn. Dòng tiền mặt tự do lớn nghĩa là những người quản lý nó có thêm ý muốn chi tiêu vô ích và như vậy, họ dễ có thể hoạt động một cách tồi tệ. Trong một tình trạng như vậy, mức lợi đối với một cuộc nắm quyền kiểm soát sẽ lớn và do thế nó dễ có khả năng xảy ra.

Chuyên gia mua quyền kiểm soát đó cũng dễ có thể cấu trúc lại nền tài chính của một công ty có dòng tiền mặt tự do lớn để tăng nợ nần của công ty khi bỏ thầu mua nó. Như chúng ta đã thấy ở cửa hàng kem của Steve, tiền nợ tăng lên (lực đòn bẩy) cải thiện những ý muốn về quản lý và tăng lợi nhuận tiềm ẩn của công ty đó. Thực vậy, một ban quản trị thuộc loại cổ thủ, có thể là sẽ đáp ứng lại một đe dọa mua quyền kiểm soát, bằng cách tự bản thân cấu trúc lại công ty và cố gắng thực hiện cuộc mua hết cổ phần công ty theo kiểu đòn bẩy. Nếu họ làm như vậy ban quản trị sẽ có thêm nhiều ý muốn làm cực đại lợi nhuận của công ty, bởi vì họ sẽ nhận được phần lớn hơn số lợi nhuận mà công ty này có được.

Sự phân tích của Jensen về dòng tiền mặt tự do giúp giải thích xem những công ty nào dễ có thể bị nắm quyền kiểm soát nhất. Dòng tiền mặt tự do sẽ là lớn nhất ở những công ty thuộc các ngành công nghiệp nhiều lợi nhuận có dòng tiền mặt lớn, nhưng những công ty như vậy có triển vọng tăng trưởng thấp và do vậy có những cơ hội đầu tư tồi tệ. Những công ty này là những công ty dễ bị mua quyền kiểm soát nhất và dễ bị cấu trúc lại nhất với phương thức LBO. Thật vậy, nếu một ngành công nghiệp có lợi nhuận, song cần phải thu hẹp thì những công ty thuộc công nghiệp này đặc biệt dễ có dòng tiền mặt lớn và dễ bị đe dọa nắm

quyền kiểm soát. Công nghiệp thuốc lá với thị trường thuốc lá thu hẹp đúng là một công nghiệp như vậy - một sự thật giúp giải thích cuộc nắm quyền kiểm soát LBO lớn nhất cho tới nay, đó là trường hợp RJR - Nabisco đã nêu ở Bài đọc thêm 8A.1.

Vì sao sự cấu trúc lại các công ty đã xảy ra trong những năm 1980 ?

Lý thuyết dòng tiền mặt tự do cũng giúp giải thích vì sao những cuộc nắm quyền kiểm soát và sự tăng vọt số lượng LBO và hậu quả là sự tăng tiền vay nợ của các công ty đã xảy ra trong những năm 1980. Do kết quả của cuộc cạnh tranh nước ngoài tăng lên, do sự chín mùi của các ngành công nghiệp Mỹ và việc sửa đổi điều hành trong những năm 1980, nhiều công ty ở Mỹ đã trải qua sự tăng trưởng chậm, thậm chí còn bị co hẹp lại. Việc thiếu những cơ hội đầu tư trong những ngành công nghiệp như dầu mỏ, thuốc lá, truyền thông và chế biến thực phẩm đã làm tăng dòng tiền mặt tự do của những ngành này và tăng vấn đề người đại lý - người ủy thác khiến cho việc nắm quyền kiểm soát và LBO có lợi nhuận hơn. Không có gì ngạc nhiên đối với hậu quả là sự tăng vọt giá nắm quyền kiểm soát và LBO làm cho nhiều chuyên gia về mua quyền kiểm soát trở nên đặc biệt giàu có.

Những yếu tố tổ chức và chính trị cũng đã góp phần làm tăng vọt các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO trong những năm 1980. Sự cưỡng chế lỏng lẻo của những hạn chế mà các luật chống độc quyền quy định trong những năm thuộc chính quyền Reagan đã loại bỏ hàng rào ngăn cản hợp nhất và nắm quyền kiểm soát. Những sự cải tiến trong phương pháp tiến hành các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO cũng khiến những vụ như vậy dễ được thực hiện hơn và ít tốn kém hơn. Những cải tiến đó bao gồm việc thành lập những ngân hàng đầu tư ngày càng tinh vi, những nhà tư vấn luật pháp và những đổi mới về tài chính ví dụ sự ra đời của thị trường trái khoán bấp bênh giúp việc tài trợ cho những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO được dễ dàng hơn. Sự sụp đổ thị trường trái khoán bấp bênh trong những năm cuối 1980 với việc cáo chung của Drexel Burnham (một công ty ngân hàng đầu tư, vốn là trụ cột trong lĩnh vực nắm quyền kiểm soát và LBO), tình trạng rắc rối của Donald Trump, và sự phá sản của nhiều công ty nổi tiếng như Campeau (công ty này đã được cấu trúc lại bằng LBO) tất cả có thể đã dẫn đến làm cho lực đòn bẩy giảm xuống và một sự suy giảm hoạt động nắm quyền kiểm soát trong tương lai. Ngoài ra, nhiều cơ quan lập pháp tiểu bang

cũng đã thông qua những pháp luật chống nắm quyền kiểm soát, ví dụ New York, New Jersey, Maryland, Pennsylvania, Connecticut, Illinois, Kentucky, Michigan, Ohio, Indiana và Minnesota; năm 1987 cơ quan dự trữ liên bang cũng đã áp dụng những hạn chế mới đối với việc sử dụng nợ trong một số vụ nắm quyền kiểm soát nào đó. Có nhiều khả năng là ở những năm 1990 sẽ giảm bớt các hoạt động nắm quyền kiểm soát và hợp nhất so với ở những năm 1980 và sự tăng chậm món nợ của các công ty. Như một chủ ngân hàng đầu tư đã tuyên bố gần đây "Nợ đang trở thành một từ có 4 chữ" ³ (debts ở đây là những món nợ (nhiều nợ) còn debt là số ít. Từ có 4 chữ là debt, hàm ý là ít nợ đi).

ỨNG DỤNG

CẤU TRÚC LẠI CÔNG NGHIỆP

DẦU MỎ TRONG NHỮNG NĂM 1980

Vai trò của người đại lý - người ủy thác và của tiền mặt tự do trong việc kích thích những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể giúp giải thích vì sao hoạt động hợp nhất nắm quyền kiểm soát trong công nghiệp dầu mỏ nhiều hơn so với bất kỳ ngành công nghiệp nào khác trong những năm 1980. Việc tăng giá dầu trong năm 1973 và 1979 của các nước xuất khẩu dầu mỏ (OPEC) đã tạo ra dòng tiền mặt khổng lồ trong công nghiệp này ở những năm 1980. Ví dụ, trong năm 1984 dòng tiền mặt của 10 công ty dầu mỏ lớn nhất là 48,5 tỉ đôla tức trên 25% tổng số tiền mặt của 200 công ty lớn nhất ở Mỹ. Cũng ở thời gian này, công nghiệp dầu mỏ đã đang có các hoạt động lọc và phân phối dầu lớn quá mức và những khó khăn ngày càng tăng đã khiến cho các hoạt động thăm dò và khoan dầu không có lợi nhuận. Sự khan hiếm cơ hội đầu tư do hậu quả của việc nói trên và những dòng tiền mặt khổng lồ của nó lúc ấy có nghĩa là công nghiệp dầu mỏ đã có dòng tiền mặt tự do lớn nhất so với bất kỳ công nghiệp nào khác ở Mỹ.

Phù hợp với sự phân tích quan hệ giữa người ủy thác - người đại lý, những người quản lý với phần sở hữu nhỏ bé của họ trong công ty, đã tăng quyền lực và danh tiếng của cá nhân mình bằng cách mở rộng tầm cỡ công ty của họ với những chi phí to lớn cho việc thăm dò và sản xuất dầu mỏ mà không mang lại hoặc mang lại kết quả không đáng kể. Dòng tiền mặt tự do lớn cũng đã khiến

(3) Được trích dẫn từ Richard L. Kauffman, giám đốc các thị trường vốn đầu tư cổ phần thuộc công ty First Boston, ở Wayne Leslie "Những bản quyết toán trong những năm 1990: Nợ ít đi" *New York 7 me July 23-1990*.

những người quản lý các công ty dầu mỏ theo đuổi sự tăng trưởng bằng cách đầu tư vốn ra ngoài công nghiệp dầu mỏ. Công ty Mobil đã mua công ty Marcor là công ty mẹ của công ty Montgomery Ward ; Công ty Exxon đã mua công ty Reliance Electric và Vydec là những công ty chế tạo và công ty thiết bị van phòng ; một vài công ty dầu mỏ đã giành được những công ty mỏ (Sohio đã mua Kennecott, ARCO đã mua Anaconda Minerals và Amoco đã mua Cyprus Mines). Không trường hợp nào trong số các vụ mua bán này thành công. Tuy một số thất bại có thể do vận rủi (sự sụt giảm mạnh của giá khoáng sản trong những năm 1980), thực tế cho thấy rằng ban quản trị các công ty dầu mỏ đã có ít thông thạo những lĩnh vực bên ngoài công nghiệp của mình.

Giới quản trị công ty dầu mỏ rõ ràng đã không hoạt động cho lợi ích của những người giữ cổ phiếu, và những thay đổi về quản trị không phải là việc sẵn sàng được những người giữ cổ phiếu hoặc ban giám đốc chấp nhận. Cái lợi trong việc cấu trúc lại những công ty dầu mỏ và làm cho chúng có hiệu quả hơn đã là một cái lợi khổng lồ, và T. Boone Pickens thuộc công ty Mesa Petroleum đã nhận ra một cơ hội vàng. Những công ty dầu mỏ đã kháng cự lại nỗ lực của Pickens muốn nắm quyền kiểm soát các công ty của họ bằng việc hợp nhất. Trong quá trình này, họ đã tăng tiền vay nợ của mình và đã thanh toán một số lớn vốn đầu tư cho những người giữ cổ phiếu. Ngoài ra, họ cắt giảm chi tiêu về thăm dò và sản xuất và đã giảm khối lượng quá mức về lọc và phân phối dầu mỏ. Do các món chi tiêu vô ích đã được giảm, việc thanh toán cho những người giữ cổ phiếu đã tăng lên và những cái lợi thu được (trên cơ sở của những việc này) cho những người giữ cổ phiếu rất lớn : Những vụ hợp nhất của Gulf - Chevron, Getty - Texaco và Du Pont - Conoco đã làm tăng giá trị của những công ty này tính gộp lại là 17 tỉ đôla. Những công ty dầu mỏ khác như Phillips, Unocal và Arco đã tự cấu trúc lại bản thân bằng cách mua những cổ phiếu sở hữu của họ nhờ vay nợ và tiền mặt, tăng lãi cổ phần và giảm việc thăm dò và sản xuất. Sự tăng giá trị trên thị trường của những công ty này nhờ việc cấu trúc lại đã vượt quá 5 tỉ đôla.

Tuy những hoạt động của Pickens đã đem lại những món lợi khổng lồ cho những người giữ cổ phiếu của các công ty dầu mỏ, nhưng ông ta đã không thành công trong việc nắm quyền kiểm soát bất cứ công ty nào. Tuy nhiên, chúng ta không cần thương hại ông ta - những tài sản cổ phần công ty dầu mà ông ta thu được qua những vụ bỏ thầu nắm quyền kiểm soát đã tăng giá trị lên rất cao khi việc cấu trúc lại công ty dầu khiến những hãng này thu nhỏ lại và hoạt động hiệu quả hơn. Kết cục, T. Boone Pickens đã trở thành một trong những người giàu nhất nước Mỹ.

PHẢI CHĂNG VIỆC TĂNG NỢ CỦA CÁC CÔNG TY LÀ TỐT CHO NỀN KINH TẾ

Như Hình 8A.1 cho thấy, các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO đã dẫn đến việc tăng mạnh mẽ tiền nợ của các công ty Mỹ. Một kết quả của gánh nặng dịch vụ nợ ngày càng tăng là tỉ lệ thất bại trong kinh doanh cao đến mức gây sự bối rối trong những năm gần đây. Thật đáng ngạc nhiên, tỉ lệ các vụ phá sản vẫn tăng lên trong suốt 4 năm sau khi kết thúc cuộc suy thoái 1981 - 1982. Ngay cả cuối những năm 1980, là một thời kỳ kinh tế mở mang, các vụ phá sản vẫn xảy ra gấp hơn 2 lần tỉ lệ trung bình của giai đoạn 1953 - 1980. Liệu tiền vay nợ tăng lên do những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có phải đã là điều tốt cho nền kinh tế? Sự phân tích người đại lý - người ủy thác cho tới nay đã nhấn mạnh đến lợi ích của các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO đó là những việc làm tăng tiền nợ của các công ty. Các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có tính hợp lý về kinh tế là ở chỗ chúng làm tăng hiệu quả kinh tế qua việc cải thiện ý muốn quản lý. Để nghiên cứu xem liệu tiền vay nợ tăng lên có là một điều tốt hay không, chúng ta cần vượt qua sự phân tích người đại lý - người ủy thác.

Trong chương này, ta đã thấy rằng vấn đề người đại lý - người ủy thác không phải là dạng duy nhất của rủi ro đạo đức. Các hợp đồng vay nợ đưa đến một kiểu khác trong đó những người vay mang lấy quá nhiều rủi ro. Do nợ đòi hỏi công ty thanh toán một món cố định và cho công ty này được hưởng bất kỳ phần lợi nhuận nào vượt quá món cố định này, công ty ấy và những người quản lý của nó có rất nhiều lợi nhuận, nếu một cuộc đầu tư rủi ro trở nên thành công, trong khi đó người cho vay không thêm được gì. (Hãy nhớ lại rằng đây là trường hợp đầu tư của Steve để phát minh ra loại kem không có calo). Bởi vậy những người quản lý của các công ty với một số nợ lớn sau một LBO hay sau vụ nắm quyền kiểm soát có ý muốn chọn các dự án đầu tư thật nhiều rủi ro. Vấn đề rủi ro đạo đức này có thể dẫn đến việc mang lấy nhiều rủi ro hơn chứ không là điều có lợi cho sức khỏe của nền kinh tế.

Với tiền nợ tăng lên sau một LBO hay sau một vụ nắm quyền kiểm soát, một công ty cũng dễ có khả năng phải chịu đựng cuộc phá sản. Một chấn động tồi tệ khiến cho nay công ty đó không có thể thanh toán các khoản trả lãi đặc biệt cao cho người cho vay. Không may, phá sản có kèm theo nhiều khoản chi phí quan trọng. Một trong số đó là những chi phí về luật pháp rất tốn kém. Một khi một công ty phải ra trước tòa án phá sản, thì có những mâu thuẫn nặng nề về lợi ích giữa những người cho vay (những người chủ nợ) và những cổ đông, và điều đó

làm cho những hoạt động của công ty gặp rất nhiều khó khăn. Ngoài ra, những hãng cung cấp cho công ty có thể không sẵn lòng chuyển giao hàng hóa cho công ty nữa vì họ không chắc chắn rằng họ sẽ được thanh toán tiền, điều này càng làm tê liệt các hoạt động của công ty. Những khó khăn thuộc loại này đã xảy ra cho công ty Campeau, một công ty Canada, công ty này sở hữu các cửa hàng tổng hợp nổi tiếng như Bloomingdale's, Jordan Marsh và Burdine's, công ty này lâm vào tình trạng phá sản năm 1989 sau một cuộc mua hết cổ phần kiểu đòn bẩy đưa tới khoản thanh toán nợ rất lớn. Viên ngọc trên vương miện của hãng tổng hợp Campeau, Bloomingdal's phải chứng kiến sự thua thiệt vì khách hàng thiếu hàng hóa để mua.

Ngay cả nếu một công ty đã có "lực nâng kiểu đòn bẩy" mà không lâm vào tình trạng phá sản, tiền vay nợ lớn của nó thế cản trở nó trong những hợp đồng dài hạn với những người cung cấp, những khách hàng và những nhân viên, là những người dễ dè chừng một cuộc phá sản của nó. Những người quản lý của một công ty có những món tiền thanh toán lãi lớn sau một LBO hay sau một vụ nắm quyền kiểm soát cũng dễ có thể quản lý công ty theo chiến lược ngắn hạn chứ không theo chiến lược dài hạn ; ví dụ, có thể họ không đầu tư vào những khoản mục như nghiên cứu và phát triển (R & D) là những khoản mục cần thời gian dài mới thu được kết quả. Vấn đề ưu tiên ngắn hạn trong những hoạt động có thể trở thành đặc biệt nghiêm trọng khi một công ty với tiền vay nợ lớn lại đang đối mặt với một tình trạng kiệt quệ về tài chính. Khi ấy, nó có thể phải cắt giảm sản xuất, bán những tài sản có giá trị và bỏ những cơ hội đầu tư có lợi nhuận. Ví dụ, nếu sau 1 vụ mua hết cổ phần kiểu đòn bẩy, Steve trở nên lo lắng rằng anh ta không thể trả được lãi, anh ta có thể giảm chi phí bằng cách giảm bớt hàm lượng bơ trong kem của mình với hy vọng rằng khách hàng của anh ta sẽ không chú ý, ít nhất trong một thời gian ngắn.

Một vấn đề quan trọng khác là ở chỗ ngay cả nếu tiền vay nợ tăng lên giúp cải thiện được thành tích của các công ty riêng rẽ, nó có thể dẫn đến kết quả đối nghịch cho nền kinh tế nhìn tổng thể. Như đã mô tả ở chương này (ứng dụng cho những cuộc khủng hoảng tài chính), một vụ phá sản của một công ty có thể dẫn đến một sự cắt giảm sản xuất và nhân công, việc này đến lượt nó lại dẫn đến khó khăn tài chính ở một công ty khác. Một nền kinh tế có tính đòn bẩy cao với tiền vay nợ lớn hơn có thể khiến cho một loạt cuộc phá sản dây chuyền dễ xảy ra, với những hệ lụy quan trọng tiềm ẩn đối với nền kinh tế đó. Lực đòn bẩy tăng lên cũng có thể khiến cho một sự đổ vỡ tài chính (giống kiểu đã xảy ra trong cuộc Đại suy thoái) dễ phát sinh. Một loạt vụ phá sản dây chuyền có thể đe dọa sức khỏe

của hệ thống ngân hàng và điều này có thể là tai hại cho nền kinh tế (xem Bài đọc thêm 8.2 ở chương này). Thực vậy, nhiều nhà kinh tế lo lắng rằng tiền vay 1-7 công ty tăng lên có thể gây khó khăn cho cơ quan dự trữ Liên bang không kiểm chế được những cuộc khủng hoảng tài chính giống như cuộc khủng hoảng mà hầu hết chúng ta trải qua sau cuộc phá sản của Penn Central Bank năm 1970. Lực đòn bẩy tăng lên coi như một kết quả của những vụ nắm quyền kiểm soát hay LBO có thể khiến cho nền kinh tế của chúng ta trở nên dễ đổ vỡ và mất ổn định hơn - đây là một suy tư không vui vẻ.

Minh chứng cho những lợi ích và những tổn kém của các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO

Cuộc tranh luận xung quanh vấn đề nắm quyền kiểm soát và LBO đưa đến một nghiên cứu về việc liệu sự cấu trúc lại công ty có phải là một việc có lợi hay không. Ở đây, chúng ta sẽ xem xét minh chứng, cả ủng hộ lẫn chống lại ý tưởng cấu trúc lại công ty.

Minh chứng ủng hộ. Minh chứng đầu tiên thường được kể ra bởi những người tin rằng các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO cải thiện được thành tích kinh tế là ở chỗ những vụ mua quyền kiểm soát chắc chắn làm lợi cho những cổ đông của những công ty có mục tiêu. Những phần thưởng do giá vượt trên giá thị trường được thanh toán cho những cổ phần trong những vụ nắm quyền kiểm soát có tính chất không thân thiện tính trung bình vào khoảng 30% (nghĩa là một sự trả giá 130 đôla cho một cổ phần có giá gốc là 100 đôla), nhưng gần đây chúng còn cao hơn cả 50%. Cách giải thích đơn giản nhất cho vấn đề này là ở chỗ một vụ nắm quyền kiểm soát khiến cho sự hoạt động của công ty đó có hiệu quả hơn bởi vì vụ nắm quyền đó cải thiện việc quản lý và cải thiện cả những ý muốn quản lý. Những dự tính lợi nhuận cao hơn trong tương lai (do kết quả của sự cải thiện nói trên) của công ty được cấu trúc lại đó đã làm cho giá những cổ phần của công ty cao hơn. Bởi vì giá cổ phần cao hơn phản ánh hiệu quả của việc quản lý tăng lên, nó cho biết rằng vụ nắm quyền kiểm soát này là tốt cho nền kinh tế.

Còn có hai minh chứng khác ủng hộ cho quan điểm những vụ nắm quyền kiểm soát làm tăng hiệu quả kinh tế nhờ việc nó cải thiện công việc quản lý. Trước hết, những mục tiêu của việc nắm quyền kiểm soát thường là những công ty có những thành tích tồi tệ đúng như chúng ta dự tính, nếu những vụ mua

quyền kiểm soát diễn ra nhằm cải thiện tình hình quản lý. Thứ 2 là, một vài nghiên cứu đã nhận thấy rằng năng suất trung bình chắc chắn đã tăng ở những công ty đã được nắm quyền kiểm soát.

Minh chứng chống lại. Những người chỉ trích việc nắm quyền kiểm soát cho rằng có những sự giải thích khác về việc tăng giá trị của những công ty khi nó đã bị nắm quyền kiểm soát. Một khả năng là ở chỗ sự tăng giá trị trường của những công ty có mục tiêu là một sai lầm và không phản ánh những dự tính lợi nhuận tương lai cao hơn của những công ty này. Tuy đây chỉ là một khả năng, nó chắc chắn hàm ý rằng giá cả trên thị trường cổ phiếu đã không được liên hệ đến tính chất có lợi nhuận của công ty trong tương lai, một hàm ý mà từ đó những nhà kinh tế không hoàn toàn yên tâm.

Những người chỉ trích nghiêm khắc hơn đối với quan điểm cho rằng giá trị cao hơn của một công ty có mục tiêu sau một vụ nắm quyền kiểm soát hàm ý một sự cải thiện hiệu quả kinh tế tán thành rằng các vụ mua quyền kiểm soát dẫn đến tính có lợi nhuận cao hơn trong tương lai ở công ty có mục tiêu đó. Tuy thế, họ phản bác rằng những lợi nhuận cao hơn nói trên xảy ra không phải vì hiệu quả tăng lên mà do những thành phần khác như : chính phủ, những người lao động, những khách hàng và những người giữ trái khoán - đã bị tổn thất khi công ty này bị nắm quyền kiểm soát. Một sự thực đặc biệt quan trọng ở chỗ luật thuế ở Mỹ ủng hộ sự vay nợ hơn là vốn cổ phần bởi vì tiền trả lãi cho những người cho vay là tiền được giảm thuế cho công ty đó, ngược lại, tiền chia lãi cổ phần thì không được như vậy. Như thế, chính phủ mất thuế thu nhập khi vốn cổ phần được đổi thành món vay nợ như trong hầu hết các vụ nắm quyền kiểm soát.

Một nghiên cứu khác đã phát hiện kết quả của một số vụ nắm quyền kiểm soát, những nhượng bộ về lương cho những người lao động đã bị lấy lại làm giảm thu nhập của họ. Ví dụ, một cuộc nghiên cứu đã thấy rằng những nhượng bộ về lương do các liên hiệp TWA chịu chấp nhận thì lớn hơn tiền thưởng mà Carl Icahn đã thanh toán cho những cổ đông TWA. Nếu một vụ nắm quyền kiểm soát dẫn đến kết quả làm tăng sự độc quyền ở một thị trường và do đó làm tăng giá hàng hóa của công ty đó bán ra, thì người mua phải chịu tổn thất. Những người giữ trái khoán cũng có thể thành những người chịu tổn thất lớn. Như đã từng xảy ra trong vụ LBO đối với RJR - Nabisco, do lực đòn bẩy cao của công ty này sau vụ nắm quyền kiểm soát đó làm tăng rủi ro gian lận đối với những trái khoán đã được phát hành trước đó và dẫn đến việc giảm giá trái khoán. Điều mâu chột

ở đây là ở chỗ lợi nhuận tương lai tăng lên, vốn là mục tiêu của việc nắm quyền kiểm soát trên thực tế, có thể được những thành viên khác trong nền kinh tế đó trả và không thể coi đó là dấu hiệu hiệu quả kinh tế đã tăng lên.

Những người chỉ trích các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO quy lỗi việc sụt giảm mức tăng trưởng của những hoạt động nghiên cứu và phát triển (R & D) từ năm 1984 là do làn sóng nắm quyền kiểm soát và LBO xảy ra từ đầu những năm 1980. Họ xác nhận rằng tiền vay nợ tăng lên sau một cuộc cấu trúc lại công ty khiến cho việc quản lý càng thêm có tính chất ngắn hạn, do đó không có đầu tư đầy đủ cho R & D (R & D cần có thời hạn dài để thu được kết quả). Họ nhận thấy những kết quả tiềm ẩn của các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO là tai hại cho nền kinh tế Mỹ bởi vì sự sụt giảm về R & D có thể khiến chúng ta khó hoàn thiện đất nước giống như nước Nhật.

Liệu minh chứng này có ủng hộ đối với một sự tăng chiều hướng ngắn hạn khi tiền vay nợ của công ty đó tăng lên sau việc cấu trúc lại công ty? Tuy có một số minh chứng rằng tiền vay nợ tăng lên sau việc cấu trúc lại công ty dẫn đến một sự giảm sút về R & D, những tác dụng thực tế của các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO đối với R & D ở Mỹ là rất nhỏ.

Việc cấu trúc lại công ty dễ có khả năng xảy ra trong những ngành công nghiệp kỹ thuật thấp, lâu đời, đó là những ngành công nghiệp có dòng tiền mặt tự do cao nhất. Như thế, LBO và những vụ nắm quyền kiểm soát đã xảy ra trong những ngành công nghiệp mà ở đó R & D là tương đối ít quan trọng. Minh chứng gợi ra rằng nắm quyền kiểm soát và LBO không phải là nguyên nhân của việc sụt giảm sự tăng trưởng R & D ở Mỹ.

Ngay cả sau khi cân nhắc kỹ, tới mức độ mà một người nhìn nhận chứng cứ được thảo luận là ủng hộ cho quan điểm đó rằng những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO thúc đẩy cho công việc quản lý có hiệu quả hơn, thì ban giám khảo vẫn sẽ xa lạ với ý muốn có những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO. Chúng ta vẫn còn cần xem xét chứng cứ về việc tiền vay nợ tăng lên do việc nắm quyền kiểm soát và LBO có thể tác động như thế nào đến toàn bộ nền kinh tế. Những nghiên cứu về cuộc Đại suy thoái và về những giai đoạn khác trong đó những cuộc khủng hoảng tài chính đã xảy ra, cho biết rằng tiền vay nợ tăng lên có thể làm tăng mạnh tính chất nghiêm trọng của các cuộc suy thoái.

Hơn thế, các nghiên cứu gợi ra rằng một cuộc suy thoái nghiêm trọng có thể tương tác với một mức tiền vay nợ công ty lớn để gây ra một cuộc khủng hoảng những vụ phá sản dây chuyền nghiêm trọng. Do đó chứng cứ gợi ra rằng tiền vay nợ tăng lên làm cho nền kinh tế trở nên dễ đổ vỡ và như vậy có thể chứng minh về mối nguy hiểm.

Những nhà vạch chính sách sẽ phải làm gì đối với vấn đề LBO và nắm quyền kiểm soát

Cuộc thảo luận của chúng ta cho thấy rằng các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể cải thiện các ý muốn quản lý và như vậy làm tăng hiệu quả kinh tế. Minh chứng đó mang lại một số ủng hộ cho quan niệm này, tuy rằng nó cũng gợi ra rằng các vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể đưa đến xu hướng thiên về một số hoạt động ngắn hạn của công ty. Do việc tăng hiệu quả trong các công ty Mỹ là đặc biệt quan trọng trong môi trường cạnh tranh kinh tế quốc tế cao ngày nay, đa số các nhà kinh tế không muốn ủng hộ việc cấm triệt để những vụ nắm quyền kiểm soát hoặc LBO. Ngoài ra, chúng ta đã thấy rằng những vụ nắm quyền kiểm soát và LBO có thể là kết quả của xu thế khuyến khích vay nợ trong luật lệ về thuế của chúng ta, và rằng tiền vay nợ cao do việc đó tạo ra có thể khiến cho toàn thể nền kinh tế trở thành dễ đổ vỡ hơn. Như vậy là có những lý do tốt để nghĩ rằng có quá nhiều tiền nợ ở trong nền kinh tế Mỹ. Nền kinh tế này đáng ra lúc này có thể tốt lên nếu những người vạch chính sách giảm các ý muốn hướng vào lực đòn bẩy bằng cách giảm ưu thế về thuế của tiền vay nợ so với vốn cổ phần. Những người vạch chính sách cũng có thể cố gắng thay đổi các quy tắc quản trị công ty giúp cho các cổ đông dễ dàng thay đổi việc quản lý hoặc viết ra những hợp đồng quản lý, nhờ đó đem lại cho những người quản lý các ý muốn tốt để hành động vì lợi ích của những người giữ cổ phiếu. Kết quả đó sẽ làm giảm được nhu cầu sử dụng lực đòn bẩy để bảo đảm cho công việc quản lý được tốt hơn.

CHƯƠNG 9

Ngân hàng và quản lý ngân hàng

LỜI DẪN

Do các ngân hàng (những tổ chức gửi tiền) đóng một vai trò quan trọng như vậy trong việc khơi nguồn vốn đến những người vay tiền có các cơ hội đầu tư sinh lợi, họ cũng giữ vai trò quan trọng trong việc bảo đảm cho nền kinh tế vận động nhịp nhàng, hữu hiệu. Ở Mỹ, các ngân hàng cung cấp hơn năm ngàn tỉ đôla tín dụng : họ cung cấp các món vay cho những doanh nghiệp, giúp chúng ta tài trợ cho những chương trình giáo dục ở nhà trường, mua một chiếc xe hơi mới, một ngôi nhà mới và cũng giúp cho chúng ta có các tài khoản séc và tài khoản tiết kiệm.

Trong chương này, chúng ta xem xét các ngân hàng (tức là những trung gian tài chính quan trọng nhất) hoạt động như thế nào để thu được lợi nhuận cao nhất có thể có ; họ thực hiện các món cho vay như thế nào và vì sao lại như vậy, họ gom vốn, quản lý tài sản có và tài sản nợ (còn gọi là nợ) của họ như thế nào và thu nhập như thế nào. Tuy chúng ta sẽ tập trung vào các ngân hàng thương mại vì họ nắm giữ 2/3 những tài sản có trong hệ thống ngân hàng, song những nguyên lý đó cũng hoàn toàn có thể áp dụng cho những hình thức tổ chức ngân hàng khác như các ngân hàng tiết kiệm cho vay, ngân hàng tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng.

BẢN QUYẾT TOÁN TÀI SẢN CỦA NGÂN HÀNG

Để hiểu xem một ngân hàng hoạt động như thế nào trước hết chúng ta cần xem xét **bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó**, là bản kê các tài sản có và tài sản nợ của nó. Như hàm ý của tên gọi, bản quyết toán này liệt kê các kết số, tức là nó có đặc trưng :

$$\text{Tổng tài sản có} = \text{Tổng tài sản nợ} + \text{Vốn}$$

Hơn nữa, bản quyết toán tài sản của một ngân hàng liệt kê các *nguồn vốn* của ngân hàng (tài sản nợ) và *sử dụng vốn* (tài sản có). Các ngân hàng thu nhận vốn qua việc đi vay hoặc phát hành các tài sản nợ khác ví dụ các khoản tiền gửi. Sau đó, họ dùng vốn này để có được các tài sản có ví dụ các chứng khoán hoặc các khoản tiền cho vay. Thu nhập của các ngân hàng từ tài sản chứng khoán và các khoản tiền cho vay bù đắp lại các chi phí cho các tài sản nợ do nó phát hành và thu được một lợi nhuận như ý muốn. Bản quyết toán tài sản của tất cả các ngân hàng thương mại vào cuối năm 1990 được nêu trong Bảng 9.1.

Tài sản nợ

Một ngân hàng thu nhận vốn bằng cách phát hành (bán) những tài sản nợ (nguồn vốn), rồi vốn này có thể được dùng để mua những tài sản có mang lại thu nhập.

Các khoản tiền gửi có thể phát séc. Đây là những tài khoản ở một ngân hàng, người sở hữu chúng có quyền được phát séc cho những người thuộc bên thứ 3. Các khoản tiền gửi có thể phát séc gồm tất cả các tài khoản sau : tài khoản séc không có lãi (tiền gửi không kỳ hạn), các tài khoản NOW có lãi (NOW - negotiable order of withdrawal - lệnh thu hồi có thể mua bán), các tài khoản super - NOW, và các tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (MMDAs) được đưa vào sử dụng năm 1982. Bảng 9.1 cho thấy tiền gửi có thể phát séc là một nguồn vốn quan trọng của ngân hàng chiếm 18% tài sản của ngân hàng. Đã có lúc chúng là nguồn vốn ngân hàng quan trọng nhất (trên 60% tài sản nợ ngân hàng năm 1960), nhưng tỉ lệ của chúng trong các tài sản nợ ngân hàng đã dần dần thu hẹp.

Tiền gửi có thể phát séc là tiền gửi có thể được thanh toán theo yêu cầu ; tức là, nếu người gửi tiền tới ngân hàng gửi và đòi thanh toán bằng cách viết ra một giấy rút tiền, ngân hàng đó sẽ thanh toán cho người đó ngay lập tức. Tương tự, nếu một người nhận được một tấm séc phát theo một tài khoản từ một ngân hàng, khi ngân hàng đó nhận được tấm séc này, ngân hàng đó phải chuyển lập tức số tiền ấy vào tài khoản của người đó.

Bảng 9.1 - Bản quyết toán tài sản của tất cả các ngân hàng thương mại, cuối năm 1990

(Mỗi mục tính theo % của tổng số)

Tài sản có (sử dụng vốn)		Tài sản nợ (nguồn vốn)	
(Theo thứ tự giảm của tính lỏng)			
Các khoản tiền dự trữ	2	Các khoản tiền gửi có thể phát séc	18
Các khoản tiền mặt trong quá trình thu	3	Các khoản tiền gửi phí giao dịch	
Tiền gửi ở các ngân hàng khác	2	Tiền gửi tiết kiệm	17
Các chứng khoán		Tiền gửi kỳ hạn loại nhỏ	
Của chính phủ và các cơ quan		(< 100.000 đôla)	19
của chính phủ Mỹ	13	Tiền gửi kỳ hạn loại lớn	15
Của chính quyền tiểu bang và		Các khoản tiền đi vay	24
địa phương và các chứng			
khoán khác	6	Vốn ngân hàng	7
Các khoản tiền cho vay			
Thương mại và công nghiệp	19		
Bất động sản	24		
Người tiêu dùng	11		
Giữa các ngân hàng	6		
Các khoản tiền cho vay khác	7		
Những tài sản khác	7		
(Ví dụ các vốn hiện vật)			
Tổng cộng	100	Tổng cộng	100

Tiền gửi có thể phát séc là một tài sản có đối với người gửi nó, bởi vì nó là một phần của cái của người gửi. Ngược lại, bởi vì người gửi tiền này có thể rút vốn khỏi tài khoản của ông ta, vốn đó ngân hàng có nghĩa vụ thanh toán, do đó các tiền gửi có thể phát séc là một tài sản nợ của ngân hàng. Tiền gửi này thường là nguồn vốn ngân hàng có phí tổn thấp nhất bởi vì những người gửi sẵn lòng bỏ qua một số tiền lãi để có được một tài sản lỏng có thể dùng mua hàng. Nhưng chi phí của ngân hàng cho việc duy trì tiền gửi có thể phát séc bao gồm tiền thanh toán lãi và những 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 tòa nhà gây được ấn tượng, và quảng cáo / marketing tới những khách hàng hấp dẫn để họ gửi vốn vào một ngân hàng nhất định nào đó].

Trong những năm gần đây, tiền lãi được thanh toán cho tiền gửi (loại có thể phát séc hoặc loại gửi có kỳ hạn) đã chiếm khoảng 50% tổng số phí tổn hoạt động

của các ngân hàng, trong khi đó, chi phí liên quan đến việc phục vụ các tài khoản (lương nhân viên, thuê nhà, v.v...) ở vào khoảng 35% phí tổn hoạt động.

Tiền gửi phi giao dịch. Tiền gửi phi giao dịch là nguồn vốn quan trọng nhất của ngân hàng (51% số tài sản nợ của ngân hàng ở Bảng 9.1). Chúng có đặc tính chung là được hưởng tiền lãi và người sở hữu chúng không được quyền phát 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 các tài khoản séc. Tiền gửi phi giao dịch gồm 2 loại chính : Tài khoản tiết kiệm và tiền gửi kỳ hạn hay còn gọi là giấy chứng nhận tiền gửi (certificate of deposits - CD).

Những tài khoản tiết kiệm có lúc đã là loại tiền gửi phi giao dịch phổ biến nhất. Với những tài khoản này, vốn có thể được thêm vào hay rút ra bất kỳ lúc nào, những giao dịch và tiền thanh toán lãi được ghi trong một cuốn sổ nhỏ (sổ tiết kiệm do người sở hữu tài khoản giữ) hoặc trong thông báo tình hình hàng tháng. Về mặt kỹ thuật, dạng tiền gửi này không được rút khi yêu cầu (Ngân hàng có thể đợi đến 30 ngày để thanh toán) ; tuy nhiên, do sự cạnh tranh giành các món gửi, các ngân hàng cho phép những người gửi rút tiền khỏi các tài khoản tiết kiệm của họ ngay. Tiền gửi kỳ hạn có thời gian đến ngày mãn hạn cố định trước trong khoảng từ một vài tháng đến hơn 5 năm, và có những khoản phạt đáng kể cho trường hợp rút tiền trước hạn (bị mất tiền lãi của một vài tháng). Tiền gửi kỳ hạn loại nhỏ (dưới 100.000 đôla) là loại kém lòng hơn so với tiền gửi tiết kiệm có sổ tiết kiệm : chúng có lãi suất cao hơn và là một nguồn vốn có chi phí lớn hơn đối với các ngân hàng có hình thức gửi này.

Tiền gửi kỳ hạn loại lớn (CD) có thể có loại 100.000 đôla hoặc hơn và chủ yếu do các công ty hoặc các ngân hàng khác mua. CD loại lớn là loại có thể đem bán, do đó, giống như một trái khoán, chúng có thể được bán lại ở một thị trường cấp hai trước khi mãn hạn. Vì lý do này, loại CD có thể bán được này các công ty, các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ 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. Từ 1961, lúc xuất hiện lần đầu, các CD có thể bán được này đã trở nên một nguồn vốn quan trọng của ngân hàng (15%).

Việc vay tiền. Các ngân hàng thu vốn vào bằng cách vay ở hệ thống Dự trữ Liên bang, ở các ngân hàng khác và ở các công ty. Trường hợp vay từ Fed thì được gọi là **tiền vay chiết khấu**, cũng còn được gọi là "tiền ứng trước". Các ngân hàng cũng vay các khoản dự trữ ngắn hạn của các ngân hàng Mỹ khác và các tổ chức tài chính trong thị trường quỹ Liên bang. Các nguồn vốn vay khác mà các ngân hàng có là : tiền vay từ những công ty mẹ của các ngân hàng (những công ty nắm giữ ngân hàng), những dân xếp vay tiền các công ty (ví dụ như

những hợp đồng mua lại) vay mượn đôla châu Âu (tức là những tiền gửi bằng đôla thuộc các ngân hàng nước ngoài hoặc những chi nhánh ngoại quốc của các ngân hàng Mỹ). Tiền vay mượn đã trở thành một nguồn vốn quan trọng hơn của ngân hàng trong thời gian qua : năm 1960 chúng chỉ chiếm 2% tài sản nợ của ngân hàng, còn hiện nay chúng vượt quá 20%.

Vốn của ngân hàng. Hạng mục cuối cùng trong phần tài sản nợ của bản quyết toán tài sản ngân hàng là vốn của ngân hàng đó, tức là của cái thực của ngân hàng đó, nó bằng hiệu số giữa tổng tài sản có với tài sản nợ (7% tổng tài sản có của ngân hàng trong Bảng 9.1). Vốn này được tạo ra bằng cách bán cổ phần (cổ phiếu) mới hoặc từ các món lợi tức được giữ lại. Các vốn của ngân hàng là một cái đệm để chống đỡ sự sụt giảm giá trị của những tài sản có của ngân hàng đó, là điều có thể đẩy ngân hàng đến tình trạng không trả được nợ (trong đó, giá trị tài sản có của ngân hàng sụt giảm xuống thấp hơn tài sản nợ của nó, nên ngân hàng này bị phá sản). Một thành phần quan trọng vốn của ngân hàng là các dự trữ phòng mất tiền cho vay được mô tả ở Bài đọc thêm 9.1.

BÀI ĐỌC THÊM 9.1

Tìm hiểu về khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay

Có thể bạn đã thấy những hàng tít trên báo nói về việc tăng mạnh những khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay (nợ khó đòi). Thường có sự hiểu lầm quan trọng về các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay, có thể là vì chúng có tên gọi tương tự với các khoản tiền dự trữ trong một bản quyết toán tài sản ngân hàng. Thực tế, các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay không có liên quan gì đến khoản tài sản dự trữ trong bản quyết toán tài sản ngân hàng, mà chúng là một thành phần trong vốn đầu tư của ngân hàng.

Để thấy các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay tác dụng như thế nào, hãy giả sử rằng một ngân hàng nghĩ ngờ là một số khoản tiền cho vay của họ, ví dụ 1 triệu đôla, có thể là nợ khó đòi, và sẽ bị xóa sổ (giá trị bằng zero) trong tương lai. Ngân hàng này có thể để riêng ra 1 triệu đôla trong số tiền thu nhập của họ và đưa nó vào tài khoản dự trữ phòng mất tiền

cho vay. Như vậy, 1 triệu đôla này được coi là một phần vốn của ngân hàng đó. Kết quả của việc cộng thêm vào các dự trữ phòng mất tiền cho vay là ngân hàng đó giảm tiền thu nhập được báo cáo một khoản là 1 triệu đôla thực ra nó đã có tổng thu nhập của mình ngay cả trước khi các món nợ khó đòi được xóa sổ. Khi ngân hàng khẳng định rằng 1 triệu đôla tiền cho vay nói trên sẽ không bao giờ được hoàn trả và chính thức xóa sổ nó thì tài khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay nói trên sẽ giảm đi 1 triệu đôla, tức là số tiền của món nợ khó đòi đó. Khi ấy tài sản có của ngân hàng bị giảm đi 1 triệu đôla, vốn của ngân hàng cũng như vậy. Tuy nhiên, vào lúc ấy, tiền thu nhập được báo cáo không bị tác động bởi việc món tiền cho vay đó bị xóa sổ. Việc cộng thêm vào khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay vào một thời gian sớm trước tạo ra một cái đệm để thu hút món cho vay bị xóa sổ nói trên khi nó xảy ra.

Tài sản có

Tài sản có của ngân hàng là kết quả của việc sử dụng vốn của ngân hàng đó. Những tài sản có đưa lại thu nhập, tức những tài sản thu được tiền trả lãi, giúp cho ngân hàng tạo ra lợi nhuận.

Tiền dự trữ. Tất cả các ngân hàng giữ lại một phần trong số vốn mà họ thu được để gửi vào một tài khoản ở cơ quan Dự trữ Liên bang (Fed). **Tiền dự trữ** là tiền gửi vừa nói, cộng thêm với tiền mặt mà các ngân hàng cất giữ (được gọi là **tiền kết** vì chúng được cất giữ trong các két ngân hàng qua đêm). Tuy tiền dự trữ hiện hành không có lãi, các ngân hàng vẫn giữ chúng vì 2 lý do. Trước hết, một số tiền dự trữ được gọi là **tiền dự trữ bắt buộc**, được giữ bởi vì theo luật định, Fed đòi hỏi cứ mỗi một đôla tiền gửi lại ngân hàng, phải có tỷ lệ nào đó (ví dụ 10%) phải được giữ làm tiền dự trữ. Tỷ lệ này (10% trong ví dụ trên), được gọi là tỷ lệ tiền dự trữ bắt buộc. Các khoản tiền dự trữ phụ, được gọi là **tiền dự trữ vượt quá**, được giữ vì chúng là lỏng nhất trong số mọi tài sản có của ngân hàng mà có thể được ngân hàng sử dụng để thực hiện nghĩa vụ khi tiền gửi được rút ra - hoặc trực tiếp do người gửi tiền đến rút ra hoặc gián tiếp khi có một séc được phát ra theo một tài khoản.

Tiền mặt trong quá trình thu. Giả sử, một séc, được phát theo một tài khoản ở một ngân hàng khác, được gửi vào ngân hàng của bạn và số tiền ở séc này còn chưa đến ngân hàng của bạn. Tờ séc này được coi như là tiền mặt trong quá trình thu, nó là một tài sản có đối với ngân hàng của bạn bởi vì nó có quyền đòi ở ngân hàng kia và số tiền này sẽ được thanh toán sau một ít ngày.

Tiền gửi ở các ngân hàng khác. Nhiều ngân hàng nhỏ gửi tiền trong những ngân hàng lớn để đổi lấy nhiều dịch vụ khác nhau như tập hợp séc, giao dịch ngoại tệ và giúp mua chứng khoán. Đây là một phần của một hệ thống được gọi là "hoạt động ngân hàng vãng lai".

Nói chung, tiền dự trữ, tiền mặt trong quá trình thu và tiền gửi trong các ngân hàng khác được coi như những khoản tiền mặt. Ở Bảng 9.1 chúng chỉ chiếm 7% tổng tài sản có và tầm quan trọng của chúng vẫn đang thu hẹp : ví dụ năm 1960, chúng đã chiếm 20% tổng tài sản có.

Các chứng khoán. Các chứng khoán của một ngân hàng là các tài sản có mang lại thu nhập quan trọng của ngân hàng đó : Các chứng khoán (đối với các

ngân hàng thương mại, chúng chỉ gồm những công cụ vay nợ vì các ngân hàng thương mại không được phép nắm giữ cổ phiếu) chiếm 19% tổng số tài sản có của ngân hàng ở Bảng 9.1 và chúng mang lại cho các ngân hàng thương mại 15% tổng số thu nhập của họ. Các chứng khoán này có thể được chia làm 3 loại : (1) chứng khoán của Chính phủ Mỹ và các cơ quan của Chính phủ ; (2) chứng khoán của chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương ; và (3) các chứng khoán khác. Các chứng khoán của Chính phủ Mỹ và của các cơ quan chính phủ là loại lỏng nhất vì chúng có thể mua bán hoặc trao đổi sang tiền mặt một cách dễ dàng với chi phí giao dịch thấp. Do tính lỏng cao của chúng, những chứng khoán của Chính phủ Mỹ loại ngắn hạn được gọi là **tiền dự trữ hạng 2**.

Các chứng khoán của chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương được các ngân hàng ưa thích nắm giữ không chỉ vì lợi ích về thuế (tiền trả lãi của chúng khấu trừ thuế đối với thuế thu nhập liên bang và đôi khi cả thuế thu nhập tiểu bang), mà còn do các chính quyền tiểu bang và chính quyền địa phương dễ có khả năng thực hiện kinh doanh với các ngân hàng nắm giữ các chứng khoán của họ. Các chứng khoán của chính quyền tiểu bang, chính quyền địa phương và các chứng khoán khác kém khả năng được mua bán hơn (do kém lỏng hơn) và cũng có nhiều rủi ro hơn so với các chứng khoán của chính phủ Mỹ trước hết là vì rủi ro vỡ nợ ; có một số khả năng là người phát hành ra các chứng khoán này không thể thanh toán tiền lãi hoặc hoàn trả mệnh giá của những chứng khoán này khi chúng mãn hạn. Do những chứng khoán này là kém lỏng và rủi ro hơn những chứng khoán của chính phủ Mỹ và của các cơ quan chính phủ Mỹ, lợi tức dự tính của chúng (sau thuế) cao hơn, như lý thuyết về lượng cầu tài sản bảo trước.

Tiền cho vay. Các ngân hàng thu lợi nhuận chủ yếu bằng cách cho vay. Trong Bảng 9.1, 67% tài sản có của ngân hàng ở dạng tiền cho vay và trong những năm gần đây tạo ra hơn 60% thu nhập của ngân hàng. Tiền cho vay là một món nợ đối với cá nhân hoặc công ty nhận món đó, nhưng là một tài sản có đối với một ngân hàng vì nó mang lại thu nhập cho ngân hàng này. Nói chung tiền cho vay là kém lỏng so với các tài sản có khác bởi vì chúng không thể chuyển thành tiền mặt trước khi các khoản cho vay đó mãn hạn. Ví dụ nếu một ngân hàng có một khoản cho vay loại một năm, ngân hàng đó không thể thu lại vốn của mình trước khi khoản cho vay này đến hạn trả sau một năm. Các khoản tiền cho vay cũng có xác suất vỡ nợ cao hơn so với những tài sản có khác. Do thiếu tính lỏng và có rủi ro vỡ nợ cao hơn nên ngân hàng thu được lợi tức cao nhất nhờ vào các món cho vay.

Như bạn thấy trên Bảng 9.1, loại cho tiền vay lớn nhất đối với các ngân hàng thương mại là các món tiền cho vay thương mại và công nghiệp giành cho các doanh nghiệp và các món cho vay mua bất động sản. Các ngân hàng thương mại cũng thực hiện các món cho vay người tiêu dùng và cho nhau vay. Khoản tiền cho vay giữa các ngân hàng này là những món tiền cho vay ngắn hạn được thực hiện trong quỹ Liên bang ; Sự khác nhau chủ yếu trong những bản quyết toán tài sản của những tổ chức nhận tiền gửi khác nhau trước hết là ở loại cho vay mà các tổ chức nhận gửi tiền này chuyên môn hóa. Ví dụ, các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ chuyên vay thế chấp nhà ở, trong khi đó các liên hiệp tín dụng có xu thế chuyên cho vay tiêu dùng.

Những tài sản có khác. Các vốn hiện vật như các tòa nhà ngân hàng, các máy vi tính và những trang thiết bị khác do các ngân hàng sở hữu là thuộc loại tài sản này.

HOẠT ĐỘNG CƠ BẢN CỦA MỘT NGÂN HÀNG

Trước khi tiếp tục nghiên cứu sâu hơn về việc một ngân hàng quản lý tài sản có và tài sản nợ của mình như thế nào để tạo ra lợi nhuận cao nhất, bạn cần hiểu hoạt động cơ bản của một ngân hàng.

Nói chung, các ngân hàng thu lợi nhuận bằng cách bán những tài sản nợ có một số đặc tính (một kết hợp riêng về tính lỏng, rủi ro và lợi tức) và dùng tiền thu được để mua những tài sản có một số đặc tính khác. Như thế, các ngân hàng cung cấp một dịch vụ chuyển một loại tài sản thành một loại tài sản khác cho công chúng. Một người cho người hàng xóm của mình vay có thể chấp thay vì có thể gửi một món tiền tiết kiệm, món tiền cho phép ngân hàng đó cung cấp khoản vay đó cho người hàng xóm này. Thực vậy, ngân hàng này đã chuyển món tiền gửi tiết kiệm đó thành một món tiền cho vay thế chấp.

Quá trình chuyển các tài sản và cung cấp một loạt dịch vụ (thanh toán séc, ghi chép sổ sách, phân tích tín dụng v.v...) giống bất cứ quá trình sản xuất khác trong một hãng kinh doanh. Nếu một ngân hàng tạo ra những dịch vụ hữu ích với chi phí thấp và có được doanh thu cao nhờ vào tài sản có của mình, thì ngân hàng đó thu được lợi nhuận, nếu không, thì ngân hàng này chịu tổn thất.

Để cho sự phân tích của chúng ta về hoạt động cơ bản nói trên của một ngân hàng được cụ thể hơn, ta sẽ dùng một công cụ được gọi là một **tài khoản T**. Một tài khoản T là một bản quyết toán tài sản đơn giản hóa (nó trông giống chữ T), nó chi liệt kê những thay đổi xảy ra trong những khoản mục của bản quyết toán tài

sản ngân hàng bắt đầu từ một tư thế nào đó ở bản quyết toán ban đầu. Ví dụ, Jane Brown được tin First National Bank cung cấp dịch vụ tuyệt hảo, do đó cô mở một tài khoản séc với tờ giấy bạc 100 đôla. Nay cô có một khoản tiền gửi có thể phát séc 100 đôla ở ngân hàng này, điều đó xuất hiện dưới hình thức một tài sản nợ 100 đôla trên bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó. Mặt khác, ngân hàng này lúc ấy đặt tờ 100 đôla của cô vào kết của mình do đó tài sản có của ngân hàng này tăng lên do tiền mặt trong kết tăng thêm 100 đôla.

Tài khoản T lúc này của ngân hàng đó như sau.

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt trong kết	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla

Do tiền mặt trong kết cũng là một phần trong các khoản tiền dự trữ của ngân hàng đó, chúng ta có thể viết lại tài khoản T này như sau :

Tài khoản có		Tài khoản nợ	
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla

Chú ý rằng việc mở một tài khoản séc của Jane Brown đưa đến một sự tăng tiền dự trữ của ngân hàng bằng với sự tăng món tiền gửi có thể phát séc.

Nếu Jane Brown trước đó đã mở tài khoản của cô với một séc được phát từ một tài khoản ở một ngân hàng khác, ví dụ từ Second National Bank, ta sẽ được cùng một kết quả. Kết quả đầu tiên đối với tài khoản T của First National Bank như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt trong quá trình thu	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla

Tiền gửi có thể phát séc tăng thêm 100 đôla như trước, nhưng nay First National Bank bị Second National Bank nợ 100 đôla. Tài khoản có này đối với First National Bank được điền vào tài khoản T với tư cách là 100 đôla "tiền mặt trong quá trình thu" do nay First National Bank có thu món tiền vốn mà nó còn đang bị nợ này. Nó có thể tới thẳng Second National Bank và yêu cầu thanh toán món tiền này, nhưng nếu 2 ngân hàng đó ở 2 tiểu bang cách biệt, việc này sẽ là

một quá trình tổn thì giờ và tiền bạc. Thay vì vậy, First National Bank gửi tờ séc đó vào tài khoản của mình ở Fed, và Fed thu tiền đó từ Second National Bank. Kết quả là Fed chuyển 100 đôla dự trữ từ Second National Bank tới First National Bank và cuối cùng bản quyết toán tài sản của 2 ngân hàng này như sau :

First National Bank

Tài sản có	Tài sản nợ
Tiền dự trữ	Tiền gửi có thể phát
+ 100 đôla	séc + 100 đôla

Second National Bank

Tài sản có	Tài sản nợ
Tiền dự trữ	Tiền gửi có thể
- 100 đôla	phát séc - 100 đôla

Quá trình được bắt đầu do Jane Brown có thể tóm tắt như sau : Khi một séc được phát ra theo một tài khoản ở một ngân hàng được gửi vào một ngân hàng khác, ngân hàng nhận món gửi này tăng được tiền dự trữ bằng với số tiền séc này, trong khi đó ngân hàng có tấm séc này được phát ra, thấy rõ rằng dự trữ của mình giảm cùng một lượng như thế. *Do đó, khi một ngân hàng nhận thêm tiền gửi, nó tăng thêm một số lượng tiền dự trữ bằng thế ; khi nó mất đi một số tiền gửi, nó bị mất một số lượng tiền dự trữ bằng thế.*

Hướng dẫn nghiên cứu

Tài khoản T được dùng để nghiên cứu nhiều chủ đề khác nhau trong nội dung cuốn sách này. Mỗi khi bạn thấy tài khoản T, hãy cố phân tích điều gì sẽ xảy ra nếu hoạt động gửi tiền đó diễn ra. Ví dụ : điều gì sẽ xảy ra nếu Jane Brown quyết định đóng tài khoản 100 đôla của cô ở First National Bank bằng cách phát một séc 100 đôla và gửi nó vào một tài khoản mới ở Second National Bank ?

Bây giờ thì bạn hiểu các ngân hàng tăng thêm hay mất bớt tiền dự trữ như thế nào, chúng ta có thể nghiên cứu xem một ngân hàng sẽ bố trí lại bản quyết toán tài sản của mình như thế nào để tạo ra lợi nhuận khi ngân hàng đó trải qua một thay đổi về số tiền gửi của nó. Ta hãy trở lại với tình huống trong đó First National Bank vừa nhận được thêm số tiền gửi có thể phát séc 100 đôla. Như bạn thấy, ngân hàng này được yêu cầu giữ một tỉ lệ nhất định tiền gửi có thể phát séc của mình làm tiền dự trữ bắt buộc. Nếu tỉ lệ đó (tỉ lệ dự trữ bắt buộc) là 10%, thì tiền dự trữ bắt buộc của First National Bank đã tăng thêm 10 đôla và ta có thể viết lại tài khoản T của nó như sau :

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ bắt buộc	+ 10 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla
Tiền dự trữ quá mức	+ 90 đôla		

Chúng ta hãy xem ngân hàng này sẽ làm lợi như thế nào nhờ có món tiền gửi có thể phát séc nói trên. Do các khoản tiền dự trữ không đem lại tiền lãi, ngân hàng này không có thu nhập từ 100 đôla tài sản có thêm này. Mặt khác, việc phục vụ thêm món 100 đôla tiền gửi có thể phát séc nói trên là tốn kém, vì ngân hàng này phải ghi chép sổ sách, chi tiêu cho thủ quỹ, hoàn trả những séc bị hủy bỏ, chi tiền cho việc thanh toán séc v.v... Ngân hàng này sẽ tổn thất tiền! Tình hình thậm chí còn tồi tệ hơn nếu ngân hàng này lại thanh toán lãi cho các món tiền gửi như với các tài khoản NOW. Nếu muốn tạo ra một lợi nhuận, ngân hàng này phải sử dụng toàn bộ hoặc một phần số 90 đôla tiền dự trữ quá mức này mà ngân hàng đang sẵn có trong tay.

Chúng ta hãy giả sử rằng ngân hàng này chọn giải pháp không giữ một khoản dự trữ quá mức nào, mà thay vào đó, thực hiện các món cho vay. Lúc này tài khoản T có dạng :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ bắt buộc	+ 10 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla
Tiền cho vay	+ 90 đôla		

Ngân hàng đó bây giờ thu được một lợi nhuận bởi vì nó giữ những tài sản nợ loại ngắn hạn như những món tiền gửi có thể phát séc và sử dụng tiền thu được để mua những tài sản có loại dài hạn ví dụ như những món cho vay với các lãi suất cao hơn. Quá trình chuyển đổi tài sản này thường được mô tả bằng cách nói rằng các ngân hàng kinh doanh theo kiểu "vay ngắn hạn và cho vay dài hạn". Ví dụ, nếu các món cho vay đó có một lãi suất 10% một năm, thì ngân hàng đó có thu nhập 9 đôla nhờ các món cho vay của mình trong năm đó. Nếu 100 đôla của tiền gửi có thể phát séc là loại tài khoản NOW với 5% lãi suất và nó phải chi 3 đôla khác cho việc phục vụ tài khoản này, thì chi phí một năm cho món tiền gửi này là 8 đôla. Lợi nhuận của ngân hàng này nhờ vào món tiền gửi mới đó lúc ấy sẽ là 1 đôla một năm (1% lợi tức của tài sản có).

NHỮNG NGUYÊN LÝ CHUNG CỦA VIỆC QUẢN LÝ TÀI SẢN CÓ VÀ TÀI SẢN NỢ CỦA NGÂN HÀNG

Nay bạn đã có một số khái niệm về việc một ngân hàng hoạt động như thế nào, chúng ta hãy xem một ngân hàng quản lý tài sản có và tài sản nợ của mình ra sao để thu được lợi nhuận cao nhất có thể có. Người quản lý một ngân hàng đó có 3 điều quan tâm hàng đầu. Thứ nhất là đảm bảo chắc chắn rằng ngân hàng đó sẵn có đủ tiền mặt để thanh toán cho những người gửi tiền của mình khi có **dòng tiền rút ra**, tức là khi các món tiền gửi bị những người gửi tiền rút tiền ra. Để giữ đủ tiền mặt trong tay, ngân hàng này phải thực hiện việc quản lý trạng thái lỏng, tức là việc giành được những tài sản đủ lỏng để đáp ứng được các trách nhiệm của ngân hàng này đối với những người gửi tiền. Thứ hai là giảm đến tối thiểu rủi ro bằng cách giành được những tài sản có với mức rủi ro vỡ nợ thấp và bằng cách đa dạng hóa việc nắm giữ những tài sản có (quản lý tài sản có). Thứ ba là giành được những tiền vốn có chi phí thấp (quản lý tài sản nợ).

Để hiểu một cách đầy đủ việc quản lý ngân hàng, chúng ta cần nghiên cứu những nguyên lý chung của việc quản lý tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng được mô tả dưới đây và nghiên cứu một cách chi tiết hơn một ngân hàng quản lý tài sản có của nó như thế nào. Hai phần tiếp sau nữa sẽ thảo luận sâu sắc về việc một ngân hàng quản lý các tài sản có của mình ở dạng tiền cho vay như thế nào và ngân hàng đó làm sao để giảm đến tối thiểu **rủi ro lãi suất**, tức là tính rủi ro về thu nhập và lợi tức của những tài sản có của ngân hàng đó do những thay đổi về lãi suất tạo ra.

Việc quản lý khả năng tiền mặt và vai trò của tiền dự trữ

Chúng ta hãy xem một ngân hàng điển hình, First National Bank, có thể đối phó với dòng tiền rút ra xuất hiện khi những người gửi tiền ở ngân hàng này rút tiền mặt từ những tài khoản séc hoặc tài khoản tiết kiệm hoặc phát séc tới gửi ở các ngân hàng khác như thế nào. Trong ví dụ sau đây, chúng ta giả sử rằng ngân hàng này có tiền dự trữ quá mức dồi dào và rằng tất cả tiền gửi có cùng một tỉ lệ dự trữ bắt buộc như nhau là 10% (ngân hàng này bắt buộc giữ 10% số tiền gửi có thể phát séc và số tiền gửi có kỳ hạn làm khoản tiền dự trữ). Giả sử rằng bản quyết toán tài sản của First National Bank như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	20 triệu đôla	Tiền gửi	100 triệu đôla
Tiền cho vay	80 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Các khoản tiền dự trữ bắt buộc của ngân hàng này là 10% của 100 triệu đôla, hoặc 10 triệu đôla. Do ngân hàng này giữ 20 triệu đôla tiền dự trữ, First National Bank có số tiền dự trữ quá mức là 10 triệu đôla. Nếu một dòng tiền rút gồm 10 triệu đôla xảy ra, bản quyết toán của ngân hàng đó trở thành :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	10 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	80 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Ngân hàng mất 10 triệu đôla tiền gửi và 10 triệu đôla tiền dự trữ, nhưng do tiền dự trữ bắt buộc của nó nay là 10% của 90 triệu đôla mà thôi (9 triệu đôla), các khoản tiền dự trữ của nó vẫn vượt quá số tiền dự trữ bắt buộc là 1 triệu đôla. Tóm lại, ***nếu một ngân hàng có những khoản tiền dự trữ dồi dào, một dòng tiền rút ra không đòi hỏi phải có những thay đổi ở các phần khác trong bản quyết toán tài sản của nó.***

Tình trạng đó hoàn toàn khác khi một ngân hàng giữ những khoản tiền dự trữ không đầy đủ. Chúng ta giả sử rằng thay vì việc nắm giữ húc đầu 10 triệu đôla tiền dự trữ quá mức, First National Bank thực hiện các món cho vay với 10 triệu đôla, do đó nó không giữ khoản tiền dự trữ quá mức nào. Bản quyết toán tài sản ban đầu của ngân hàng sẽ là :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	10 triệu đôla	Tiền gửi	100 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Khi nó phải chịu dòng tiền rút ra 10 triệu đôla, bản quyết toán tài sản của nó trở thành :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	0 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Sau khi 10 triệu đôla đã được rút ra từ các món tiền gửi và vì thế từ các khoản tiền dự trữ, ngân hàng này có một khó khăn : Nó có một bắt buộc dự trữ tiền là 10% của 90 triệu đôla, tức 9 triệu đôla, nhưng nó không có tiền dự trữ ! Để loại bỏ sự thiếu hụt này, ngân hàng đó có thể thực hiện nhiều việc khác nhau. Ví dụ, nó có thể thu được 9 triệu đôla bằng cách giảm bớt các món tiền cho vay của mình một số lượng bằng món này và bằng cách đem gửi 9 triệu đôla đó vào Fed, làm tăng tiền dự trữ của nó lên 9 triệu đôla. Sự giao dịch này thay đổi bản quyết toán tài sản đó như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	81 triệu đôla	Vốn của ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

First National Bank một lần nữa ở trong tình trạng tốt bởi vì 9 triệu đôla dự trữ của nó thỏa mãn đòi hỏi về khoản tiền dự trữ.

Tuy nhiên, quá trình giảm các món tiền cho vay này có thể rất tốn kém. Nếu First National Bank có nhiều món tiền cho vay ngắn hạn được gia hạn với những khoảng thời gian khá ngắn, nó có thể giảm tổng số dư tiền cho vay một cách khá nhanh bằng cách thu về các món tiền cho vay - tức là, bằng cách không gia hạn một số món cho vay khi các món này đến hạn trả. Không may đối với ngân hàng này, việc làm như vậy dễ có thể làm cho những khách hàng vay tiền của họ không được gia hạn sinh ra phản kháng, bởi vì họ không gây ra chuyện gì để đáng bị đối xử như vậy. Vì thế, họ có thể tiến hành kinh doanh ở nơi khác trong tương lai, một sự cố phải trả giá cho ngân hàng này.

Một phương pháp thứ 2 để ngân hàng giảm các món tiền cho vay của mình là bán tháo chứng cho các ngân hàng khác. Lần này cũng vậy, điều này có thể phải trả giá đắt vì các ngân hàng khác không trực tiếp biết rõ những khách hàng đã vay các món tiền đó và như vậy có thể họ không sẵn lòng mua các món cho vay đó theo đủ giá trị của chúng.

Một phương án chọn lựa khác là ngân hàng này bán một số chứng khoán của mình giúp thỏa mãn được dòng tiền rút ra đó. Ví dụ, ngân hàng có thể bán 9 triệu đôla chứng khoán và gửi tiền thu được vào Fed, đưa đến bản quyết toán tài sản như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	1 triệu đôla		

Tuy không có những khách hàng vay bị méch lòng hoặc một tổn thất do việc bán các món tiền cho vay, ngân hàng này chịu một số chi phí môi giới và giao dịch khác khi nó bán các chứng khoán nói trên. Các chứng khoán của chính phủ Mỹ, được xếp là loại tiền dự trữ cấp hai, là loại tài sản có rất lỏng do đó chi phí giao dịch để bán chúng như vậy rất nhẹ. Tuy nhiên, những chứng khoán khác mà ngân hàng này nắm giữ là kém lỏng và chi phí giao dịch đối với chúng có thể cao hơn. Ngay cả như vậy, số chi phí bán 9 triệu đôla chứng khoán này có thể ít hơn nhiều so với chi phí khi thu về các món cho vay 9 triệu đôla.

Một cách thứ 4 mà ngân hàng này có thể đáp ứng được dòng tiền rút ra là giành được các khoản tiền dự trữ bằng cách vay tiền từ Fed. Trong ví dụ của chúng ta, First National Bank có thể giữ nguyên chứng khoán và các món tiền cho vay và vay 9 triệu đôla theo các món vay chiết khấu từ Fed. Bản quyết toán tài sản của nó sẽ là :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Tiền vay chiết khấu từ Fed	9 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla

Có 2 phí tổn kèm theo các món vay chiết khấu. Thứ nhất là lãi suất phải trả cho Fed được gọi là **lãi chiết khấu** (discount rate). Thứ 2 là một chi phí không phải tiền (nonpecuniary cost), chi phí này là hậu quả của việc Fed không khuyến khích vay quá nhiều của Fed. Nếu một ngân hàng vay chiết khấu quá nhiều, Fed có thể từ chối không cho ngân hàng đó vay thêm. Theo cách nói thông thường, Fed có thể khép cửa sổ chiết khấu đối với ngân hàng đó.

Sau cùng, một ngân hàng có thể có được các khoản tiền dự trữ để thỏa mãn dòng tiền rút ra bằng cách vay chúng từ các ngân hàng khác hoặc các công ty. Nếu First National Bank có được 9 triệu đôla thiếu hụt trong số dự trữ bằng cách vay chúng từ các công ty hoặc các ngân hàng khác (điển hình là từ Fed)' thì bản quyết toán tài sản của nó trở thành :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	9 triệu đôla	Tiền gửi	90 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Tiền vay từ các ngân hàng khác và các công ty	9 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla

Phí tổn cho hoạt động này là lãi suất của các món vay này.

Việc thảo luận trước đây giải thích vì sao các ngân hàng giữ những khoản tiền dự trữ quá mức dù rằng các món tiền cho vay và các chứng khoán thu được lợi tức cao hơn. Khi một dòng tiền rút ra xảy đến, việc nắm giữ những khoản tiền dự trữ quá mức cho phép ngân hàng này thoát khỏi các phí tổn do: (1) thu về hoặc bán tháo các món tiền cho vay; (2) bán các chứng khoán; (3) vay từ Fed, hoặc (4) vay từ các ngân hàng khác và từ các công ty. ***Các khoản tiền dự trữ quá mức là sự bảo hiểm chống đỡ lại các chi phí kèm theo với dòng tiền rút ra. Chi phí kèm theo với dòng tiền rút ra càng lớn các ngân hàng sẽ càng muốn giữ nhiều tiền dự trữ quá mức hơn.***

Đúng như bạn và tôi sẽ sẵn lòng trả tiền cho một công ty bảo hiểm để phòng một tổn thất tai họa như việc mất cắp một chiếc xe hơi, một ngân hàng sẵn lòng thanh toán những chi phí để nắm giữ những khoản tiền dự trữ quá mức (chi phí cơ hội, chi phí này là tiền bị bỏ qua do không nắm giữ những tài sản có đem lại thu nhập như các món tiền cho vay hoặc các chứng khoán) nhằm bảo hiểm để phòng tổn thất do dòng tiền rút ra gây nên. Do các khoản tiền dự trữ quá mức - giống như việc bảo hiểm - cần một chi phí, các ngân hàng cũng thực hiện những bước khác để bảo vệ bản thân; ví dụ, họ có thể chuyển đổi cách nắm giữ tài sản có của họ sang những chứng khoán lỏng hơn (những khoản tiền dự trữ cấp hai).

Hướng dẫn nghiên cứu

Việc quản lý ngân hàng cũng dễ nắm vững nếu bạn đặt mình vào vị trí của người chủ ngân hàng và hình dung bạn sẽ làm gì trong tình trạng được mô tả. Để hiểu những đáp ứng có thể có của một ngân hàng trước những dòng tiền rút ra, hãy tưởng tượng bạn, với tư cách một chủ ngân hàng, có thể đáp ứng như thế nào đối với 2 dòng tiền rút ra liên tiếp với tổng số 10 triệu đôla.

- (1) Một cách mà First National Bank có thể vay từ các ngân hàng khác hoặc các công ty là nó bán những giấy chứng nhận tiền gửi có thể bán lại được. Phương pháp này để thu vốn được thảo luận sau đây trong phần về quản lý tài sản nợ.

Ngân giữa vỡ nợ ngân hàng. Các ngân hàng cũng nắm giữ những dự trữ quá mức và dự trữ cấp hai để ngân giữa **vỡ nợ ngân hàng**, một tình trạng trong đó một ngân hàng không thể đáp ứng được trách nhiệm thanh toán cho những người gửi và không có đủ khoản tiền dự trữ theo như đòi hỏi phải có. Để thấy một sự vỡ nợ ngân hàng có thể xảy ra như thế nào, chúng ta hãy giả sử rằng thể ban đầu của bản quyết toán tài sản của một ngân hàng như sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	10 triệu đôla	Tiền gửi	100 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla
Chứng khoán	10 triệu đôla		

Giả sử một tin đồn lan truyền rằng vị chủ tịch của ngân hàng này vừa bỏ trốn tới vùng Bahamas với một món tiền vốn lớn của ngân hàng, kết quả là ngân hàng này phải đối phó với một dòng tiền rút vội vàng ra 20 triệu đôla của những người gửi. Nếu ngân hàng này bán đi 10 triệu đôla chứng khoán để có được 10 triệu đôla tiền dự trữ, bản quyết toán tài sản là

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	0 triệu đôla	Tiền gửi	80 triệu đôla
Tiền cho vay	90 triệu đôla	Vốn ngân hàng	10 triệu đôla

Bây giờ ngân hàng này thiếu 8 triệu đôla dự trữ (dự trữ bắt buộc là 8 triệu đôla, 10% của 80 triệu đôla). Ngân hàng này nếu không có một món tiền cho vay nào để thu về, thì có thể phải cố gắng bán tháo các món cho vay của mình cho các ngân hàng khác để có được 8 triệu đôla dự trữ mà nó cần. Số tiền thu được nhờ bán một cách miễn cưỡng các món cho vay này, tuy nhiên, sẽ thấp hơn giá trị cả những món cho vay đó. Kết cục là ngân hàng đó chịu một tổn thất có thể lớn hơn số vốn ngân hàng ban đầu. Trong tình trạng này, giá trị tài sản của ngân hàng có thể sụt giảm xuống dưới các tài sản nợ của nó khiến cho ngân hàng này trở thành **không trả được nợ** tức là phá sản. Các ngân hàng khác sẽ không muốn cho ngân hàng này vay tiền vì họ không tin chắc thu hồi được nợ.

Nếu Fed không sẵn lòng cho ngân hàng này những món tiền cho vay không hạn chế, bởi vì Fed thấy bản quyết toán tài sản của ngân hàng này là tồi tệ, thì Công ty bảo hiểm tiền gửi Liên bang (FDIC) xếp ngân hàng này vào loại "bị vỡ nợ". Lúc ấy, FDIC hợp pháp nắm quyền kiểm soát ngân hàng này, giải thể ban quản trị và bán tháo các tài sản của nó ⁽²⁾

Do sự việc này những người chủ sở hữu ngân hàng này sẽ hầu như bị trắng tay, họ rất muốn ngăn ngừa nó. Tình trạng khẩn cấp này đáng ra có thể ngăn chặn được nếu First National Bank có thêm 8 triệu đôla trong khoản dự trữ quá mức hoặc dự trữ cấp hai hoặc nó có một cái đệm lớn hơn trong vốn ngân hàng để bù đắp những tổn thất do dòng tiền rút ra gay nên. *Một ngân hàng cần duy trì các khoản dự trữ quá mức, dự trữ cấp hai và vốn ngân hàng bởi vì những thủ đó bảo hiểm phòng cho ngân hàng tránh được những chi phí đắt nhất : một dòng tiền rút ra - vỡ nợ ngân hàng.*

Quản lý tài sản có

Nay chúng ta đã hiểu vì sao một ngân hàng cần thiết một trạng thái lỏng, chúng ta có thể xem xét chiến lược cơ bản mà một ngân hàng theo đuổi trong việc quản lý những tài sản có của nó. Nhằm để làm cực đại lợi nhuận của mình, một ngân hàng phải tìm kiếm những lợi tức cao nhất có thể có của những vốn cho vay và của các chứng khoán, và đồng thời cố gắng giảm đến tối thiểu rủi ro và chuẩn bị đầy đủ cho trạng thái lỏng bằng cách nắm giữ những tài sản lỏng.

Trước hết, các ngân hàng cố gắng tìm những người vay trả lãi suất cao và không dễ vỡ nợ đối với những món họ vay. Họ tìm những khách hàng cần vay bằng cách quảng cáo các lãi suất và bằng cách tiếp cận với các công ty để trực tiếp chào mời các món cho vay. Cuối cùng là người phụ trách cho vay của ngân hàng quyết định ai là những người có thể vay tiền, có phải là những người mạo hiểm tin dụng có triển vọng tốt tức là họ có sẽ thanh toán tiền lãi và tiền gốc đúng hạn hay không. Nói chung, các ngân hàng rất thận trọng trong đường lối cho vay tiền của họ ; mức bị vỡ nợ thường ít hơn 1%. Tuy nhiên điều quan trọng là các ngân hàng không nên quá thận trọng khiến họ bị mất đi những cơ hội cho vay hấp dẫn có thể mang lại lãi suất cao.

(2) Fed có thể cho ngân hàng này vay tiền trong khi FDIC nắm quyền kiểm soát ngân hàng này. Trong trường hợp, ngân hàng này vẫn đang vỡ nợ và Fed cho vay tiền để giữ cho ngân hàng hoạt động trong khi FDIC dần xếp với những cơ quan có thẩm quyền về điều hành ngân hàng khác để đóng cửa ngân hàng này hoặc sát nhập nó vào một ngân hàng khác. Vai trò của FDIC đối với một ngân hàng vỡ nợ được trình bày ở Chương 10.

Thứ 2, các ngân hàng cố gắng mua những chứng khoán với lợi tức cao và rủi ro thấp. Thứ 3, trong việc quản lý những tài sản có của họ, các ngân hàng phải có nỗ lực giảm đến tối thiểu rủi ro bằng cách đa dạng hóa. Họ thực hiện việc này bằng cách mua nhiều dạng tài sản có khác nhau (các trái khoán kho bạc Mỹ loại dài hạn và ngắn hạn, các trái khoán địa phương) và chấp thuận nhiều loại cho vay cho số đông những khách hàng. Nếu các ngân hàng đã không tìm được đủ lợi nhuận về đa dạng hóa thường sau đó ân hận về việc này. Ví dụ, các ngân hàng từ lâu đã chuyên môn hóa trong việc cho những công ty năng lượng, những người thuê bất động sản, hoặc những nông gia vay tiền đã chịu tổn thất khổng lồ trong những năm 1980 do sự sụt nhanh về giá năng lượng, bất động sản và nông trại. Thực vậy, nhiều trong số những ngân hàng này đã đi đến vỡ nợ vì họ đã "đặt quá nhiều trứng trong một cái rổ".

Cuối cùng, một ngân hàng phải quản lý trạng thái lỏng của những tài sản của mình sao cho trạng thái lỏng có thể thỏa mãn những đòi hỏi về dự trữ của nó mà không phải chịu một phí tổn lớn : Điều này nghĩa là nó phải nắm giữ những chứng khoán lỏng ngay cả nếu chúng mang lại lợi tức hơi thấp hơn so với những tài sản có khác. Ví dụ ngân hàng phải quyết định giữ bao nhiêu tiền dự trữ quá mức để tránh phí tổn do một dòng tiền rút ra gây nên. Ngoài ra, nó sẽ muốn giữ các chứng khoán của Chính phủ Mỹ làm khoản tiền dự trữ cấp hai, do đó ngay cả nếu một dòng tiền mặt rút ra áp đặt một số tổn phí cho ngân hàng này, thì những tổn phí này sẽ không cao một cách đáng sợ. Một lần nữa, một ngân hàng quá thận trọng lại là thiếu khôn ngoan. Nếu nó tránh được mọi chi phí gắn liền với dòng tiền rút ra chỉ bằng cách duy trì những khoản tiền dự trữ quá mức, thì nó phải chịu tổn thất bởi vì các khoản tiền dự trữ không đem lại tiền lãi trong khi những tài sản nợ của ngân hàng phải chịu phí tổn để duy trì. Ngân hàng đó phải cân đối ý muốn của mình về trạng thái lỏng đối lại với lợi nhuận tang lên mà nó có thể thu được nhờ những tài sản kém lỏng ví dụ như các món cho vay.

Quản lý tài sản nợ

Trước những năm 1960, việc quản lý tài sản nợ là một công việc bình thường : Phần nhiều, các ngân hàng đã coi những tài sản nợ của họ là cố định và giành thì giờ của họ để cố đạt được một hỗn hợp tối ưu các tài sản có. Có 2 lý do chính cho sự nhấn mạnh này về quản lý tài sản nợ. Trước hết, trên 60% các nguồn tiền vốn ngân hàng được thu nhận qua các món tiền gửi (không kỳ hạn) có thể phát séc và theo luật định, những món tiền gửi này không mang lại tiền lãi. Như vậy, các

ngân hàng không thể cạnh tranh ráo riết với nhau về những món tiền gửi này và do đó số lượng mỗi món thực tế đã là một món quà cho một ngân hàng riêng rẽ. Thứ 2, do các thị trường để thực hiện các món cho vay ngắn hạn (qua đêm) giữa các ngân hàng đã không phát triển tốt, các ngân hàng đã hiếm khi vay từ các ngân hàng khác để đáp ứng nhu cầu tiền dự trữ của họ.

Tuy nhiên, bắt đầu từ những năm 1960, các ngân hàng lớn (được gọi là **những ngân hàng trung tâm tiền tệ**) trong các trung tâm tiền tệ then chốt đã bắt đầu nghiên cứu kỹ những phương pháp trong đó các tài sản nợ trên bản quyết toán tài sản của họ có thể đem lại cho họ những khoản tiền dự trữ và trạng thái lỏng. Điều này dẫn đến một sự mở mang của các thị trường cho vay ngắn hạn, ví dụ như thị trường quỹ liên bang, và sự ra đời của những công cụ tài chính mới như các CD có thể bán lại được (được phát triển lần đầu vào năm 1961), chúng giúp các ngân hàng trung tâm tiền tệ có thể nhanh chóng có được tiền vốn ⁽³⁾.

Tính chất mềm dẻo mới này trong việc quản lý tài sản nợ có nghĩa là các ngân hàng đã có thể sử dụng một phương pháp khác cho việc quản lý ngân hàng. Họ không còn lệ thuộc vào những món tiền gửi có thể phát séc với tư cách là nguồn vốn ngân hàng hàng đầu và do đó không còn xử sự với các nguồn vốn (tài sản nợ) của họ như trước. Thay vào đó, họ đã sốt sắng đề ra những mục tiêu cho sự tăng trưởng tài sản có của họ và đã cố gắng để có được vốn (bằng cách phát hành tài sản nợ) như họ cần.

Ví dụ, hôm nay khi một ngân hàng trung tâm tìm thấy một cơ hội cho vay tiền hấp dẫn, nó có thể có được vốn bằng cách bán một CD có thể bán lại được. Hoặc nếu có bị một sự thiếu hụt tiền dự trữ, nó có thể vay vốn từ những ngân hàng khác trong thị trường quỹ liên bang với một chi phí giao dịch cao. Thị trường quỹ liên bang cũng có thể được dùng để tài trợ các món cho vay.

Sự nhấn mạnh đến việc quản lý tài sản nợ giải thích một số trong những thay đổi quan trọng trong 30 năm qua trong cơ cấu của các bản quyết toán tài sản của các ngân hàng. Trong khi các CD bán lại được và những sự vay mượn tiền ngân hàng đã tăng tầm quan trọng một cách mạnh mẽ với tư cách một nguồn vốn ngân hàng trong những năm gần đây (tăng từ 2% tài sản nợ của ngân hàng năm

(3) Do các ngân hàng nhỏ không được mọi người biết rõ như những ngân hàng trung tâm tiền tệ và vì vậy có thể là một mạo hiểm an dụng lớn hơn, cho nên các ngân hàng này thấy khó tăng được vốn trong thị trường CD có thể bán lại được. Như vậy họ không thực hiện việc quản lý tài sản nợ một cách có thể gọi là tích cực.

1960 tới 39% vào cuối năm 1990), các món tiền gửi có thể phát séc đã giảm bớt tầm quan trọng (từ 61% tài sản nợ của ngân hàng năm 1960 tới 18% cuối năm 1990). Tính mềm dẻo về quản lý tài sản nợ mới tìm ra và việc nghiên cứu để có các lợi nhuận cao hơn cũng đã kích thích các ngân hàng tăng tỉ lệ các tài sản có của họ được duy trì ở các món tiền cho vay là những tài sản có mang lại thu nhập cao hơn (từ 46% tài sản có của ngân hàng năm 1960 đến 67% vào cuối năm 1990).

NHỮNG NGUYÊN TẮC QUẢN LÝ TIỀN CHO VAY

Rõ ràng từ sự thảo luận của chúng ta về những nguyên tắc chung của việc quản lý tài sản có, để thu được lợi nhuận cao, các ngân hàng cần thực hiện các món cho vay có kết quả, chúng được hoàn trả đầy đủ. Khái niệm kinh tế về lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức đã được giới thiệu ở chương trước, mang lại một khuôn mẫu cho việc tìm hiểu những nguyên lý mà các ngân hàng cần tuân theo để thực hiện các món cho vay có kết quả⁽⁴⁾.

Sự lựa chọn đối nghịch trong thị trường cho vay nảy sinh bởi vì những người rất kém tin nhiệm (những người có thể rất dễ không trả món vay của mình) lại là những người thường sắp hàng để vay tiền; nói một cách khác đi, những người dễ có thể tạo ra một kết cục đối nghịch nhất lại dễ có thể được lựa chọn nhất. Những người vay tiền với những dự án đầu tư rất rủi ro có nhiều cái để được lợi nếu các dự án của họ thành công và như vậy họ là những người khao khát nhận được món vay nhất. Tuy thế, rõ ràng họ là những người vay tiền ít được ưa chuộng nhất bởi vì có nhiều khả năng hơn rằng họ sẽ không thể hoàn trả được các món nợ của họ.

Rủi ro đạo đức nảy sinh trong các thị trường vay nợ bởi vì những người vay tiền có ý muốn thực hiện những hoạt động không đáng mong muốn (không có đạo đức) theo quan điểm của người cho vay. Trong những tình trạng như vậy, dễ có thể là người cho vay này sẽ bị đặt vào sự rủi ro về vỡ nợ. Một khi những người vay đã có món tiền vay, họ dễ có thể đầu tư vào những dự án có rủi ro cao - những dự án đem lại lợi tức cao cho những người vay tiền nếu thành công. Tuy nhiên, sự rủi ro cao này khiến họ khó có khả năng hoàn trả lại món tiền vay.

(4) Những trung gian tài chính khác như những công ty bảo hiểm các quỹ tương trợ, và các công ty tài chính cũng thực hiện các món cho vay riêng, và những nguyên lý quản lý mà chúng ta thảo ở đây cũng áp dụng cho họ.

Để có lợi nhuận, các ngân hàng phải vượt qua những vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức này, những vấn đề khiến cho sự vỡ nợ dễ có thể xảy ra. Sự cố gắng của các ngân hàng để giải quyết các vấn đề này giúp giải thích những nguyên lý quản lý các món tiền cho vay sau đây : sàng lọc, giám sát, thiết lập những mối quan hệ khách hàng lâu dài và các mức tín dụng, yêu cầu thế chấp và những yêu cầu về số dư đền bù, và sự hạn chế tín dụng.

Sàng lọc và giám sát

Thông tin không cân xứng có mặt trong các thị trường cho vay bởi vì những người cho vay có ít thông tin về những cơ hội đầu tư và về những hoạt động của những người vay tiền làm. Tình trạng này đưa đến 2 hoạt động sản xuất thông tin do các ngân hàng thực hiện : sàng lọc và giám sát. Thực vậy, Walter Wriston, nguyên là người đứng đầu của Citicorp, công ty ngân hàng lớn nhất ở Mỹ thường nói rằng việc kinh doanh ngân hàng là việc sản xuất ra thông tin.

Sàng lọc. Lựa chọn đối nghịch trong các thị trường cho vay đòi hỏi rằng các ngân hàng phải lọc những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt ra khỏi những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu, nhờ vậy các món tiền cho vay sẽ có lợi nhuận cho các ngân hàng đó. Nhằm thực hiện việc sàng lọc một cách có hiệu quả, các ngân hàng phải tập hợp thông tin tin cậy về những người vay tiền có triển vọng. Sàng lọc một cách có hiệu quả và tập hợp thông tin, tạo ra một nguyên tắc quan trọng của việc quản lý món tiền cho vay.

Khi bạn vào một ngân hàng để đề nghị một món vay tiêu dùng (tức là một món vay để mua ô tô hay một món vay thế chấp để mua một ngôi nhà) điều đầu tiên là bạn điền vào các mẫu đơn, những mẫu đơn này nhằm vào việc tìm hiểu những thông tin về tình hình tài chính cá nhân của bạn. Bạn được hỏi về lương, về các tài khoản ngân hàng, về những tài sản khác của bạn (ví dụ những xe hơi, những hợp đồng bảo hiểm, những đồ đạc), về những món tiền vay còn tồn đọng, về ghi chép tiền vay của bạn, về thẻ tín dụng và số mua chịu hàng, về số năm bạn đã làm việc, và những ai đã là chủ thuê bạn làm việc. Bạn cũng được hỏi những câu về cá nhân như tuổi tác, tình trạng hôn nhân và số con của bạn. Ngân hàng đó dùng những thông tin này để đánh giá xem bạn là một người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt đến mức nào bằng cách tính toán "điểm tín dụng" của bạn, một phép đo thống kê được dẫn xuất từ những câu trả lời của bạn, nó dự báo liệu bạn có thể có khó khăn khi thanh toán món tiền vay hay không. Sự quyết

định về việc bạn là một người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt như thế nào không thể là hoàn toàn chính xác, vì thế ngân hàng này cũng phải dùng cách phán đoán. Người phụ trách cho vay, công việc của người này là quyết định liệu bạn sẽ có được vay hay không, có thể gọi điện cho người chủ của bạn hoặc nói chuyện với một số trong những cá nhân có liên quan mà bạn đã cung cấp. Cô ta có thể thậm chí thực hiện phán quyết dựa trên cách xử sự hay vẻ ngoài của bạn (đây là điều vì sao bạn phải ăn mặc trang nhã và cẩn thận khi bạn đến ngân hàng để đề nghị vay tiền).

Quá trình sàng lọc và tập hợp thông tin là tương tự khi một ngân hàng thực hiện một món cho vay kinh doanh. Nó tập hợp thông tin về lợi nhuận và tổn thất (thu nhập) của công ty, về tài sản có và tài sản nợ của nó. Ngân hàng cũng cần đánh giá kết quả có thể của vụ kinh doanh này trong tương lai. Do vậy ngoài việc thu được thông tin về những mục như doanh số bán, một người phụ trách cho vay có thể đề ra những câu hỏi về các kế hoạch tương lai của công ty này, cách thức sử dụng món tiền vay này, và sự cạnh tranh trong ngành công nghiệp này. Thậm chí cô ta có thể đến thăm công ty để có được cái nhìn sơ bộ về những hoạt động của công ty này. Điều cuối cùng là, dù đối với các món cho vay cho cá nhân hay cho kinh doanh, các ngân hàng cần phải tinh tường.

Vai trò chuyên môn hóa trong việc cho vay. Một đặc điểm khó xử về việc cho vay của ngân hàng là ở chỗ một ngân hàng thường chuyên môn hóa cho những hăng địa phương vay hoặc chủ yếu cho những hăng thuộc một ngành công nghiệp riêng biệt nào đó vay tiền, ví dụ ngành năng lượng. Cách cư xử này một mặt tỏ ra có vẻ đáng ngạc nhiên bởi vì ngân hàng đó đang không đa dạng hóa danh mục các món cho vay của nó, và như thế đang đặt bản thân nó trước nhiều rủi ro hơn. Nhưng mặt khác, việc chuyên môn hóa như vậy tạo ra một ý nghĩa hoàn hảo. Bạn hãy nhớ lại, vấn đề chọn lựa đối nghịch đòi hỏi ngân hàng này sàng lọc những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng tốt khỏi những người mạo hiểm vay tín dụng có triển vọng xấu. Ngân hàng đó dễ tập hợp thông tin về các công ty địa phương và xác định mức độ tín nhiệm của họ so với việc tập hợp các thông tin tương tự về các công ty ở xa. Tương tự, bằng cách chuyên môn hóa cho những công ty trong những ngành công nghiệp đặc biệt vay tiền, ngân hàng đó trở nên dễ nắm vững hơn những ngành công nghiệp này và do đó có khả năng dự báo tốt hơn xem liệu các công ty mà ngân hàng đó cho vay tiền sẽ có khả

năng thanh toán đúng hạn các món nợ của họ hay không.

Việc giám sát và cưỡng chế thi hành những qui định hạn chế. Một khi một món tiền cho vay được thực hiện, người vay có ý muốn tiến hành những hoạt động rủi ro để món tiền vay này có thể ít có khả năng được thanh toán. Để giảm bớt tính chất có thể như vậy của rủi ro đạo đức, các ngân hàng phải theo nguyên lý quản lý tiền vay, ngân hàng phải viết ra những điều khoản hợp đồng (được gọi là những quy định hạn chế) vào trong các hợp đồng vay tiền, đó là những điều khoản nhằm hạn chế những người vay tiền không được thực hiện những hoạt động rủi ro. Bằng cách giám sát những hoạt động của người vay để xem liệu họ có tuân theo những quy định hạn chế đó hay không, và bằng cách cưỡng chế thi hành những quy định hạn chế nếu họ không tuân theo. Các ngân hàng có thể đảm bảo chắc chắn rằng những người vay đang không làm những việc rủi ro bằng các món tiền của ngân hàng cho vay. Sự cần thiết thực hiện việc sàng lọc và giám sát của ngân hàng giải thích vì sao các ngân hàng có những thành công lại phải chi nhiều tiền đến như vậy, cho các hoạt động nghe và tập hợp thông tin.

Quan hệ khách hàng lâu dài và qui tắc tín dụng

Một cách nữa để các ngân hàng thu được thông tin về những người vay tiền của họ là nhờ quan hệ khách hàng lâu dài - một nguyên lý quan trọng khác của việc quản lý ngân hàng.

Nếu một người có triển vọng vay tiền đã có một tài khoản séc hoặc tài khoản tiết kiệm hoặc các món cho vay khác với một ngân hàng qua một thời gian dài, người phụ trách việc cho vay có thể nhìn vào hoạt động quá khứ đối với các tài khoản đó và biết được khá khá về người vay tiền này. Những số dư trong các tài khoản séc và tài khoản tiết kiệm cho ngân hàng này biết người vay tiền tiềm tàng này không vững chắc như thế nào và vào lúc nào trong năm người đó rất cần tiền mặt. Việc xem lại những tấm séc mà người vay tiền này viết cho biết những người nào đã cung cấp cho người vay này. Nếu người vay này trước đây đã vay từ ngân hàng này, thì ngân hàng có một ghi chép về những việc thanh toán tiền vay. Như thế những quan hệ khách hàng lâu dài giảm được chi rủi ro tín dụng tốt và xấu.

Sự cần thiết giám sát của ngân hàng cũng góp thêm vào tầm quan trọng của quan hệ khách hàng lâu dài. Nếu người vay này trước đây đã vay tiền ở ngân hàng này, thì ngân hàng này đã có sẵn những phương thức giám sát người

khách hàng đó. Do vậy, các chi phí về việc giám sát những khách hàng lâu dài sẽ thấp hơn so với những chi phí với những khách hàng mới.

Quan hệ khách hàng lâu dài làm lợi cho các khách hàng cũng như cho ngân hàng đó. Một khách hàng đã có một mối quan hệ cũ sẽ dễ được vay ở một lãi suất thấp, bởi vì ngân hàng này tốn ít thời gian hơn để xác định xem liệu người vay tiền này có phải là một người mạo hiểm có triển vọng tốt hay không nên tốn ít tiền hơn cho việc giám sát.

Mối quan hệ khách hàng lâu dài có một lợi ích khác cho ngân hàng đó. Không một ngân hàng nào có thể nghĩ được hết mọi sự bất ngờ khi nó viết ra những qui định hạn chế vào một hợp đồng cho vay ; sẽ luôn luôn có những hoạt động rủi ro của người vay tiền, chưa có một quy định hạn chế nào loại bỏ được chúng cả. Tuy nhiên, nếu những người vay tiền muốn gìn giữ quan hệ lâu dài với một ngân hàng vì như vậy họ sẽ dễ có được các món cho vay tương lai với lãi suất thấp thì sao ? Người vay tiền lúc ấy có ý muốn tránh những hoạt động có rủi ro để không làm phật lòng ngân hàng cho anh ta vay, ngay cả nếu những hạn chế về các hoạt động này không được nêu rõ trong hợp đồng đó. Thực vậy, nếu một ngân hàng không thích cái mà một người vay tiền đang làm ngay cả khi người vay tiền đó đang không vi phạm bất cứ điều quy định hạn chế nào, ngân hàng vẫn có một sức mạnh để làm nản lòng người vay tiền này không thực hiện hoạt động như thế ; Ngân hàng này có thể đe dọa không cho người vay này những món vay mới trong tương lai. Do vậy, quan hệ khách hàng lâu dài giúp các ngân hàng có thể đối phó với những sự bất ngờ rủi ro đạo đức mà ngay cả ngân hàng cũng không lường trước được ở lúc ban đầu.

Những lợi ích của việc thiết lập quan hệ khách hàng lâu dài gợi ra rằng sự gắn bó chặt chẽ hơn và có lợi cho cả công ty và ngân hàng. Một cách để tạo ra những gắn bó chặt chẽ này đối với các ngân hàng là nắm giữ những cổ phần trong các công ty mà họ cho vay tiền và có những thành viên trong ban giám đốc quản lý các công ty này. Hiện nay, những dàn xếp tài chính như thế không tồn tại ở Mỹ. Chúng bị đặt ra ngoài vòng pháp luật bằng đạo luật đã được thông qua trong những năm 1930. Tuy nhiên, chúng là một đặc điểm quan trọng của hệ thống tài chính Nhật Bản và Đức. Bài đọc thêm 9.2 thảo luận các sự gắn bó tài chính đã diễn ra như thế nào ở các nước này để giúp các ngân hàng đối phó với thông tin không cân xứng.

Các ngân hàng cũng xây dựng mối quan hệ lâu dài và tập hợp thông tin bằng

cách đưa ra một **mức tín dụng** cho khách hàng thương mại. Một qui tắc tín dụng là một cam kết của ngân hàng (cho một khoảng thời gian trong tương lai đã chỉ định rõ) cung cấp cho một hãng các món vay lên tới một lượng đã định với một lãi suất gắn với một lãi suất thị trường nào đó. Phần lớn các món cho vay thương mại và công nghiệp được thực hiện theo thỏa ước mức tín dụng. Cái lợi của việc này đối với hãng đó là ở chỗ nó có một nguồn tín dụng khi cần đến. Lợi

BÀI ĐỌC THÊM 9.2

Toàn cảnh

Thỏa ước ngân hàng Nhật Bản và Đức : một cách tốt hơn để đối phó với thông tin không cân xứng

Một đặc điểm quan trọng của hệ thống kinh tế Nhật Bản là có các nhóm công nghiệp (Keiretsu). Mỗi keiretsu được thành lập từ một nhóm các ngân hàng nông cốt và những người trung gian tài chính khác liên kết với một nhóm các hãng công nghiệp, nhiều trong số này buôn bán với nhau. Sự liên kết giữa các hãng và các ngân hàng được thắt chặt bởi mỗi một thành viên của nhóm nắm giữ những cổ phần trong những thành viên khác. Do việc nắm giữ cổ phần của họ, các ngân hàng có các thành viên trong các ban giám sát của các hãng Keiretsu (các ban giám đốc), và những cựu ủy viên ban quản trị ngân hàng thường được bố trí vào những vị trí quản lý cao nhất tại các hãng này. Không có gì đáng ngạc nhiên, các ngân hàng ủng hộ các hãng của Keiretsu của họ khi thực hiện các món cho vay và nắm giữ một tỉ lệ lớn tiền nợ của các hãng này.

Tuy không có gì giống về hình thức hoặc về sự mở rộng như Keiretsu tồn tại ở Đức, các ngân hàng Đức cũng nắm giữ những cổ phần trong các hãng công nghiệp và tham dự ban giám đốc của các hãng đó.

Những thỏa ước ngân hàng Nhật Bản và Đức đem lại cho các ngân hàng những lợi ích lớn trong việc tập hợp thông tin, và

trong các hoạt động giám sát. Những mối quan hệ lâu dài được tăng cường bởi vì các ngân hàng có quyền sở hữu trong các hãng mà họ cho vay tiền. Vì những lý do mà chúng ta đã thảo luận trong nội dung cuốn sách này, các mối quan hệ lâu dài và mạnh mẽ hơn giúp cho các ngân hàng dễ tập hợp thông tin hơn và dễ giám sát các hãng hơn, như thế giúp các ngân hàng có thể giảm nhiều hơn các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức. Ngoài ra, do các ngân hàng này có một vai trò trong việc quản lý các hãng, họ có thể có thông tin kịp thời và có khả năng tác động việc quản lý để hoạt động theo lợi ích của các ngân hàng đó bằng cách không đầu tư vào những dự án bị coi là quá rủi ro.

Bạn có thể thấy rằng những thỏa ước ngân hàng Nhật Bản và Đức đem lại cho các ngân hàng của các nước này một lợi ích to lớn mà các ngân hàng Mỹ không có. Các hệ thống tài chính của họ có thể có khả năng tốt hơn trong việc khơi vốn tới các hãng có những cơ hội đầu tư sinh lợi. Liệu những thỏa ước ngân hàng tương tự sẽ có được cho phép ở Mỹ hay không ? Chúng ta sẽ trở lại câu hỏi này khi thảo luận việc điều hành hệ thống tài chính ở Chương 11.

ích của việc này đối với ngân hàng là ở chỗ mức tín dụng này xúc tiến một mối quan hệ lâu dài, mối quan hệ này tạo dễ dàng cho việc tập hợp thông tin. Ngoài ra, các điều khoản trong thỏa ước về mức tín dụng này đòi hỏi hăng đó cung cấp thường xuyên cho ngân hàng này những thông tin về tình hình thu nhập, tài sản có và tài sản nợ, về các hoạt động kinh doanh v.v. Một thỏa ước về mức tín dụng là một phương pháp rất hữu hiệu để giảm chi phí cho việc sàng lọc và tập hợp thông tin của ngân hàng.

Vật thế chấp và số dư bù

Những bắt buộc về vật thế chấp đối với tiền cho vay là những công cụ quan trọng để quản lý ngân hàng. Vật thế chấp là vật sở hữu được hứa cho người cho vay nếu người vay vỡ nợ, làm giảm bớt hậu quả của chọn lựa đối nghịch bởi vì nó giảm các tổn thất của người cho vay trong trường hợp xảy ra một vụ vỡ nợ. Nếu người vay vỡ nợ đối với món tiền vay, ngân hàng đó có thể bán vật thế chấp và dùng tiền thu được để bù lại các tổn thất của mình do món cho vay đó gây ra. Một dạng riêng của vật thế chấp bắt buộc khi một ngân hàng cho vay thương mại gọi là **số dư bù**. Một hăng khi nhận được tiền vay phải giữ một số vốn tối thiểu bắt buộc trong một tài khoản séc ở ngân hàng cho nó vay. Ví dụ, một doanh nghiệp nhận được một món vay 10 triệu đôla có thể bắt buộc phải giữ các số dư bù ít nhất 1 triệu đôla trong tài khoản séc của nó tại ngân hàng cho vay. Một triệu đôla số dư bù này có thể bị ngân hàng đó lấy nếu doanh nghiệp đó vỡ nợ để bù đắp lại một phần tổn thất của món vay đó.

Ngoài việc có tác dụng như vật thế chấp, các số dư bù giúp tăng được khả năng món tiền cho vay sẽ được hoàn trả. Số dư bù đóng vai trò này giúp ngân hàng giám sát người vay đó và ngăn ngừa được rủi ro đạo đức. Đặc biệt, phải bắt buộc người vay có một tài khoản séc ở ngân hàng này, để ngân hàng có thể giám sát việc thanh toán bằng séc của người vay đó - việc này có thể mang lại rất nhiều thông tin về điều kiện tài chính của người vay tiền nói trên. Ví dụ, một sự sụt giảm kéo dài về số dư ở tài khoản séc của người vay đó cho biết rằng người này đang có khó khăn tài chính. Hoặc, hoạt động kế toán có thể cho biết người vay đó đang thực hiện những hoạt động rủi ro ; có thể một sự thay đổi về những người cung cấp có nghĩa là người vay này đang theo đuổi một lĩnh vực kinh doanh mới. Bất kỳ thay đổi quan trọng nào trong các thủ tục thanh toán của

người vay này đều là một tín hiệu báo cho ngân hàng rằng phải tiến hành điều tra. Những số dư bù đó giúp cho ngân hàng dễ giám sát những người vay tiền một cách hiệu quả hơn và là một công cụ quản lý quan trọng.

Hạn chế tín dụng

Một phương pháp khác để giúp những ngân hàng thành đạt đối phó với chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức là việc **hạn chế tín dụng**. Những ngân hàng từ chối cho vay mặc dù những người vay sẵn lòng thanh toán lãi suất đã được công bố thậm chí một lãi suất cao hơn. Việc hạn chế tín dụng có 2 dạng : Dạng thứ nhất diễn ra khi một ngân hàng từ chối một món cho vay với số lượng bất kỳ nào đối với người vay, ngay cả khi người vay này sẵn lòng thanh toán một lãi suất cao hơn. Dạng thứ 2 diễn ra khi một ngân hàng sẵn lòng cho vay nhưng hạn chế mức vay đó dưới mức mà người vay này muốn.

Trước tiên đáng lẽ bạn có thể bối rối đối với dạng thứ nhất của việc hạn chế tín dụng. Sau hết, ngay cả nếu người muốn vay tiền này là một người mạo hiểm vay tín dụng thì tại sao ngân hàng đó không cho vay với lãi suất cao hơn ? Câu trả lời là sự lựa chọn đối nghịch ngân hàng giữa giải pháp này. Những cá nhân và những hãng với những dự án đầu tư rủi ro nhất chắc chắn là những người sẵn lòng thanh toán các lãi suất cao nhất. Nếu một người vay tiền thực hiện một cuộc đầu tư rủi ro cao và thành công, cô ta sẽ trở thành một phụ nữ đặc biệt giàu. Nhưng, một ngân hàng sẽ không muốn thực hiện một món cho vay như vậy, bởi vì cuộc đầu tư có rủi ro cao và kết quả dễ xảy ra là người vay này sẽ không thành công và ngân hàng này sẽ không được thanh toán. Đặt một lãi suất cao hơn chỉ khiến cho sự lựa chọn đối nghịch xấu thêm đối với ngân hàng này ; tức nó làm tăng khả năng là ngân hàng này đang cho một người mạo hiểm tín dụng có triển vọng xấu vay tiền. Do đó ngân hàng này thà rằng không thực hiện bất kỳ món cho vay nào dù với một lãi suất cao hơn ; nó sẽ thực hiện dạng hạn chế tín dụng thứ nhất và sẽ bác bỏ các món cho vay.

Để đề phòng rủi ro đạo đức, các ngân hàng thực hiện dạng hạn chế tín dụng thứ 2 : Các ngân hàng trao tiền cho người vay nhưng không phải những món cho vay lớn như họ muốn. Sự hạn chế tín dụng như thế là cần thiết bởi vì vấn đề rủi ro đạo đức trở nên nghiêm trọng hơn đối với lợi ích những món tiền cho vay lớn hơn. Ví dụ, nếu một ngân hàng cho bạn vay 1000 đôla, bạn dễ có thể hành động

sao để bạn có đủ khả năng thanh toán bởi vì bạn không muốn gây tác hại đến mức tín dụng của bạn trong tương lai. Mặt khác, nếu ngân hàng đó cho bạn vay 10 triệu đôla, bạn dễ có thể bay tới Rio để làm lễ ăn mừng. Món tiền bạn vay được càng lớn, bạn càng có nhiều ý muốn thực hiện những hoạt động khiến ít có thể thanh toán được món vay đó. Nhiều người vay tiền trả được các món vay của họ, nếu số tiền mỗi món vay nhỏ, vì vậy các ngân hàng hạn chế tín dụng bằng cách cho những người vay các món tiền ít hơn là họ muốn vay lúc đầu.

· Vốn ngân hàng và tính tương hợp ý muốn

Việc thảo luận của chúng ta cho tới nay đã chỉ ra rằng các ngân hàng khi cho vay có thể giảm các vấn đề do thông tin không cân xứng tạo ra bằng cách thực hiện các hoạt động sản xuất thông tin như việc sàng lọc và giám sát. Tuy nhiên, có một sự cản trở liên quan đến rủi ro đạo đức : Do tất cả những hoạt động này đều tốn kém, các ngân hàng bỏ qua các hoạt động này và có thể thậm chí bỏ trốn với tiền bạc của những người gửi. Làm sao những người gửi tiền có thể tin rằng ngân hàng nơi họ gửi tiền sẽ thực hiện các hoạt động sản xuất thông tin để giúp họ nhận được các tiền thanh toán lãi hoặc các dịch vụ mà ngân hàng này đã hứa ?

Câu trả lời được đưa ra bằng cách thừa nhận 2 yếu tố :

(1) Các món tiền gửi chỉ là một dạng khác của món nợ ; và (2) giá trị ròng (vốn đầu tư cổ phần) là một giải pháp cho vấn đề rủi ro đạo đức trong các hợp đồng nợ. Nếu một ngân hàng không thực hiện các hoạt động sản xuất thông tin, thì nó sẽ thực hiện các món cho vay tồi tệ và sẽ đi đến khánh kiệt. Với một số lượng vốn đầu tư cổ phần đủ lớn, ngân hàng này có nhiều để mất nếu xảy ra phá sản. Như thế ngân hàng này có ý muốn thực hiện những hoạt động thích hợp để bảo đảm rằng nó làm ăn có lợi nhuận và thanh toán đủ cho những ai đã cung cấp vốn cho nó. Vốn đầu tư cổ phần của ngân hàng này khiến cho quan hệ của ngân hàng này với những người gửi tiền ở đó trở thành tương hợp ý muốn ; tức là, những người gửi tiền này và ngân hàng đó có ý muốn cư xử theo một cách đáng mong muốn cho cả hai bên. Ngân hàng này thực hiện những hoạt động sản xuất thông tin như những người gửi tiền trông đợi và muốn ; kết cục, những người có tiền để gửi sẵn lòng cung cấp vốn cho ngân hàng này như ngân hàng này muốn.

Đa dạng hóa. Những người gửi tiền, giống bất kỳ những người cho vay nào, chỉ nhận được những khoản tiền thanh toán cố định mà họ đáng được hưởng từ ngân hàng mà họ gửi; ngân hàng này hưởng bất kỳ lợi nhuận dư ra nào. Do đó, những người gửi tiền phải đối mặt với vấn đề rủi ro đạo đức do các ngân hàng có thể làm những việc quá nhiều rủi ro. Có một cách giúp một ngân hàng đảm bảo với những người gửi tiền rằng nó không đang làm những việc quá nhiều rủi ro và vì vậy tiếp tục nhận được các món tiền gửi của họ. Ngân hàng này có thể đa dạng hóa danh mục cho vay của nó, nhờ đó rõ ràng là nó đang giảm các rủi ro của mình. Việc đa dạng hóa là một nguyên lý quan trọng của việc quản lý ngân hàng bởi vì nó làm cho quan hệ giữa ngân hàng với những người gửi tiền là tương hợp ý muốn. Tuy vậy, như chúng ta đã thấy trước đây, cũng có những lợi ích trong việc chuyên môn hóa cho vay. Các ngân hàng phải cân đối các lợi ích và chi phí giữa việc đa dạng hóa hoặc chuyên môn hóa.

Việc điều hành của chính phủ để làm tăng tính tương hợp ý muốn.

Việc gì sẽ xảy ra nếu những người gửi tiền không đủ tinh tế để nhận biết liệu một ngân hàng có đủ vốn cổ phần và được đa dạng hóa đầy đủ hay không? Những người gửi tiền có muốn chính phủ bảo đảm rằng một ngân hàng tiến hành đa dạng hóa một cách đầy đủ và có đủ vốn cổ phần hay không? Việc điều hành của Chính phủ là một phương cách khiến cho mối quan hệ của một ngân hàng với những người gửi tiền trở thành tương hợp ý muốn. Thật vậy, như chúng ta sẽ thấy trong chương sau, những đòi hỏi về vốn cổ phần ngân hàng và những hạn chế để khuyến khích đa dạng hóa là những đặc điểm của sự điều hành của chính phủ đối với hệ thống hoạt động ngân hàng.

QUẢN LÝ RỦI RO LÃI SUẤT

Với sự không ổn định ngày càng tăng của lãi suất vào những năm 1980, đã làm cho các ngân hàng trở nên quan tâm hơn đến việc phải đối phó mặt với rủi ro về lãi suất, là rủi ro về thu nhập và lợi tức, tính chất rủi ro này gắn liền với những thay đổi trong các lãi suất. Để hiểu rủi ro lãi suất là gì, một lần nữa chúng ta hãy nghiên cứu First National Bank, ngân hàng này có bản quyết toán tài sản sau đây:

First National Bank

Tài sản có	Tài sản nợ
Những tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất 20 triệu đôla - Cho vay có lãi suất thay đổi - Chứng khoán ngắn hạn	Những tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất 50 triệu đôla - CD có lãi suất thay đổi - Những tài khoản ký thác trên thị trường tiền tệ - Các quỹ Liên bang.
Những tài sản có loại có lãi suất cố định 80 triệu đôla - Tiền dự trữ - Tiền cho vay dài hạn - Chứng khoán dài hạn	Những tài sản nợ loại lãi suất cố định 50 triệu đôla - Tiền gửi có thể phát séc. Tiền gửi tiết kiệm - CD dài hạn - Vốn cổ phần

Nhìn bản quyết toán tài sản của ngân hàng này ta thấy một tổng số 20 triệu đôla tài sản có của nó là loại nhạy cảm với lãi suất, chúng thay đổi nhiều lần (ít nhất một lần mỗi năm), và 80 triệu đôla tài sản có của nó, loại có lãi suất cố định, chúng giữ nguyên không thay đổi trong thời gian dài (trên 1 năm). Ở bên tài sản nợ, First National Bank có 50 triệu đôla tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất và 50 triệu đôla tài sản nợ loại có lãi suất cố định. Giả sử các lãi suất tăng 5 phần trăm, ví dụ, tính trung bình từ 10% đến 15%. Thu nhập đối với các tài sản có này tăng thêm 1 triệu đôla ($= 5\% \times 20$ triệu đôla tài sản có, loại nhạy cảm với lãi suất) trong khi đó, tiền thanh toán cho những tài sản nợ của nó tăng thêm 2,5 triệu đôla ($= 5\% \times 50$ triệu đôla tài sản nợ, loại nhạy cảm với lãi suất), như thế lợi nhuận của First National Bank giảm mất, 1,5 triệu đôla ($= 1$ triệu đôla - 2,5 triệu đôla). Mặt khác, nếu các lãi suất giảm bớt 5 phần trăm, sự suy luận tương tự cho chúng ta biết rằng lợi nhuận của First National Bank tăng thêm 1,5 triệu đôla. Ví dụ này chứng minh vấn đề sau: **Nếu một ngân hàng có nhiều tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất hơn là tài sản có, một sự tăng lãi suất sẽ giảm lợi nhuận của ngân hàng, trong khi đó một sự sụt giảm lãi suất sẽ làm tăng lợi nhuận của ngân hàng.**

Phân tích khoảng cách và khoảng thời gian tồn tại

Tính chất nhạy cảm lợi nhuận của ngân hàng nói trên đối với những thay đổi

lãi suất có thể được lượng định một cách trực tiếp hơn bằng cách sử dụng **phân tích khoảng cách**, trong đó tổng số tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất được trừ vào những tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất. Trong ví dụ của chúng ta, sự tính toán này được gọi là "khoảng trống" là - 30 triệu đôla (= 20 triệu đôla - 50 triệu đôla). Bằng cách nhân số khoảng cách với thay đổi về lãi suất, chúng ta có ngay kết quả đối với lợi nhuận của ngân hàng. Ví dụ, khi lãi suất tăng thêm 5 phần trăm thì thay đổi về lợi nhuận là : $5\% \times 30$ triệu đôla, thay đổi này bằng - 1,5 triệu đôla, như chúng ta đã thấy.

Sự phân tích khoảng cách được thực hiện ở trên được gọi là "sự phân tích khoảng cách cơ bản" và nó có thể được làm tinh tế thêm bằng 2 cách. Rõ ràng, không phải tất cả tài sản có và tài sản nợ loại có lãi suất cố định là có cùng một hạn kỳ thanh toán. Cách làm tinh tế thứ nhất là "tiếp cận mùng mẫn hạn" ("maturity bucket approach") là để đo khoảng cách đối với một vài phân khoảng mẫn hạn, được gọi là "những mùng mẫn hạn" ("maturity buckets"), để những hiệu quả của những thay đổi về lãi suất trong nhiều năm có thể tính được. Cách làm tinh tế thứ hai được gọi là "sự phân tích khoảng cách được tiêu chuẩn hóa" giải thích các mức độ khác nhau của tính nhạy cảm lãi suất đối với những tài sản có và tài sản nợ nhạy cảm có lãi suất khác nhau.

Một phương pháp thay thế để lượng định rủi ro lãi suất, được gọi là **phân tích khoảng thời gian tồn tại**, nghiên cứu tính nhạy cảm của giá trị thị trường của tất cả các tài sản có và tài sản nợ của một ngân hàng đối với những thay đổi về lãi suất. Phân tích khoảng thời gian tồn tại được dựa trên khái niệm về khoảng thời gian tồn tại của Macaulay, nó lượng định thời gian sống trung bình của dòng tiền thanh toán của một chứng khoán ⁵. Khoảng thời gian tồn tại là một

(5) Về mặt đại số học, khoảng thời gian tồn tại của Macaulay, D , được định nghĩa là

$$D = \frac{\sum_{\tau=1}^N \tau \times CP_{\tau} / (1+i)^{\tau}}{\sum_{\tau=1}^N CP_{\tau} / (1+i)^{\tau}}$$

trong đó : τ = Thời gian tính đến lúc việc thanh toán tiền mặt được thực hiện

CP_{τ} = thanh toán tiền mặt (lãi + gốc) tại thời điểm τ

i = lãi suất

N = thời gian đến khi mãn hạn của chứng khoán này.

khái niệm rất hữu ích vì nó mang lại một xấp xỉ tốt tính nhạy cảm của giá trị thị trường của một chứng khoán đối với một thay đổi về lãi suất của nó.

Thay đổi tính bằng phần trăm về giá trị thị trường của chứng khoán $\approx$ - (thay đổi phần trăm về lãi suất) $\times$ (khoảng thời gian tồn tại trong các năm).

ở đây $\sim$ nghĩa là "gần bằng"

Sự phân tích khoảng thời gian tồn tại liên quan đến việc so sánh khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản có của một ngân hàng với khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản nợ của ngân hàng đó. Quay trở lại với ví dụ của chúng ta về First National Bank, giả sử rằng với bản quyết toán tài sản được thảo ra ở trên, khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản có của nó là 5 năm (tức là, thời gian sống trung bình của dòng thanh toán là 5 năm), trong khi đó, khoảng thời gian tồn tại trung bình của những tài sản nợ của nó là 3 năm. Với sự tăng thêm 5 phần trăm lãi suất, giá trị thị trường của những tài sản có của ngân hàng này giảm đi 25% ($= -5\% \times 5$ năm) và giá trị thị trường của những tài sản nợ này giảm sút 15% ($= -5\% \times 3$ năm). Kết quả thực là giá trị ròng (giá trị thị trường của những tài sản có trừ đi các tài sản nợ) đã giảm 10% của tổng giá trị tài sản có ban đầu. (Kết quả này cũng có thể được tính trực tiếp hơn như là - [thay đổi phần trăm về lãi suất] $\times$ [khoảng thời gian tồn tại của các tài sản có trừ đi khoảng thời gian tồn tại của các tài sản nợ] tức là, $-10\% = -5\% \times [5-3]$). Một cách tương tự, sự sụt giảm 5 phần trăm về lãi suất làm tăng giá trị ròng của First National Bank 10% của tổng giá trị tài sản có.

Như ví dụ của chúng ta làm sáng tỏ cả hai phân tích khoảng thời gian tồn tại và phân tích khoảng trống cho thấy rằng First National Bank sẽ gặp khó khăn do một sự tăng về lãi suất nhưng sẽ được lợi do một sự giảm sút về lãi suất. Phân tích khoảng thời gian tồn tại và phân tích khoảng trống như vậy là những công cụ để báo cho một ngân hàng biết mức độ đối mặt của ngân hàng đó trước rủi ro lãi suất.

Những chiến lược cho việc quản lý rủi ro lãi suất

Một khi Brenda, người giám đốc ngân hàng đã thực hiện sự phân tích khoảng thời gian tồn tại và sự phân tích khoảng trống của cô cho First National Bank, nay cô cần quyết định những chiến lược thay thế nào phải theo đuổi. Nếu có tin

chắc rằng các lãi suất sẽ giảm trong tương lai, cô có thể sẵn lòng không làm gì cả vì rằng ngân hàng này có nhiều tài sản nợ, loại nhạy cảm về lãi suất hơn so với những tài sản có, loại nhạy cảm về lãi suất, do đó sẽ có lợi nhờ sự sụt giảm lãi suất dự tính. Tuy vậy, Brenda cũng nhận thấy rằng First National Bank bị đặt trước rủi ro lãi suất quan trọng bởi vì luôn luôn có một khả năng là lãi suất sẽ tăng hơn là sẽ giảm - Brenda có thể cố gắng thu ngắn khoảng thời gian tồn tại của những tài sản có của ngân hàng này để làm tăng tính nhạy cảm về lãi suất của chúng, hoặc khác đi, kéo dài khoảng thời gian tồn tại của các tài sản nợ. Do sự điều chỉnh lại những tài sản có và tài sản nợ của ngân hàng này như vậy, ngân hàng này sẽ bớt bị tác động những chao đảo của các lãi suất.

Một vấn đề khi loại bỏ rủi ro lãi suất của First National Bank bằng cách thay

BÀI ĐỌC THÊM 9.3

Sử dụng đối chên lãi suất để loại bỏ rủi ro lãi suất

Nhằm loại bỏ rủi ro lãi suất và làm tương xứng tính nhạy cảm về lãi suất của những tài sản có và những tài sản nợ của mình, First National Bank thực tế muốn chuyển đổi 30 triệu đôla tài sản có, loại có lãi suất cố định thành 30 triệu đôla tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất. Giả sử rằng một trung gian tài chính khác, ví dụ, Friendly Finance Company có 30 triệu tài sản nợ, loại có lãi suất cố định và 30 triệu tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất, do đó nó muốn loại bỏ rủi ro lãi suất của mình bằng cách chuyển đổi 30 triệu đôla tài sản có, loại nhạy cảm với lãi suất thành 30 triệu đôla tài sản có, loại có lãi suất cố định. Một người trung gian ví dụ, một ngân hàng đầu tư, sẽ làm cho hai bên cộng tác với nhau với một món lệ phí và đưa ra một hợp đồng trong đó First National Bank sẽ thanh toán cho Friendly Finance Com-

pany tiền lãi thu được của 30 triệu đôla tài sản có, loại có lãi suất cố định, trong khi đó, ngược lại, Friendly Finance Company sẽ thanh toán cho First National Bank tiền lãi thu được của 30 triệu đôla tài sản có, loại nhạy cảm với lãi suất. Cuộc đối chên lãi suất này nay sẽ dẫn đến việc loại bỏ hoàn toàn rủi ro lãi suất cho cả hai phía: First National Bank nay sẽ có thu nhập loại nhạy cảm với lãi suất của 30 triệu đôla tài sản có, món này sẽ cân xứng một cách chính xác với tiền thanh toán loại nhạy cảm với lãi suất của 30 triệu đôla tài sản nợ của nó, và Friendly Finance Company sẽ có thu nhập loại theo lãi suất cố định của 30 triệu đôla tài sản có, món này sẽ cân xứng một cách chính xác với tiền thanh toán loại theo lãi suất cố định của 30 triệu đôla tài sản nợ.

đối bản quyết toán tài sản đó là ở chỗ có thể rất tốn kém đối với những hoạt động ngắn hạn. Ngân hàng này có thể bị ràng buộc vào những tài sản có và tài sản nợ những khoảng thời gian tồn tại riêng biệt bởi vì đây là phạm vi mà ngân hàng đó thông thạo. Các công cụ tài chính đã được phát triển giúp các ngân hàng quản lý rủi ro lãi suất của họ một cách dễ dàng hơn. Phương pháp "đối chéo lãi suất", xuất hiện lần đầu ở thị trường trái khoán châu Âu vào năm 1981, là một ví dụ về một công cụ tài chính như vậy. Những sự "đối chéo lãi suất" giúp một tổ chức tài chính có nhiều tài sản có, loại nhạy cảm về lãi suất hơn so với những tài sản nợ, loại nhạy cảm về lãi suất có thể trao đổi các dòng tiền thanh toán với một tổ chức tài chính có nhiều tài sản nợ, loại nhạy cảm về lãi suất hơn so với những tài sản có, loại nhạy cảm về lãi suất nhờ vậy giảm được rủi ro lãi suất nhờ vậy giảm được rủi ro lãi suất cho cả hai phía. (xem Bài đọc thêm 9.3). Cái hay của sự dàn xếp này là ở chỗ nó không đòi hỏi một phía nào phải sắp xếp lại bản quyết toán tài sản của mình : như vậy, các trao đổi lãi suất là phương pháp tương đối ít tốn kém để giảm rủi ro lãi suất.

Các ngân hàng cũng có thể dùng thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa cho các công cụ vay nợ để giảm rủi ro lãi suất bằng cách tự bảo vệ. Những công việc của các thị trường này được thảo luận sâu hơn ở Chương 13. Tuy các thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường lựa chọn cho các công cụ vay nợ có lợi là chúng có chi phí giao dịch thấp hơn so với thị trường trao đổi lãi suất, chúng có một nhược điểm quan trọng : Các hợp đồng trong các thị trường này được tiêu chuẩn hóa và không thể được sửa cho khớp với những sự cần thiết chính xác của một ngân hàng. Như vậy, những trao đổi lãi suất, thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa cho những công cụ vay nợ đều được các ngân hàng sử dụng để quản lý rủi ro lãi suất của họ.

NHỮNG HOẠT ĐỘNG NGOÀI BẢN QUYẾT TOÁN TÀI SẢN

Tuy việc quản lý tài sản có và tài sản nợ lâu nay đã là mối quan tâm lớn của các ngân hàng, nhưng trong môi trường cạnh tranh hơn của những năm gần đây các ngân hàng đang ráo riết tìm ra lợi nhuận bằng cách thực hiện những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản, **những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản** liên quan đến việc mua bán những công cụ tài chính và tạo ra thu nhập

nhờ các khoản lệ phí và bán những món cho vay, tất cả chúng tác động đến lợi nhuận của ngân hàng nhưng không thấy trên các bản quyết toán tài sản ngân hàng. Chúng ta đã từng thấy rằng những cố gắng của các ngân hàng để quản lý rủi ro lãi suất đã dẫn tới việc mua bán trong thị trường tài chính kỳ hạn và các thị trường chọn lựa giành cho những công cụ vay nợ, và những hoạt động trao đổi lãi suất. Các ngân hàng có thực hiện những hoạt động ngân hàng quốc tế cũng tiến hành các giao dịch trong thị trường ngoại hối. Tất cả các giao dịch trong những thị trường này là những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản của một ngân hàng vì chúng không có một tác dụng trực tiếp đến bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó. Tuy rằng việc mua bán của ngân hàng trong các thị trường này thường được nhằm vào việc giảm rủi ro hoặc tạo dễ dàng cho hoạt động kinh doanh ngân hàng khác, các ngân hàng đôi khi cố gắng "thắng" các thị trường này và tiến hành đầu cơ. Hoạt động đầu cơ này có thể là một kinh doanh rất rủi ro và thực vậy đã dẫn đến nhiều vụ ngân hàng không trả được nợ - vụ gây ấn tượng mạnh mẽ nhất là sự vỡ nợ của Franklin National Bank năm 1947, ngân hàng này đã sụp đổ do các tổn thất trong thị trường hối đoái. Một dạng thứ hai của hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng, và trong những năm gần đây đã tăng tầm quan trọng, liên quan đến thu nhập có được nhờ bán các món cho vay. Một vụ **bán món cho vay**, còn được gọi là một vụ tham gia cấp hai vào món cho vay, gồm một hợp đồng bán toàn bộ hoặc một phần dòng tiền mặt từ một món cho vay đặc biệt và do vậy loại bỏ món cho vay này khỏi bản quyết toán tài sản của ngân hàng đó. Các ngân hàng thu lợi nhuận bằng cách bán các món cho vay với số tiền hơi lớn hơn so với số tiền của món cho vay ban đầu. Những người mua món cho vay này do vậy thu được lãi suất hơi thấp hơn so với lãi suất ban đầu của món vay đó, thường vào khoảng 0,15 phần trăm.

Một dạng thứ ba của những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng gồm việc tạo ra thu nhập nhờ những lệ phí mà các ngân hàng nhận được khi cung cấp những dịch vụ chuyên môn hóa cho các khách hàng của họ, ví dụ như : (1) thực hiện kinh doanh hối đoái nhân danh một khách hàng ; (2) phục vụ một chứng khoán hỗ trợ vay thế chấp bằng cách thu tiền gốc và tiền lãi rồi đem thanh toán hết ; (3) bảo đảm các chứng khoán vay nợ ví dụ các hối phiếu được ngân hàng chấp nhận (nghĩa là ngân hàng này hứa thực hiện thanh toán tiền gốc và lãi nếu bên phát hành chứng khoán này không thể thực hiện) ; và (4) cung cấp những mức tín dụng hỗ trợ. Có một vài dạng của mức tín dụng hỗ trợ.

Công cụ truyền thống nhất là một thư tín dụng dự phòng. Ở đây, với một lệ phí, ngân hàng chấp thuận rằng trong một khoảng thời gian đã chỉ định, nó sẽ cung cấp một món cho vay đã định theo yêu cầu của khách hàng. Các mức tín dụng nay cũng có hiệu lực đối với những người gửi tiền ngân hàng, họ có thể phát séc vượt quá số dư tiền gửi của mình và thực ra là tự cho mình món vay. Những mức tín dụng khác nhờ đó các ngân hàng thu được lệ phí gồm các thư tín dụng hỗ trợ cho những phát hành thương phiếu và các chứng khoán khác và những mức tín dụng để bảo đảm trái phiếu châu Âu (Euronotes).

Các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng như việc bảo đảm các chứng khoán và các mức tín dụng làm tăng rủi ro mà một ngân hàng phải đối phó. Tuy một chứng khoán được bảo đảm không xuất hiện trên một bản quyết toán tài sản ngân hàng, nó vẫn đặt ngân hàng này trước rủi ro vỡ nợ: nếu người phát hành chứng khoán này vỡ nợ thì ngân hàng này phải thanh toán hết cho người sở hữu chứng khoán đó. Các mức tín dụng hỗ trợ cũng đặt một ngân hàng trước rủi ro bởi vì ngân hàng này có thể bị buộc cung cấp các món cho vay khi nó không có đủ khả năng tiền mặt hoặc khi một người vay tiền là một người mạo hiểm tín dụng hết sức tồi tệ.

Do rủi ro tăng lên mà các ngân hàng đang đối mặt vì những hoạt động không thể hiện trên bản quyết toán tài sản, nhiều ngân hàng đang thận trọng xem xét kỹ lưỡng những thủ tục đánh giá rủi ro của họ và đang sử dụng kỹ thuật computer hiện đại nhất để kiểm tra lại chúng. Như chúng ta sẽ thấy ở chương sau đây, những người điều hành ngân hàng cũng quan tâm đến những rủi ro đang tăng lên do các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản của các ngân hàng. Hoạt động ngân hàng không còn là một nghề nghiệp thăm lạng như có lúc đã là như vậy, khiến cho một chủ ngân hàng tuyên bố: "Bất chấp cả những bộ complet màu đen mà các người cầm đầu ngân hàng mặc, hoạt động ngân hàng là một công nghiệp rất năng động."

TÓM TẮT

1. Bản quyết toán tài sản của các ngân hàng thương mại có thể được xem như một bản kê các nguồn vốn và những việc sử dụng

vốn ngân hàng. Các tài sản nợ của một ngân hàng là những nguồn vốn của nó, gồm tiền gửi có thể phát séc, tiền gửi có kỳ hạn, tiền

vay chiết khấu từ Fed, tiền vay từ các ngân hàng và các công ty khác cùng với vốn ngân hàng. Tài sản có của một ngân hàng là các việc sử dụng vốn của nó, bao gồm tiền dự trữ, tiền mặt trong quá trình thu gửi tại các ngân hàng khác, chứng khoán, tiền cho vay, và những tài sản khác (chủ yếu là vốn hiện vật).

2. Các ngân hàng tạo ra thuận lợi qua quá trình chuyển đổi tài sản: Họ vay ngắn hạn (phát hành các món gửi) và cho vay dài hạn (thực hiện các món cho vay). Khi một ngân hàng nhận được thêm một khoản tiền gửi, nó được lợi thêm một khoản tiền dự trữ bằng như thế; khi nó mất một khoản tiền gửi nó mất khoản tiền dự trữ bằng như thế.

3. Tuy các tài sản lỏng hơn có xu thế thu được lợi tức thấp hơn, các ngân hàng vẫn muốn nắm giữ chúng. Đặc biệt, các ngân hàng nắm giữ tiền dự trữ quá mức và tiền dự trữ hạng hai bởi vì chúng mang lại sự bảo hiểm để phòng thiệt hại của một dòng tiền gửi rút ra. Các ngân hàng quản lý tài sản có của họ để làm cực đại lợi nhuận qua việc tìm kiếm những lợi tức cao nhất có thể có ở các món cho vay và chứng khoán. đồng thời, cố gắng giảm thiểu rủi ro và tạo ra những dự trữ khả năng tiền mặt. Tuy quản lý tài sản nợ đã có thời là một công việc tĩnh tại, các ngân hàng lớn (các trung tâm tiền tệ) nay ráo riết tìm kiếm những nguồn vốn bằng cách phát hành những tài sản nợ ví dụ như giấy chứng nhận tiền gửi chuyển nhượng được hoặc bằng các nỗ lực vay từ các ngân hàng và các công ty khác.

4. Việc ứng dụng khái niệm lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức giúp giải thích nhiều nguyên tắc quản lý ngân hàng liên quan đến các hoạt động cho vay: sàng lọc và giám sát thiết lập mối quan hệ khách hàng lâu dài, các mức tín dụng, vật thế chấp, số dư hù, và hạn chế tín dụng.

5. Với sự tăng thêm tính chất bất định của lãi suất xuất hiện trong những năm 1980, các ngân hàng ngày càng quan tâm hơn đến việc họ đối mặt với rủi ro lãi suất; Việc phân tích khoảng cách và phân tích khoảng thời gian tồn tại làm cho một ngân hàng biết được liệu nó có nhiều tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất hơn tài sản có hay không (trong trường hợp có một sự tăng lãi suất sẽ làm giảm lợi nhuận ngân hàng, ngược lại một sự giảm lãi suất sẽ làm tăng lợi nhuận ngân hàng). Các ngân hàng quản lý rủi ro lãi suất của họ không chỉ bằng cách biến đổi bản quyết toán tài sản của họ mà còn bằng cách kinh doanh những vụ đổi chéo tài suất các hợp đồng tài chính kỳ hạn, các hợp đồng chọn lựa cho các công cụ tài chính.

6. Những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản bao gồm việc mua bán những công cụ tài chính và việc tạo ra thu nhập bằng lệ phí và bán các món cho vay, tất cả các việc trên tác động đến lợi nhuận ngân hàng nhưng không thấy được trên bản quyết toán tài sản ngân hàng. Do các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng đặt các ngân hàng trước nhiều rủi ro hơn, chu nên nhiều ngân hàng đang sử dụng kỹ thuật computer hiện đại nhất để hiện đại hóa quá trình đánh giá rủi ro của họ.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Vì sao một ngân hàng có thể sẵn lòng vay vốn từ các ngân hàng khác với một lãi suất cao hơn là nó có thể vay từ Fed ?

* 2. Hãy sắp xếp những tài sản có của ngân hàng sau đây theo thứ tự từ lỏng nhất đến ít lỏng nhất : a) Các món cho vay thương mại ; b) chứng khoán ; c) tiền dự trữ ; d) vốn hiện vật.

3. Sử dụng các tài khoản T của First National Bank và Second National Bank, hãy mô tả điều gì xảy ra khi Jane Brown phát một séc 50 đôla theo tài khoản của cô tại First National Bank để trả cho hạn cô Joe Green, cô này gửi tám séc đó vào tài khoản của mình ở Second National Bank.

*4. Cái gì sẽ xảy ra đối với dự trữ của First National Bank nếu một người rút tiền mặt ra 1000 đôla và một người khác gửi vào 500 đôla tiền mặt ? Dùng tài khoản T để giải thích câu trả lời của bạn.

5. Ngân hàng mà bạn làm chủ có bản quyết toán tài sản sau :

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	75 triệu đôla	Tiền gửi	500 triệu đôla
Tiền cho vay	525 triệu đôla	Vốn ngân hàng	100 triệu đôla

Nếu ngân hàng này chịu một dòng tiền rút ra là 50 triệu đôla với tỷ lệ tiền dự trữ bắt buộc là 10%. Bạn phải làm gì để giữ cho ngân hàng của bạn không vỡ nợ ?

*6. Nếu một dòng tiền rút ra là 50 triệu đôla xảy ra, một ngân hàng sẽ có bản quyết toán tài sản nào trước hết : bản nêu trong bài tập bên trên hay bản dưới đây ? Vì sao ?

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	100 triệu đôla	Tiền gửi	500 triệu đôla
Chứng khoán	500 triệu đôla	Vốn ngân hàng	100 triệu đôla

7. Vì sao việc phát triển thị trường vay qua đêm đã khiến cho dễ có thể là các ngân hàng sẽ nắm giữ tiền dự trữ quá mức ít hơn ?

*8. Nếu ngân hàng bạn sở hữu không có tiền dự trữ quá mức và một khách hàng mạnh đến hỏi vay tiền, liệu bạn có đương nhiên bác bỏ đề nghị của ông ta bằng cách giải thích rằng bạn không có chút tiền dự trữ nào để cho vay hay không ? Vì sao như vậy và vì sao không như vậy ? Những phương án nào sẵn có để bạn chọn cung cấp cho khách hàng của bạn số vốn mà ông ta cần ?

9. Một ngân hàng sẽ thay đổi bản quyết toán tài sản của nó như thế nào nếu những người quản lý của nó dự tính ngân hàng đó có một dòng tiền gửi rút ra trong tương lai gần ?

*10. Các ngân hàng hầu như luôn không kháng đòi hỏi các hãng mà nó cho vay tiền phải giữ các số dư hủ ở ngân hàng cho vay. Vì sao như vậy ?

11. Vì sao tờ mà là một đặc tính tốt đối với một ngân hàng ?

*12. Câu sau là đúng, sai hoặc không rõ

ràng : "Do việc đa dạng hóa là một chiến lược nên theo đuổi để tránh rủi ro, một ngân hàng không nên chuyên môn hóa trong việc thực hiện những món cho vay đặc thù ?

13. Giả sử bạn là người quản lý một ngân hàng, ngân hàng này có 15 triệu đôla tài sản có thuộc loại lãi suất cố định, 30 triệu đôla tài sản có loại nhạy cảm với lãi suất, 25 triệu đôla tài sản nợ loại lãi suất cố định và 20 triệu đôla tài sản nợ loại nhạy cảm với lãi suất. Hãy tiến hành một phân tích khoảng cách cho ngân hàng này và cho biết điều gì sẽ xảy ra cho lợi nhuận của ngân hàng nếu lãi suất tăng 5 phần trăm. Bạn có thể làm gì để giảm rủi ro lãi suất cho ngân hàng này ?

*14. Giả sử bạn là người quản lý một

ngân hàng, 75 triệu đôla tài sản có của nó có khoảng thời gian tồn tại trung bình 4 năm, trong khi đó 75 triệu đôla tài sản nợ của nó có khoảng thời gian tồn tại trung bình 6 năm. Hãy tiến hành một phân tích khoảng thời gian tồn tại cho ngân hàng này và cho biết điều gì sẽ xảy ra cho giá trị ròng của ngân hàng này nếu lãi suất tăng 2 phần trăm ? Bạn có thể làm gì để giảm rủi ro lãi suất của ngân hàng này ?

15. Liệu phân tích khoảng trống và phân tích khoảng thời gian tồn tại có luôn luôn khác biệt đối với việc liệu một ngân hàng sẽ có phải kén dài hạn kỳ các tài sản nợ so với tài sản có của nó để giảm rủi ro lãi suất hay không ?

CHƯƠNG 10

Công nghiệp ngân hàng

LỜI DẪN

Những hoạt động của những ngân hàng riêng rẽ (họ thu, sử dụng và quản lý tiền vốn như thế nào để tạo được một lợi nhuận) đại thể là tương tự nhau trên toàn thế giới. Ở tất cả các nước, các ngân hàng là những trung gian tài chính trong kinh doanh thu lợi nhuận. Khi bạn xem xét cấu trúc và hoạt động của công nghiệp ngân hàng nói chung, thì nước Mỹ rõ ràng tự bản thân nó là một loại. Ở hầu hết các nước, 4 hoặc 5 ngân hàng lớn ngự trị một cách đặc trưng công nghiệp ngân hàng, nhưng ở Mỹ, hiện có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại, 2500 công ty cho vay và tiết kiệm, 500 ngân hàng tiết kiệm tương trợ, và hơn 15000 liên hiệp tín dụng đang hoạt động.

Còn gì tốt hơn ? Phải chăng tính chất đa dạng này nghĩa là hệ thống ngân hàng Mỹ có tính cạnh tranh hơn và do đó có hiệu quả kinh tế hơn, cũng như lành mạnh hơn so với các hệ thống ngân hàng ở các nước khác ? Điều gì trong hệ thống kinh tế và chính trị Mỹ giải thích con số to lớn các tổ chức hoạt động ngân hàng này ? Trong chương này chúng ta cố gắng trả lời các câu hỏi này bằng cách xem xét sự tiến triển lịch sử, hệ thống điều hành, và cấu trúc tổng thể của công nghiệp ngân hàng. Ngoài các loại ngân hàng khác nhau, còn có 5 cơ quan liên bang cùng với nhiều ủy ban về ngân hàng tiểu bang đảm nhiệm điều hành các tổ chức ngân hàng. Ở bất cứ lúc nào, một vài trong số những cơ quan này, mỗi cơ

quan với những qui tắc và điều lệ được định ra của mình, có thể lãnh đạo một ngân hàng đã định. Do đó, hệ thống ngân hàng của chúng ta có thể được đặc trưng như là có nhiều người hoạt động - bản thân các tổ chức ngân hàng và nhiều cơ quan điều hành của chúng. Do những người hoạt động này thường có những lợi ích cạnh tranh với nhau, cho nên sự xung đột, những nhân tố hình thành ra cấu trúc của ngành công nghiệp năng động này, tăng lên thường xuyên và kích thích sự thay đổi.

Chúng ta bắt đầu chương này bằng cách xem xét công nghiệp ngân hàng thương mại một cách chi tiết và tiếp sau đó xem xét công nghiệp ngân hàng tiết kiệm, bao gồm những ngân hàng tiết kiệm cho vay, tiết kiệm tương trợ và các liên hiệp tín dụng. Chúng ta giành nhiều thời gian hơn cho những ngân hàng thương mại vì chúng là những tổ chức gửi tiền lớn nhất coi như chiếm hơn 2/3 số tiền gửi trong hệ thống ngân hàng. Ngoài việc xem xét hệ thống ngân hàng trong nước, chúng ta cũng xem xét những động lực đằng sau sự tăng trưởng của ngân hàng quốc tế để thấy nó đã tác động đến chúng ta ở nước Mỹ như thế nào.

SỰ PHÁT TRIỂN CỦA HỆ THỐNG NGÂN HÀNG KÉP

Như đã thảo luận ở Chương 3, các lực lượng chính trị đã gây áp lực khiến chính phủ trở nên bị thu hút vào công việc điều hành hệ thống ngân hàng như sau : Chính phủ cố gắng : (1) bảo đảm sự an toàn của tiền gửi và tính chất lành mạnh của các ngân hàng, (2) cải thiện việc kiểm soát chính sách tiền tệ, và (3) khuyến khích sở hữu nhà ở. Lý do hàng đầu cho việc điều hành ngân hàng là sự mong muốn một hệ thống ngân hàng lành mạnh, do đó chính phủ cố gắng bảo vệ những người gửi tiền, những người có thể không biết liệu các món tiền gửi của họ có an toàn tại một tổ chức ngân hàng riêng biệt hay không. Qua nhiều năm, lý do này đã là sức mạnh quyết định đằng sau sự phát triển của hệ thống điều hành ngân hàng hiện hành.

Trước năm 1863, tất cả các ngân hàng thương mại ở Mỹ được các ủy ban ngân hàng tiểu bang nơi mà các ngân hàng này hoạt động trao đặc quyền. Không tồn tại đồng tiền quốc gia nào, và các ngân hàng thu được vốn trước hết bằng cách phát hành những giấy bạc ngân hàng (đồng tiền do các ngân hàng phát hành, nó có thể được mua lại bằng vàng). Do những điều lệ về ngân hàng đã rất không chặt chẽ ở nhiều tiểu bang, các ngân hàng lần lượt vỡ nợ do gian lận hoặc do không có vốn ngân hàng đầy đủ, các giấy bạc ngân hàng của họ đã trở nên kém giá trị.

Để loại bỏ những lạm dụng của các ngân hàng được tiểu bang đặc quyền

(được gọi là **các ngân hàng tiểu bang**). Đạo luật ngân hàng Quốc gia năm 1863 (và những điều sửa đổi bổ sung sau đó) đã tạo ra một hệ thống ngân hàng mới gồm những ngân hàng được liên bang trao đặc quyền (được gọi là những **ngân hàng quốc gia**), được giám sát bởi Cơ quan kiểm tra tiền, Cục kho bạc Mỹ. Luật này ban đầu nhằm làm cạn những nguồn vốn của các ngân hàng tiểu bang bằng cách áp đặt một loại thuế rất nặng lên các giấy bạc ngân hàng của họ, trong khi để cho những giấy bạc của những ngân hàng được liên bang trao đặc quyền được miễn thuế. Những ngân hàng tiểu bang thoát khỏi sự tan vỡ này một cách khôn khéo nhờ thu vốn bằng việc phát hành tiền gửi. Kết cục, ngày nay nước Mỹ có một **hệ thống ngân hàng kép**, trong đó các ngân hàng được chính phủ liên bang và tiểu bang giám sát hoạt động song song.

Hệ thống Dự trữ Liên bang (Fed) được thành lập năm 1913 để xúc tiến một hệ thống ngân hàng an toàn hơn nữa. Tất cả các ngân hàng quốc gia đòi hỏi trở thành thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang và đã trở thành đối tượng cho một điều lệ mới do Fed ban hành. các ngân hàng tiểu bang có thể chọn (nhưng không bắt buộc) để trở thành thành viên của hệ thống này và hầu hết đã không trở thành vì chi phí thành viên cao theo các điều lệ của Fed.

Trong những năm Đại suy thoái từ 1930 đến 1933, những vụ vỡ nợ ngân hàng hàng loạt (lên đến con số 9000) đã làm mất trắng các món tiền tiết kiệm của nhiều người gửi tại các ngân hàng thương mại. Để ngăn ngừa những tổn thất trong tương lai của những người gửi do những vụ vỡ nợ như vậy, năm 1934 Công ty Bảo hiểm tiền gửi liên bang (FDIC), công ty cung cấp bảo hiểm tiền gửi liên bang đã được thiết lập. Các ngân hàng thành viên của Fed được yêu cầu mua bảo hiểm FDIC cho những người gửi tiền của họ, trong khi đó những ngân hàng thương mại không thuộc Fed có thể mua hay không mua bảo hiểm này (hầu hết họ đã mua). Việc mua bảo hiểm FDIC đã khiến các ngân hàng là đối tượng cho một loạt các điều lệ khác do FDIC áp đặt.

Nhiều cơ quan điều hành

Sự điều hành ngân hàng thương mại ở Mỹ đã phát triển thành một hệ thống bao trùm nhưng xộc xệch của nhiều cơ quan điều hành với những thể chế chồng chéo.

Từ năm 1991, Cơ quan kiểm tra tiền có trách nhiệm giám sát hàng đầu đối với 4000 ngân hàng quốc gia, số ngân hàng này sở hữu hơn một nửa tài sản có trong hệ thống ngân hàng thương mại. Dự trữ Liên bang và những cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về ngân hàng cũng có trách nhiệm chủ yếu đối với 1000 ngân

hàng tiểu bang, những ngân hàng này là thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang. Fed cũng có trách nhiệm điều hành duy nhất đối với những công ty sở hữu một hay nhiều ngân hàng (gọi là **những công ty nắm giữ ngân hàng**) và có trách nhiệm vào hàng thứ hai đối với các ngân hàng quốc gia. FDIC và những cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về ngân hàng cùng giám sát 7000 ngân hàng tiểu bang, số ngân hàng này có bảo hiểm FDIC nhưng không là thành viên của Fed. Những cơ quan tiểu bang có thẩm quyền ngân hàng có quyền lực pháp lý duy nhất đối với gần 500 ngân hàng tiểu bang không có bảo hiểm FDIC (những ngân hàng như vậy nắm giữ dưới 0,2% tiền gửi trong hệ thống ngân hàng thương mại).

Nếu bạn thấy hệ thống điều hành ngân hàng Mỹ rối rắm, bạn hãy hình dung sự rối rắm là như thế nào đối với những ngân hàng phải giao thiệp với một vài cơ quan điều hành. Vào tháng 2/1991, cơ quan Kho bạc Mỹ kêu gọi cải tổ để hợp lý hóa hệ thống này bằng cách loại bỏ những trách nhiệm giám sát chồng chéo của những cơ quan khác nhau. Mỗi ngân hàng sẽ chỉ chịu sự điều hành của một cơ quan điều hành và số lượng cơ quan điều hành ngân hàng sẽ được giảm xuống còn hai: Một cơ quan điều hành mới, cơ quan Ngân hàng Liên bang sẽ điều hành các ngân hàng quốc gia, và Dự trữ Liên bang sẽ điều hành các ngân hàng tiểu bang. Có nhiều khả năng là hệ thống điều hành ngân hàng sẽ được đơn giản hóa trong một tương lai gần, tuy rằng chưa rõ là hệ thống điều hành này sẽ được cấu trúc lại theo phương thức mà Kho bạc vạch ra hay không.

ĐẶC QUYỀN VÀ KIỂM TRA

Sự tiếp xúc đầu tiên mà một ngân hàng thương mại có đối với những cơ quan điều hành xảy ra khi nó nhận được một đặc quyền hoặc từ cơ quan kiểm tra tiền (trường hợp một ngân hàng quốc gia) hoặc từ một cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về hoạt động ngân hàng (trường hợp một ngân hàng tiểu bang). Để nhận được một đặc quyền, nhóm chủ tịch tổ chức ra ngân hàng đó phải đệ trình một đơn xin nói rõ họ dự tính cho ngân hàng này hoạt động như thế nào. Khi đánh giá đơn xin này, cơ quan điều hành đó xem liệu ngân hàng này có thể là một ngân hàng lành mạnh hay không bằng cách xem xét phẩm chất ban quản trị, thu nhập có thể có, và số lượng vốn ban đầu của ngân hàng này. Trước năm 1980, cơ quan trao đặc quyền nghiên cứu kỹ lưỡng theo một quy trình đã định (điển hình) vấn đề liệu cộng đồng ở đây có cần một ngân hàng mới hay không. Thường một đặc quyền ngân hàng mới sẽ không được trao nếu những ngân hàng

hiện có trong một cộng đồng sẽ bị tổn hại nghiêm trọng do sự có mặt của ngân hàng mới đó. Ngày nay, lập trường chống cạnh tranh này (được biện hộ với lý do mong muốn ngăn ngừa những vụ vỡ nợ ngân hàng của những ngân hàng hiện có) không còn mạnh mẽ như vậy trong các cơ quan trao đặc quyền ngân hàng.

Khi một ngân hàng đã được trao đặc quyền, nó bắt buộc phải gửi báo cáo đều đặn (thường hàng quý) trình bày những tài sản có và tài sản nợ, thu nhập và lãi cổ phần, tình hình sở hữu, các hoạt động hối đoái v.v.. của mình. Ngân hàng này cũng chính là đối tượng cho việc kiểm tra định kỳ của những cơ quan điều hành ngân hàng để nắm chắc điều kiện tài chính của nó. Ví dụ, khi sự an toàn của hệ thống ngân hàng bị đe dọa (như đã xảy ra trong những năm gần đây). Cơ quan kiểm tra tiền kiểm tra những ngân hàng lớn vài lần một năm. FDIC có khoảng thời gian cực đại giữa những kỳ kiểm tra ngân hàng là 36 tháng nhưng thường thực hiện các cuộc kiểm tra thường xuyên hơn. Cơ quan Dự trữ Liên bang tiến hành cuộc kiểm tra cách nhau 18 tháng. Để tránh trùng lặp các nỗ lực, 3 cơ quan liên bang này phối hợp làm việc với nhau và thường chấp nhận các cuộc kiểm tra của nhau. Điều này nghĩa là, nói chung, các ngân hàng quốc gia được cơ quan kiểm tra tiền kiểm tra, các ngân hàng tiểu bang là thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang được Fed kiểm tra và những ngân hàng tiểu bang không là thành viên được FDIC kiểm tra.

Các cuộc kiểm tra ngân hàng do những nhân viên kiểm tra ngân hàng thực hiện, họ tiến hành các cuộc viếng thăm không báo trước tới các ngân hàng (do đó không điều gì có thể bị "tấu tán" do biết trước các cuộc kiểm tra của họ). Những nhân viên kiểm tra ngân hàng nghiên cứu các sổ sách của một ngân hàng để biết nó có tuân theo những quy tắc và điều lệ áp dụng cho việc nắm giữ các tài sản có của họ hay không.

Giả sử một ngân hàng đang nắm giữ những chứng khoán hoặc các món cho vay mà chúng là quá rủi ro ; nhân viên kiểm tra ngân hàng này có thể buộc ngân hàng này đẩy chúng đi. Nếu nhân viên kiểm tra một ngân hàng quyết định rằng một món vay là không có khả năng được hoàn trả, cô ta có thể buộc ngân hàng này tuyên bố món cho vay đó vô giá trị (được gọi là xóa sổ một món cho vay). Nếu sau việc kiểm tra ngân hàng này nhân viên kiểm tra đó cảm thấy rằng ngân hàng này không có đủ vốn hoặc đã tiến hành những hành vi không trong sạch, ngân hàng này có thể bị tuyên bố là một "ngân hàng có vấn đề" và sẽ bị là đối tượng cho những cuộc kiểm tra ngân hàng thường xuyên hơn.

BẢO HIỂM TIỀN GỬI LIÊN BANG VÀ FDIC

Đôi khi một ngân hàng không thể đáp ứng được các trách nhiệm đối với những người gửi tiền và vỡ nợ. Trước khi FDIC được thiết lập vào tháng 2/1934, việc vỡ nợ một ngân hàng nghĩa là những người gửi tiền sẽ phải đợi lấy lại tiền vốn gửi của họ cho đến khi ngân hàng đó được thanh lý (nghĩa là, những tài sản có của nó được chuyển thành tiền mặt). Lúc ấy, những người gửi tiền sẽ chỉ được thanh toán một phần của giá trị món gửi. Các vụ vỡ nợ ngân hàng đã là một vấn đề nghiêm trọng ngay cả suốt những năm nổi tiếng của thập kỷ 20. Khi số lượng các vụ vỡ nợ ngân hàng tính trung bình khoảng 600 vụ một năm. Trong những năm Đại suy thoái từ 1930 đến 1933, số lượng các vụ vỡ nợ ngân hàng tính trung bình là trên 2000 vụ một năm, với hơn 1/3 số ngân hàng vỡ nợ trong 4 năm đó. Để đặt những con số này vào khung cảnh chung, số ngân hàng vỡ nợ từ 1934 đến 1981 tính trung bình là 10 vụ mỗi năm.

Lý do làm cho số vụ vỡ nợ ngân hàng giảm mạnh là việc thành lập FDIC, cơ quan này ban đầu đã bảo hiểm các món tiền gửi tới 2500 đôla, nhưng nay bảo hiểm cho các món tiền gửi tới 100.000 đôla. Do FDIC bảo vệ các món gửi dưới 100.000 đôla không phải chịu bất kỳ tổn thất nào do vỡ nợ ngân hàng, do đó những người gửi tiền ít có ý muốn rút tiền của họ ra khiến ngân hàng vỡ nợ.

Tuy số vụ vỡ nợ ngân hàng đã được giảm nhiều, nhưng không phải là chuyện đã qua. Trên 1/4 số người gửi tiền trong các ngân hàng thương mại không có bảo hiểm FDIC bởi vì chúng vượt quá 100.000 đôla. Trong khi 100.000 đôla đầu tiên của một CD 1.000.000 đôla bán lại được bảo hiểm, phần còn lại 900.000 đôla không được bảo hiểm. Do những người gửi không được bảo hiểm sẽ chịu tổn thất lớn lao nếu một ngân hàng vỡ nợ, họ sẽ rút vốn của họ khỏi một ngân hàng dù chỉ với một rắc rối rất nhỏ. Sự tổn thất các món tiền gửi kết cục như thế có thể khiến ngân hàng này vỡ nợ.

Gần đây, vấn đề các vụ vỡ nợ ngân hàng đã trở nên nổi bật hơn trên các báo chí: Từ năm 1981, số vụ vỡ nợ ngân hàng đã tăng lên một cách đáng quan tâm (tới 40 vụ một năm trong năm 1982 và 1983 và trên 70 vụ năm 1984), lên đến cực điểm trong cuộc sụp đổ lớn nhất cho tới nay, đó là sự sụp đổ của Continental Illinois National Bank năm 1984, lúc đó là một trong số 10 ngân hàng lớn nhất nước Mỹ. Không may, vấn đề các vụ vỡ nợ ngân hàng này đã không mất đi. Từ năm 1985, các vụ vỡ nợ ngân hàng đang diễn ra với mức trên 100 vụ mỗi năm, với mức đỉnh là 206 vụ năm 1984, số lượng lớn nhất trong nửa thế kỷ qua.

Có hai phương pháp chủ yếu mà FDIC dùng để xử lý một ngân hàng vỡ nợ.

Phương pháp thứ nhất, được gọi là "phương pháp thanh toán hết" FDIC cho phép ngân hàng đổ vỡ nợ và thanh toán hết cho các món tiền gửi tối đa tới 100.000 đôla (bằng tiền vốn thu từ phí bảo hiểm do những ngân hàng đã mua bảo hiểm FDIC trả). Rồi sau khi ngân hàng này được thanh lý, FDIC ngồi lại với những chủ nợ khác của ngân hàng này và nhận phần thanh toán của mình trong số tiền thanh lý các tài sản có của ngân hàng vỡ nợ đó. Nói chung, khi áp dụng, "phương pháp thanh toán hết" những người có các món gửi vượt quá giới hạn 100.000 đôla, nhận lại trên 90 xu cho mỗi một đôla tiền gửi, tuy rằng quá trình này có thể mất một vài năm mới hoàn thành. Phương pháp thanh toán hết là phương pháp ít được dùng nhất cho những món tiền gửi có bảo đảm của một ngân hàng vỡ nợ. Tuy nhiên, nó được dùng khi Penn Square Bank of Oklahoma, một ngân hàng cỡ trung bình vỡ nợ vào tháng 7 năm 1982 lúc ấy nhiều trong số những món cho vay của ngân hàng này đã trở nên tồi tệ.

Theo phương pháp thứ hai, được gọi là "phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát", FDIC tổ chức lại ngân hàng này, nói chung bằng cách tìm một người chung phần sẵn lòng hợp nhất, người này nhận gánh lấy tất cả những món tiền gửi của ngân hàng không trả được nợ này do đó không ai trong số những người gửi tiền này bị mất một xu. FDIC có thể giúp người chung phần hợp nhất này bằng cách cung cấp cho người đó những món cho vay trợ cấp hoặc bằng cách mua một số trong những món cho vay yếu kém hơn của ngân hàng vỡ nợ đó. Kết quả thực của phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát là ở chỗ FDIC đã bảo đảm tất cả các món tiền gửi, chứ không chỉ những món dưới 100.000 đôla. Phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát là phương thức phổ biến nhất của FDIC để giải quyết một ngân hàng bị vỡ nợ, đặc biệt khi ngân hàng này là loại lớn và FDIC sợ rằng những tổn thất của người gửi tiền có thể khuyến khích những vụ phá sản kinh doanh và các vụ vỡ nợ ngân hàng khác.

Quỹ bảo hiểm ngân hàng của FDIC có đủ lớn không ?

Quỹ bảo hiểm ngân hàng dưới 10 tỷ đôla này (số hiệu 1990) được tạo ra nhờ thu phí bảo hiểm 23 xu cho mỗi trăm đôla tiền gửi mỗi năm. (Hiện Quốc hội đang xem xét đề nghị tăng mạnh số vốn có thể có được cho FDIC). Khi so sánh với tổng số các món tiền gửi có đóng bảo hiểm 2 ngàn tỷ đôla, thì số tiền quỹ dưới 10 tỷ đôla sẵn có cho FDIC là quá nhỏ. Rõ ràng nếu một số lớn các ngân hàng vỡ nợ cùng một lúc, FDIC sẽ không thể thanh toán hết cho tất cả những người gửi tiền có bảo hiểm. Liệu tất cả chúng ta có phải rút tiền của chúng ta khỏi các ngân hàng và giấu chúng vào tủ của chúng ta ? Nếu số tiền gửi có bảo hiểm lớn hơn

200 lần so với quỹ bảo hiểm của FDIC, thì vì sao công chúng tin tưởng rằng các món tiền gửi lên đến 100.000 đôla là an toàn. Câu trả lời là ở chỗ công chúng hiểu rằng FDIC được hỗ trợ ngầm của Fed và của Kho bạc Mỹ, cả hai tổ chức này có những nguồn tiền để đối phó với những vụ vỡ nợ ngân hàng lan rộng. Trong trường hợp Continental Illinois, Dự trữ Liên bang cho ngân hàng gặp khó khăn này vay 5 tỷ đôla (đây không phải lần đầu mà Fed đã thực hiện các món cho vay như vậy xem Chương 19). Như thế, không phải là quỹ của FDIC mà chính là sự cam kết ngầm giữa các tổn thất của những người gửi tiền do chính phủ đưa ra mới là quan trọng đối với công chúng.

NHỮNG HẠN CHẾ ĐỐI VỚI CÁC TÀI SẢN CÓ VÀ NHỮNG ĐÒI HỎI VỀ VỐN NGÂN HÀNG

Có hai chi phí mà một ngân hàng không phải chịu khi nó vỡ nợ và thôi kinh doanh. Thứ nhất, FDIC (hiểu ngầm, là những người đóng thuế) chịu chi phí thanh toán hết cho những người gửi tiền có bảo hiểm. Thứ hai, các chi phí phải chịu cho những ngân hàng khác bởi vì công chúng có thể mất lòng tin vào toàn bộ hệ thống ngân hàng. Do ngân hàng không tính đến hai chi phí này, các chi phí xã hội khi vỡ nợ ngân hàng còn lớn hơn những chi phí (riêng) của ngân hàng đó. Kết cục là, các ngân hàng có thể nắm giữ các tài sản có có nhiều rủi ro hơn so với mức rủi ro tối ưu xét về phương diện xã hội. Các tài sản rủi ro có thể mang lại cho ngân hàng thu nhập cao hơn khi chúng cho kết quả; và nếu chúng không có kết quả và ngân hàng này vỡ nợ, thì ngân hàng này không phải chịu hết mọi chi phí của vụ vỡ nợ đó (các chi phí được FDIC và các ngân hàng khác chia sẻ). Để ngăn ngừa các ngân hàng nắm giữ những tài sản có quá nhiều rủi ro, các cơ quan điều hành hạn chế những tài sản có có rủi ro của họ, ví dụ, các ngân hàng thương mại không được phép giữ cổ phiếu. Ngoài ra (như chúng ta đã từng thấy) nếu một nhân viên kiểm tra ngân hàng tin rằng những tài sản có của một ngân hàng là quá rủi ro, thì nhân viên đó có thể đòi hỏi ngân hàng này bán chúng đi.

Do các chi phí của việc vỡ nợ ngân hàng không phải hoàn toàn do các ngân hàng gánh vác, các ngân hàng cũng có thể không sẵn lòng duy trì vốn ngân hàng đầy đủ. Để hiểu vì sao, trước hết chúng ta phải hiểu vì sao vốn ngân hàng là quan trọng. Như bạn có thể nhớ lại, vốn ngân hàng là số tiền nhờ đó những tài sản có của một ngân hàng vượt quá những tài sản nợ của nó. Vốn ngân hàng được ngân hàng giữ như một cái đệm phòng ngừa sự sụt mạnh tạm thời giá trị

của những tài sản có, nếu không có cái đệm ấy thì có thể khiến ngân hàng này vỡ nợ và không kinh doanh được nữa. Ví dụ, nếu vốn của một ngân hàng là 10% tài sản có của nó, thì ngay nếu ngân hàng trải qua các vụ vỡ nợ đối với những món tiền cho vay của nó, làm cho giá trị tài sản có của nó bị giảm mất 5%, ngân hàng này vẫn có khả năng duy trì kinh doanh. Một ngân hàng cũng duy trì vốn ngân hàng để làm yên lòng những khách hàng vay tiền và những người gửi tiền rằng nó khó có thể vỡ nợ. Ngân hàng này như vậy có thể thu được nhiều vốn hơn từ những người gửi tiền và thực hiện được nhiều món cho vay hơn¹.

Tuy nhiên, một ngân hàng không muốn duy trì quá nhiều vốn : ví dụ, nếu một ngân hàng thu được một lợi nhuận ròng một triệu đôla đối với tổng tài sản có của nó 100 triệu đôla và có vốn ngân hàng bằng 10% tài sản có của nó (10 triệu đôla), khi đó các cổ đông của nó sẽ thu được lợi tức 10% đối với vốn cổ phần ($1 \text{ triệu đôla} / 10 \text{ triệu đôla} = 0,10 = 10\%$). Mặt khác, cũng với thu nhập này, nếu vốn ngân hàng là 5% tổng tài sản có của nó (5 triệu đôla), thì lợi tức trên cổ phần sẽ là 20% ($1 \text{ triệu đôla} / 5 \text{ triệu đôla} = 0,20 = 20\%$). Những người quản lý ngân hàng phải cân nhắc giữa phí tổn của việc có một cái đệm nhỏ hơn về vốn ngân hàng này đối lại các lợi tức cao hơn của vốn cổ phần mà ngân hàng nhận được khi vốn ngân hàng nhỏ hơn.

Mặc dầu một ngân hàng muốn duy trì số vốn ngân hàng nào đó, nó sẽ không muốn duy trì nhiều đến mức nó phải duy trì bởi vì, như chúng ta đã thấy, nó không phải gánh chịu toàn bộ phí tổn khi nó vỡ nợ. Sự mong muốn của các cơ quan điều hành ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng như vậy đã dẫn đến việc các cơ quan này định rõ các đòi hỏi tối thiểu đối với vốn ngân hàng. Số vốn ngân hàng tối thiểu hiện nay được quy định là 3% tổng tài sản có của ngân hàng đối với những ngân hàng mạnh nhất, nhưng nó tăng cao tới 6% đối với những ngân hàng khác. Cho tới gần đây, vốn ngân hàng tối thiểu ở Mỹ đã được định rõ bằng một tỷ lệ phần trăm cố định của tổng tài sản có của ngân hàng. Nhưng với sự thức tỉnh của Continental Illinois, của những bảo lãnh cho vay và tiết kiệm, những người điều hành ở Mỹ và ở phần còn lại của thế giới, đã trở nên lo ngại thêm về việc nắm giữ tài sản có rủi ro của các ngân hàng và về việc tăng các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng, những hoạt động này cũng đặt các ngân hàng trước rủi ro. Theo một hiệp định giữa các quan chức ngân hàng của 12 quốc gia công nghiệp họp dưới sự bảo trợ của Ngân hàng Thanh toán Quốc tế

1. Trong Chương 8 chúng ta đã mô tả lý do cho sự sẵn lòng duy trì vốn của một ngân hàng bằng cách nói rằng nó khiến cho ngân hàng này tương hợp ý muốn.

(the Bank for International Settlement) tại Basle, Thụy Sĩ, Dự trữ Liên bang, FDIC và Cơ quan kiểm tra tiền đã đưa thêm một đòi hỏi bổ sung về vốn trên cơ sở rủi ro. Trong đòi hỏi bổ sung về vốn trên cơ sở rủi ro mà các ngân hàng phải đáp ứng cũng như đòi hỏi về vốn với số phần trăm cố định, các tiêu chuẩn vốn tối thiểu được gắn với những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng, ví

BÀI ĐỌC THÊM 10.1

Toàn cảnh

Kế hoạch BASLE cho những đòi hỏi vốn trên cơ sở rủi ro

Sự liên kết tăng lên của các thị trường tài chính qua các quốc gia và sự cần thiết làm cho lĩnh vực này cân bằng đối với các ngân hàng ở các nước khác nhau đã dẫn đến Hiệp ước Basle tháng 6/1988 để tiêu chuẩn hóa những đòi hỏi về vốn ngân hàng trên phạm vi quốc tế. Mục đích đã được nêu ra của Hiệp ước là : (1) phối hợp các định nghĩa có ý nghĩa giám sát về vốn, về đánh giá rủi ro, và về các tiêu chuẩn cho sự tương xứng về vốn qua các quốc gia để xúc tiến sự ổn định thế giới ; và (2) để liên hệ những đòi hỏi về vốn của một ngân hàng một cách có hệ thống với tính chất rủi ro của các hoạt động của nó, bao gồm nhiều hình thức đối mặt rủi ro ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng. Kế hoạch Basle được xúc tiến như sau : Các tài sản có và những hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng được định rõ làm 4 loại, mỗi loại có một tỷ trọng khác nhau để phản ánh mức độ rủi ro tín dụng của loại ấy. Loại có rủi ro thấp nhất mang tỷ trọng zern và bao gồm những khoản mục không có rủi ro vỡ nợ, ví dụ như tiền mặt và các chứng khoán chính phủ. Loại có mức rủi ro rất thấp tiếp sau có tỷ trọng 20% và bao gồm những tài sản có với rủi ro bị vỡ nợ thấp như tiền gửi giữa các ngân hàng, những trái khoán địa phương hoàn toàn được hỗ trợ và các chứng khoán do các cơ quan thuộc chính phủ phát hành. Loại thứ 3 có tỷ trọng 50%, bao gồm các trái khoán có nhiều rủi ro hơn và các

món vay thế chấp mua nhà ở. Loại rủi ro cuối cùng có tỷ trọng tối đa 100%, bao gồm các chứng khoán và các món cho vay còn lại. Các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản ngân hàng được xử lý theo một cách tương tự bằng cách trước hết ấn định cho mỗi hoạt động một "loại tín dụng tương đương" phản ánh rủi ro tín dụng của hoạt động ấy. Ví dụ, một thư tín dụng dự phòng hỗ trợ một thương phiếu của khách hàng được ấn định là loại rủi ro cao nhất và có tỷ trọng 100% vì nó đặt ngân hàng đó trước cùng một rủi ro như một món cho vay trực tiếp cho khách hàng này.

Một khi tất cả các tài sản có là các hoạt động ngoài bản quyết toán tài sản của một ngân hàng đã được ấn định thuộc mỗi loại rủi ro, các tài sản có và các khoản mục ngoài bản quyết toán tài sản này, mỗi thứ được xác định bởi một tỷ trọng rủi ro thích hợp (0,20,50 hoặc 100%) được phụ thêm vào để tính toán tổng tài sản có được hiệu chỉnh đúng theo rủi ro. Ngân hàng đó phải thừa măn 2 đòi hỏi về vốn : Nó phải có vốn nòng cốt (vốn này tương ứng với vốn cổ phần của cổ đông) ít nhất là bằng 4% tổng tài sản có được hiệu chỉnh đúng theo rủi ro và có tổng vốn (vốn này gồm vốn cổ phần cộng các khoản tiền dự trữ phòng mất tiền cho vay và các công cụ vay nợ khác) là 8% tổng tài sản có được hiệu chỉnh đúng theo rủi ro.

dụ như đối chéo lãi suất, tình trạng mua bán trong thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa. Bài đọc thêm 10.1 phác ra cấu trúc của những đòi hỏi về nguồn vốn này một cách chi tiết hơn.

CẤU TRÚC CỦA CÔNG NGHIỆP NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI

Có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại ở Mỹ, nhiều hơn rất nhiều so với ở bất kỳ nước nào khác trên thế giới (xem Bài đọc thêm 10.2). Như Bảng 10.1 cho thấy, chúng ta có một con số rất lớn ngân hàng nhỏ. Khoảng 30% số các ngân hàng có dưới 25 triệu đôla tài sản có. Sự phân bố tầm cỡ ngân hàng ở Canada và ở Liên hiệp Vương Quốc Anh tiêu biểu hơn nhiều, tại các nơi đó 5 hoặc một vài ngân hàng ngự trị ngành công nghiệp này. Ngược lại, 10 ngân hàng thương mại lớn nhất nước Mỹ (liệt kê ở Bảng 10.2) nắm giữ dưới 30% tài sản có trong công nghiệp của họ.

Bảng 10.1. Sự phân bố về tầm cỡ của các ngân hàng thương mại có bảo hiểm, cuối năm 1989

Cỡ tài sản có	Số ngân hàng	% số ngân hàng	% tài sản có
Dưới 25 triệu đôla	3747	29,5	1,7
25 - 50 triệu đôla	3236	25,4	3,6
50 - 100 triệu đôla	2745	21,6	5,8
100 - 500 triệu đôla	2371	18,7	14,0
500 - 1 tỉ đôla	236	1,9	4,9
1 tỉ - 10 tỉ đôla	334	2,6	32,0
hơn 10 tỉ đôla	44	3	38,0

Phần lớn những ngành công nghiệp ở Mỹ có số hãng ít hơn nhiều so với ngành công nghiệp ngân hàng thương mại, một cách điển hình, các hãng lớn có xu hướng ngự trị các ngành công nghiệp đó ở một phạm vi lớn hơn so với trong công nghiệp ngân hàng. (Ví dụ, công nghiệp computer, do IBM ngự trị, hoặc công nghiệp ô tô do General Motor ngự trị). Phải chăng con số lớn các ngân hàng trong công nghiệp ngân hàng thương mại, và sự vắng bóng, ngay cả số ít ỏi các hãng ngự trị, gợi ra rằng công nghiệp ngân hàng thương mại có tính cạnh tranh hơn so với các ngành công nghiệp khác ?

BÀI ĐỌC THÊM 10.2

Toàn cảnh

So sánh về cấu trúc ngân hàng Mỹ và nước ngoài

Cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại ở Mỹ khác tận gốc với cấu trúc của công nghiệp ngân hàng các nước công nghiệp hóa khác. Mỹ là nước duy nhất không có một hệ thống ngân hàng quốc gia đích thực, trong đó các ngân hàng có các chi nhánh khắp nơi. Ngược lại, với các nước khác, nước Mỹ đã kết thúc với một mô hình bao trùm xộc xệch các điều lệ tiểu bang và liên bang chỉ đạo ngân hàng liên tiểu bang, mô hình này đã ngăn chặn một hệ thống ngân hàng quốc gia. Một kết quả là có thêm nhiều ngân hàng ở Mỹ hơn ở các nước công nghiệp khác. Khác với Mỹ, nước có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại, mỗi nước công nghiệp khác có số lượng dưới một nghìn khá xa. Ví dụ, Nhật có khoảng 150 ngân hàng thương mại - đúng 1% số lượng ở Mỹ tuy rằng nền kinh tế và dân số bằng một nửa của nước Mỹ.

Một kết quả khác của các điều khoản hạn chế đối với việc mở chi nhánh ngân hàng ở Mỹ là ở chỗ các ngân hàng của Mỹ nhỏ hơn ngân hàng ở các nước khác. Chỉ có một ngân hàng Mỹ, Citicorp, là xếp vào hàng 10 ngân hàng lớn nhất thế giới, và ngân hàng lớn thứ 2 ở Mỹ, Bank America, chưa được xếp vào danh sách 25 ngân hàng lớn của thế giới.

Tính chất độc đáo của cấu trúc hoạt động ngân hàng ở Mỹ sẽ nổi lên khác biệt còn sắc nét hơn so với phần còn lại của thế giới khi châu Âu đẩy mạnh sự hợp nhất kinh tế năm 1992. Bắt đầu từ ngày 1 tháng giêng năm 1993, tất cả các ngân hàng có giấy phép trong các nước thuộc Cộng đồng kinh tế châu Âu (EEC) sẽ có thể tự do cung cấp các dịch vụ toàn diện về hoạt động ngân hàng ở bất kỳ một nước khác thuộc EEC. Kết quả sẽ là một hệ thống ngân hàng châu Âu rộng lớn - với những ngân hàng châu Âu thậm chí còn lớn hơn.

Bảng 10.2 . Ngân hàng Mỹ lớn nhất, cuối năm 1990

Ngân hàng	Tài sản có (tỉ đôla)	% của tổng tài sản có của ngân hàng thương mại
1. Citicorp, New York	217	6,4
2. Bank America Corp., San Francisco	111	3,3
3. Chase Manhattan Corp., New York	98	2,9
4. J.P Morgan & Co., New York	93	2,7
5. Security Pacific Corp., Los Angeles	85	2,5
6. Chemical Bank Corp., New York	73	2,2
7. NCNB Corp., Charlotte, N.C.	65	1,9
8. Bankers Trust Corp., New York	64	1,9
9. Manufacturers Hanover, New York	62	1,8
10. Wells Fargo & Co., San Francisco	56	1,7
TỔNG CỘNG	924	27,3

Quy định về mở chi nhánh và Đạo luật McFadden

Sự hiện diện của rất nhiều các ngân hàng thương mại ở Mỹ phản ánh các quy định hạn chế khả năng của các tổ chức tài chính này mở các **chi nhánh** (các văn phòng phụ thực hiện các hoạt động ngân hàng). Mỗi tiểu bang có các quy định riêng của mình về kiểu loại và số lượng các chi nhánh mà một ngân hàng có thể mở. Ví dụ các quy định ở ven bờ phía đông và phía tây có xu hướng cho phép các ngân hàng mở các chi nhánh khắp nơi trên tiểu bang của họ, trong khi đó ở phần giữa đất nước, các quy định về việc lập chi nhánh có tính chất hạn chế hơn tuy rằng các cơ sở ngân hàng có giới hạn thường được phép mở. Đạo luật McFadden năm 1927, đã được nhắm để đặt các ngân hàng quốc gia và các ngân hàng tiểu bang vào một chỗ đứng ngang bằng, thực tế đã cấm các ngân hàng không được mở các chi nhánh ngang qua các biên giới tiểu bang và đã buộc các ngân hàng quốc gia tuân theo các quy định về việc mở chi nhánh trong những tiểu bang mà nó đóng trụ sở.

Kết quả của Đạo luật McFadden và các quy định tiểu bang về việc mở chi nhánh là ở chỗ nhiều ngân hàng nhỏ giữ vững sự tồn tại của mình, do việc một ngân hàng lớn có khả năng loại bỏ các ngân hàng đó ra khỏi hoạt động kinh doanh thường bị hạn chế không được mở một chi nhánh ở gần đó. Các người ủng hộ những quy định tiểu bang hạn chế việc mở chi nhánh ngân hàng nói rằng các quy định này nuôi dưỡng sự cạnh tranh bằng cách giữ cho có nhiều ngân hàng đến như thế trong kinh doanh. Nhưng sự tồn tại một số lớn các ngân hàng ở Mỹ phải được coi như sự chỉ báo về thiếu cạnh tranh - chứ không phải sự có mặt của một sự cạnh tranh mạnh mẽ. Các ngân hàng kém hiệu năng có thể duy trì được kinh doanh bởi vì các khách hàng của họ không tìm được một chi nhánh thuận tiện tại địa phương của một ngân hàng khác ở đây họ có thể thực hiện công việc kinh doanh của họ.

Đạo luật McFadden và các quy định tiểu bang về việc mở chi nhánh ngân hàng phải được coi là một trong những sức mạnh chống cạnh tranh mạnh nhất trong công nghiệp ngân hàng thương mại. Vì cạnh tranh là có lợi cho xã hội, vậy tại sao lại có các quy định hạn chế việc mở chi nhánh ngân hàng ở Mỹ? Cách giải thích đơn giản nhất là ở chỗ công chúng Mỹ trong quá trình lịch sử đã không ưa các ngân hàng lớn. Các tiểu bang với những quy định hạn chế nhất đối với việc mở chi nhánh là những tiểu bang mà ở đó cảm nghĩ chống ngân hàng kiểu dân túy là mạnh nhất trong thế kỷ 19 (Trong các tiểu bang này thường có số đông dân chúng làm nghề nông, mà các quan hệ của họ với các ngân hàng cứ định kỳ lại trở nên gay go dữ dội mỗi khi các ngân hàng tuyên bố tịch thu tài sản để thế

nợ đối với những nông gia không thể thanh toán nợ của họ). Hậu quả của những sự kiện chính trị thế kỷ 19 đưa đến những điều hạn chế mở các chi nhánh ngân hàng, do đó đã tạo cho một hệ thống ngân hàng có một số lượng các ngân hàng nhỏ không bình thường.

Sự suy giảm các điều qui định hạn chế mở chi nhánh ngân hàng

Một đặc điểm quan trọng của công nghiệp ngân hàng này là ở chỗ sự cạnh tranh có thể bị kiểm chế bằng quy định nhưng không hoàn toàn bị bóp chết. Trong Chương 13 chúng ta sẽ thảo luận việc tìm kiếm lợi nhuận của các ngân hàng đã dẫn đến sự đổi mới tài chính đi men theo các quy định hạn chế như thế nào. Trong chương này, chúng ta sẽ bàn về 2 ví dụ mới đây về sức mạnh cạnh tranh đã làm suy yếu tác động của những quy định hạn chế mở chi nhánh ngân hàng : sự nổi lên của các công ty nắm giữ ngân hàng và sự phát triển của các cơ sở ngân hàng điện tử.

Các công ty nắm giữ ngân hàng. Một công ty nắm giữ là một công ty sở hữu một vài công ty khác nhau. Hình thức sở hữu công ty này có những thuận lợi quan trọng cho các ngân hàng trong đó : (1) cho phép các ngân hàng phá vỡ các quy định hạn chế mở chi nhánh, bởi vì công ty nắm giữ này có thể sở hữu quyền kiểm soát một vài ngân hàng dù là việc mở chi nhánh không được phép ; (2) một công ty nắm giữ ngân hàng có thể thực hiện những hoạt động khác so với hoạt động ngân hàng, ví dụ như cung cấp tư vấn đầu tư, các dịch vụ truyền và xử lý số liệu, dịch vụ cho thuê và thế tín dụng, phục vụ cho vay ở các tiểu bang khác v.v. ; và (3) công ty nắm giữ có thể phát hành thương phiếu cho phép ngân hàng đó với tới các nguồn vốn không phải là tiền gửi.

Các công ty nắm giữ ngân hàng bị hạn chế sở hữu các doanh nghiệp có "liên hệ chặt chẽ đến ngân hàng". Các hoạt động được phép, được quy định bởi Quy định Dự trữ Liên bang, bao gồm những hoạt động được nói ở đây cũng như các hoạt động khác - từ việc cung cấp các dịch vụ qua thư tới việc đánh giá bất động sản. Trong quá khứ, Fed và điều luật do Quốc hội thông qua đã cấm các công ty nắm giữ ngân hàng không được thực hiện các hoạt động như môi giới bất động sản, bảo hiểm, điều hành một cơ quan du lịch, tư vấn quản lý chung. Tuy nhiên, trong việc tìm kiếm liên tục lợi nhuận, các công ty nắm giữ ngân hàng lâu nay đang tìm cách đi vòng quanh các quy định này và đang bước vào những kinh doanh trước đây bị cấm. Thực vậy, kho bạc Mỹ đã đề nghị trên thực tế các ngân hàng được phép đi vào kinh doanh bảo hiểm, quỹ tương trợ, chứng khoán bằng

cách liên kết với các hãng thực hiện các hoạt động này theo một cấu trúc công ty nắm giữ (xem Chương 11).

Đáng chú ý là, nhiều tiểu bang nay đang cho phép các công ty nắm giữ ngân hàng đặt trụ sở chính ở các tiểu bang khác được mua các ngân hàng trong tiểu bang của họ. Ngoài ra, từ năm 1982, các ngân hàng được phép mua các ngân hàng ở ngoài tiểu bang đang vỡ nợ, như Citicorp và Chase Manhattan đã làm. Kết quả là những hạn chế của Điều luật McFadden về mở chi nhánh không còn ngăn chặn các công ty này trong việc cung cấp các dịch vụ ngân hàng những tiểu bang khác. Ngoài ra các công ty nắm giữ ngân hàng đã mở những ngân hàng có dịch vụ hạn chế, chúng không thực hiện cho vay thương mại hoặc nếu cho vay như vậy thì không nhận tiền gửi. Các ngân hàng loại này được gọi là các **ngân hàng phi ngân hàng**, chúng thường không là đối tượng của các quy định về việc mở chi nhánh, do vậy cho phép các công ty nắm giữ ngân hàng mở chi nhánh qua biên giới các tiểu bang một cách có kết quả. Tuy nhiên, luật về hoạt động ngân hàng được thông qua năm 1987 đã tạm đình chỉ hoạt động đối với các ngân hàng phi ngân hàng mới. Để đáp ứng sự suy yếu nói trên của những điều hạn chế về việc mở chi nhánh qua biên giới tiểu bang, nay hầu hết các tiểu bang đều cho phép được mở chi nhánh giữa các tiểu bang.

Trong 25 năm qua, sự tăng trưởng của các công ty nắm giữ ngân hàng là mạnh mẽ. Hiện nay đa số các ngân hàng lớn là do các công ty nắm giữ ngân hàng sở hữu (ví dụ như Citibank, Chase Manhattan, Bank of America, First National Bank of Chicago, và Mellon Bank), và trên 90% tiền gửi ngân hàng thương mại được giữ trong các ngân hàng do các công ty nắm giữ ngân hàng sở hữu.

Các cơ sở ngân hàng điện tử. Nhờ sự kỳ diệu của kỹ thuật computer hiện đại, khách hàng của ngân hàng nay có thể nhận được các dịch vụ ngân hàng qua những thiết bị ngoại vi computer không phải đặt trong một ngân hàng hoặc ở một trong các chi nhánh của nó. Các cơ quan điều hành và các tòa án trong hầu hết các tiểu bang đã xác định rằng nếu một cơ sở ngân hàng điện tử được một ngân hàng sở hữu, thì nó được coi là một chi nhánh của ngân hàng đó và là đối tượng của các quy định về việc mở chi nhánh của một tiểu bang. Tuy nhiên, các tiểu bang nói chung có những điều khoản đặc biệt cho phép thiết lập rộng rãi hơn các cơ sở ngân hàng điện tử so với sự cho phép thiết lập cái được gọi là những chi nhánh "gạch và vữa" (những chi nhánh truyền thống).

Một phát triển ở trình độ cao là việc sử dụng các cơ sở ngân hàng điện tử cộng tác thậm chí vượt qua các biên giới tiểu bang. Chẳng nào một cơ sở còn chưa

thuộc sở hữu của một ngân hàng hoặc là một cơ sở được ngân hàng thuê, mà nó được thanh toán tiền với tư cách tiền lệ phí giao dịch, thì nó không bị coi là một chi nhánh ngân hàng và vì thế không bị các quy định về mở chi nhánh chi phối. Vì các cơ sở này giúp các ngân hàng có thể mở rộng thị trường của họ, nhiều cơ sở hợp tác như thế đã được thiết lập, một số có tầm hoạt động quốc gia. Do hoạt động ngân hàng điện tử trở nên thịnh hành trong tương lai, Đạo luật McFadden và các quy định về mở chi nhánh của các tiểu bang sẽ giảm hiệu lực trong việc cản trở sự cạnh tranh trong công nghiệp ngân hàng. Thực vậy, Đạo luật McFadden không bao lâu nữa sẽ là một văn bản vô tác dụng. Kho bạc Mỹ đã đề nghị rằng Quốc hội nên hủy bỏ hoàn toàn các hạn chế mở chi nhánh qua biên giới tiểu bang.

CÔNG NGHIỆP TIẾT KIỆM : SỰ ĐIỀU HÀNH VÀ CẤU TRÚC

Không có gì đáng ngạc nhiên trong việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp tiết kiệm (các công ty tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ, các liên hiệp tín dụng) đi song song gần gũi với việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại.

Các công ty tiết kiệm và cho vay

Giống như hệ thống hoạt động ngân hàng kép cho các ngân hàng thương mại, các Hiệp hội tiết kiệm và cho vay (S & L) có thể là loại do chính phủ liên bang trao đặc quyền hoặc do tiểu bang trao đặc quyền. Dù được trao đặc quyền, liên bang hay tiểu bang hầu hết các S & L là thành viên của Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang (FHLBS) FHLBS được thành lập năm 1932, hoạt động theo kiểu như hệ thống Dự trữ Liên bang. Nó có 12 ngân hàng cho vay mua nhà liên bang khu vực, các ngân hàng khu vực này do Cơ quan Giám sát tiết kiệm giám sát.

Việc bảo hiểm tiền gửi liên bang (tối đa tới 100.000 đôla tiền gửi) cho các S & L do Quỹ bảo hiểm công ty tiết kiệm đảm nhiệm, quỹ này là một cơ quan thuộc FDIC. Cơ quan giám sát tiết kiệm điều hành các S & L - được bảo hiểm liên bang bằng cách quy định các đòi hỏi về vốn đầu tư tối thiểu, và đòi hỏi các báo cáo định kỳ và bằng cách kiểm tra các S & L. Nó là cơ quan trao đặc quyền cho các S & L, nó cũng có quyền phê duyệt việc hợp nhất và đặt ra các quy tắc mở chi nhánh cho các S & L này.

Các quy định về việc mở chi nhánh áp dụng cho các S & L có tính chất tự do hơn so với việc áp dụng cho các ngân hàng thương mại : Hầu hết các tiểu bang cho phép mở chi nhánh và từ năm 1980 các S & L được đặc quyền liên bang cho phép mở chi nhánh trên phạm vi tiểu bang tại tất cả các tiểu bang. Từ năm 1981, việc hợp nhất các S & L đang gặp khó khăn tài chính cũng đã được phép tiến hành qua các biên giới tiểu bang, và việc mở chi nhánh S & L trên phạm vi quốc gia có thể sớm trở thành phổ biến. Một kết quả do các quy định ít chặt chẽ đối với việc mở chi nhánh S & L mang lại là ở chỗ tỉ lệ phần trăm các S & L với tài sản có ở mức dưới 25 triệu đôla (10%) nhỏ hơn tỉ lệ phần trăm các ngân hàng thương mại với tài sản có ở mức dưới 25 triệu đôla (30%).

Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang, giống như Fed, cho các thành viên của hệ thống đó vay tiền (FHLBS phát hành trái khoán để thu vốn dùng vào mục đích này). Tuy nhiên, khác với các món cho vay chiết khấu của Fed - phải hoàn trả một cách nhanh chóng - còn các món tiền vay của FHLBS được hoàn trả qua những khoảng thời gian dài. Ngoài ra, lãi suất của các món cho vay này thu từ các S & L thường thấp hơn các lãi suất mà các S & L phải thanh toán khi họ vay trên thị trường tự do. Nhờ vậy, chương trình cho vay của FHLBS mang lại một khoản tiền trợ cấp cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay (cũng có thể hiểu là cho công nghiệp nhà ở, bởi vì hầu hết các món cho vay của các S & L là các món vay thế chấp mua nhà ở).

Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ

Trong số trên dưới 500 ngân hàng tiết kiệm tương trợ, khoảng một nửa là loại được các tiểu bang trao đặc quyền. Tuy các ngân hàng tiết kiệm tương trợ chủ yếu do các tiểu bang nơi họ đặt trụ sở điều hành, một phần lớn trong số này được FDIC bảo hiểm tiền gửi, tối đa lên đến giới hạn 100.000 đôla, các ngân hàng này cũng chịu sự chi phối của nhiều quy định của FDIC áp dụng cho các ngân hàng được tiểu bang trao đặc quyền. Theo thông lệ tiền gửi ở các ngân hàng tiết kiệm tương trợ nếu không được FDIC bảo hiểm, thì tiền gửi ấy do các quỹ bảo hiểm tiểu bang bảo hiểm.

Các quy định về việc mở chi nhánh đối với các ngân hàng tiết kiệm tương trợ do các tiểu bang nơi họ hoạt động xác định. Vì các quy định này không quá chặt chẽ, có rất ít ngân hàng tiết kiệm tương trợ với tài sản có ít hơn 25 triệu đôla.

Các liên hiệp tín dụng

Các liên hiệp tín dụng là các tổ chức hợp tác cho vay nhỏ được tổ chức xung

quanh một nhóm đặc biệt (các thành viên của liên hiệp hoặc các người làm thuê của một hãng riêng biệt). Họ được chính phủ liên bang hoặc các tiểu bang trao đặc quyền, nhưng quá nửa trong số họ được liên bang trao đặc quyền. Cơ quan quản trị các liên hiệp tín dụng quốc gia (NCUA) trao đặc quyền liên bang và điều hành các liên hiệp tín dụng được liên bang trao đặc quyền bằng cách quy định các bắt buộc vốn tối thiểu, bắt buộc các báo cáo định kỳ và kiểm tra các liên hiệp tín dụng. Bảo hiểm tiền gửi liên bang (lên tới giới hạn 100.000 đôla) cho các liên hiệp tín dụng dù do liên bang hoặc do tiểu bang trao đặc quyền đều do quỹ bảo hiểm cổ phần liên hiệp tín dụng quốc gia (NCUSIF) thực hiện. Vì phần lớn tiền cho vay của liên hiệp tín dụng là các món vay tiêu dùng với các hạn kỳ thanh toán khá ngắn, chúng không phải chịu những khó khăn tài chính gần đây của các S & L và các ngân hàng tiết kiệm tương tự.

Do các thành viên của họ chia phần một trái khoán chung, các liên hiệp tín dụng nói chung khá nhỏ hầu hết nằm giữ không tới 10 triệu đôla tài sản cơ⁽²⁾. Thường các cổ đông của một liên hiệp tín dụng phân tán trên nhiều tiểu bang, một số thậm chí còn ở các nơi khác trên thế giới, do đó các liên hiệp tín dụng do liên bang trao đặc quyền được phép mở chi nhánh cho các biên giới tiểu bang và tới các nước khác. Ví dụ : Liên hiệp tín dụng liên bang của Hải quân (The Navy Federal Credit Union) mà các cổ đông của nó là thành viên của lực lượng hải quân Mỹ, có các chi nhánh trên khắp thế giới.

NGÂN HÀNG QUỐC TẾ

Năm 1960 chỉ có 8 ngân hàng Mỹ cho các chi nhánh của họ hoạt động ở nước ngoài và tổng tài sản có của chúng ít hơn 4 tỷ đôla. Hiện nay trên 100 ngân hàng Mỹ có chi nhánh ở nước ngoài, với tài sản có tổng cộng vượt quá 500 tỷ đôla. Sự tăng trưởng kỳ diệu trong hoạt động ngân hàng quốc tế này có thể được giải thích bằng hai yếu tố :

Thứ nhất là sự tăng trưởng mau chóng về mậu dịch quốc tế và về các công ty liên quốc gia (phạm vi thế giới) xảy ra từ năm 1960. Khi các hãng kinh doanh Mỹ hoạt động ở nước ngoài, họ cần đến các dịch vụ hoạt động ngân hàng ở các nước.

(2) Do các liên hiệp tín dụng được gắn với một ngành công nghiệp hoặc một công ty riêng biệt, chúng dễ có thể vỡ nợ, ví dụ khi một số lớn người làm thuê trong ngành công nghiệp hay công ty đó bị gián việc và có khó khăn trong việc đòi hỏi lại các món tiền cho vay của họ. Các thay đổi về điều hành gần đây cho phép các liên hiệp tín dụng riêng biệt được phục vụ một nhóm dân chúng khác nhau nhiều hơn, và điều này có thể giảm các vụ vỡ nợ của các liên hiệp tín dụng trong tương lai.

Tuy các hãng này có thể sử dụng các ngân hàng nước ngoài, nhiều trong số họ ưu tiên hoạt động kinh doanh với các ngân hàng Mỹ với họ, các hãng này thiết lập mối quan hệ lâu dài và họ hiểu các khách hàng doanh nghiệp Mỹ và các phương cách làm ăn của các khách hàng này. Do mật dịch quốc tế đã tăng lên, hoạt động ngân hàng quốc tế cũng đã tăng lên với nó.

Thứ hai, các ngân hàng Mỹ muốn bòn rút cái kho lớn các món tiền gửi dưới danh nghĩa đồng đôla rất lớn ở các nước ngoài như Eurodollars. Để hiểu cấu trúc của hoạt động ngân hàng Mỹ ở nước ngoài, trước hết chúng ta hãy xem xét thị trường Eurodollars, một nguồn thúc đẩy sự tăng trưởng quan trọng đối với hoạt động ngân hàng quốc tế.

Thị trường Eurodollars

Eurodollars được tạo ra khi tiền gửi trong các tài khoản ở Mỹ được chuyển tới một ngân hàng ở bên ngoài nước Mỹ và được giữ ở dạng các đồng đôla. Ví dụ, nếu Rolls Royce Corporation gửi một séc một triệu đôla, được phát theo một tài khoản ở một ngân hàng Mỹ vào trong ngân hàng của nó ở London - chỉ rõ rằng món tiền gửi được thanh toán bằng đồng đôla - một triệu đôla của Eurodollars được thiết lập. Trên 90% tiền gửi Eurodollars là tiền gửi có kỳ hạn, với hơn một nửa là các giấy chứng nhận tiền gửi với kỳ hạn thanh toán 30 ngày hoặc hơn thế. Tổng số tiền Eurodollars đang lưu thông vượt quá 2 ngàn tỷ đôla, khiến cho thị trường Eurodollars là một trong những thị trường tài chính quan trọng nhất

BÀI ĐỌC THÊM 10.3

Toàn cảnh

Sự ra đời của thị trường Eurodollars

Một trong những điều hết sức mỉa mai đối với chủ nghĩa tư bản là thị trường Eurodollars một trong những thị trường tài chính quan trọng nhất được các nhà tư bản sử dụng đã do Liên Xô tạo ra. Đầu những năm 1950, giai đoạn cao độ của cuộc chiến tranh lạnh, Liên Xô đã tích lũy được một số lượng lớn số dư đôla giữ tại các ngân hàng ở Mỹ. Do người Nga sợ rằng chính phủ Mỹ có thể phong bế (làm tê liệt) những tài sản này ở Mỹ, họ muốn chuyển các khoản tiền gửi này sang Âu châu, là nơi

chúng sẽ tránh được sự tước đoạt. (Sự lo sợ này không phải là không có cơ sở khi xem xét cuộc phong tỏa các tài sản của Iraq do Mỹ thực hiện năm 1979). Tuy nhiên, họ vẫn muốn giữ các món tiền gửi này theo dollar dùng trong các giao dịch quốc tế của họ. Cách giải quyết vấn đề này là chuyển các món tiền gửi này tới các ngân hàng châu Âu nhưng vẫn giữ tên gọi cho chúng là tiền gửi đôla. Khi Liên Xô thực hiện việc này thì Eurodollars ra đời.

trong nền kinh tế thế giới (xem Bài đọc thêm 10.3).

Vì sao những công ty như Rolls Royce muốn giữ tiền gửi đôla bên ngoài nước Mỹ? Trước hết, đồng đôla là đồng tiền được dùng rộng rãi nhất trong mậu dịch quốc tế, do đó Rolls Royce có thể muốn có dollar để thực hiện các giao dịch quốc tế của mình. Thứ hai Eurodollars là món tiền gửi "ngoài khơi", tức là chúng được giữ ở các nước không đặt chúng làm đối tượng của những quy định ví dụ như những đòi hỏi về dự trữ hoặc các hạn chế (được gọi là những kiểm soát vốn) đối với những tiền gửi này từ ngoài nước họ⁽³⁾.

Trung tâm chủ yếu của thị trường Eurodollars là ở London, một trung tâm tài chính quốc tế từ hàng trăm năm nay, Eurodollars cũng được giữ bên ngoài châu Âu tại những nơi dành cho tiền gửi này tư thế "ngoài khơi" ví dụ Hồng Kông, Singapore, và Caribbean (quần đảo Bahamas và Cayman).

Cỡ giao dịch tối thiểu trong thị trường Eurodollars nói chung là một triệu đôla, và khoảng 75% tiền gửi này do các ngân hàng nắm giữ. Rõ ràng, bạn và tôi không thể trực tiếp tiếp xúc với Eurodollars. Tuy nhiên, thị trường Eurodollars là một nguồn vốn quan trọng cho các ngân hàng Mỹ, sự vay mượn những món tiền này của họ vượt quá 90 tỷ đôla. Các ngân hàng Mỹ đã quyết định rằng họ có thể thu được lợi nhuận cao hơn bằng cách mở các chi nhánh do họ sở hữu ở nước ngoài để thu hút tiền gửi này hơn là sử dụng một trung gian và vay tất cả tiền gửi từ các ngân hàng nước ngoài.

Cấu trúc của ngân hàng Mỹ ở nước ngoài

Các ngân hàng Mỹ có phần lớn các chi nhánh ở châu Mỹ La tinh, ở Viễn Đông, ở Caribbean và London. Khối lượng tài sản có lớn nhất được giữ ở các chi nhánh London vì nó là trung tâm tài chính quốc tế chủ yếu là địa điểm trung tâm của thị trường Eurodollars. Châu Mỹ La tinh và Viễn Đông có nhiều chi nhánh bởi vì sự quan trọng của mậu dịch Mỹ với các vùng này. Vùng Caribbean đã trở thành một địa điểm quan trọng cho ngân hàng quốc tế bởi vì nó là một nơi ẩn náu thuế má, hầu như không có việc đánh thuế hay những quy định hạn chế nào. Hiện nay, các chi nhánh ở quần đảo Bahamas và Cayman hoạt động theo "kiểu trong vỏ" bởi vì họ tiến hành chủ yếu các hoạt động sổ sách kế toán và không cung cấp các dịch vụ ngân hàng bình thường.

(3) Tuy hầu hết tiền gửi "ngoài khơi" được gọi tên theo đôla, một số cũng được gọi tên theo các đồng tiền khác. Nói chung, tiền gửi "ngoài khơi" này được gọi là Eurocurrencies. Ví dụ tiền gửi được gọi tên theo đồng mark Đức được giữ ở London, được gọi là Euromark, trong khi đó tiền gửi được gọi tên theo đồng franc Pháp được giữ ở London được gọi là một Eurofranc.

BÀI ĐỌC THÊM 10.4

Toàn cảnh

Cuộc khủng hoảng nợ trong thế giới thứ ba

Một khía cạnh quan trọng của ngân hàng quốc tế là các món tiền cho vay được thực hiện cho các nước thuộc thế giới thứ ba, đặc biệt là Argentina, Brazil, và México. Do hậu quả của sự tăng vọt giá dầu trong các năm 1973-1974, các nước đang phát triển đã thấy các món tiền nhập khẩu của họ tăng mạnh do giá năng lượng tăng lên, trong khi đó các nước OPEC đã thấy chính họ có những số vốn nhàn rỗi khổng lồ do thu nhập về dầu mỏ tăng. Các ngân hàng Mỹ đã đứng đầu trong việc "quay vòng" các vốn này ở các nước OPEC bằng cách nhận các tiền gửi của các nước OPEC và lần lượt đem cho các nước đang phát triển vay những tiền thu được này. Khác với những món tiền cho các nước đang phát triển vay trước đây, lúc ấy chúng được dùng cho các dự án phát triển đặc biệt (ví dụ, các hệ thống đường cao tốc và đập nước), các món tiền mới này thường cho các chính phủ vay để thanh toán cho mức nhập khẩu cao hơn nói trên.

Việc "quay vòng" vốn này diễn ra một cách trôi chảy cho tới cuộc suy thoái thế giới 1981-1982, dẫn đến việc sụt giảm mạnh về xuất khẩu của các nước thế giới thứ ba, họ đã có khó khăn trong việc đáp ứng đủ các tiền thanh toán nợ của họ (gốc và lãi). Khi México gặp phải những khó khăn với các món tiền thanh toán nợ của mình vào cuối năm 1982, các ngân hàng nói trên và các tổ chức tài chính quốc tế (ví dụ như Quỹ tiền tệ quốc tế) đã đứng ra giúp cấu trúc lại các món nợ đó, tức là, thay đổi các thời hạn hoàn trả và lãi suất của nó. Sau đó quá trình mới lại diễn ra với hơn 40 nước thuộc thế giới thứ ba đã thành công đến một mức độ nhất định trong việc ngăn ngừa các vụ vỡ nợ trong thế giới thứ ba.

Tâm vốc của cuộc khủng hoảng nợ này rất lớn, trong 10 năm qua, khoảng 40 nước đang phát triển với 300 tỷ đôla nợ của các ngân hàng thương mại đã liên quan đến việc cấu trúc lại món nợ của họ.

Các ngân hàng Mỹ nắm giữ hơn 100 tỷ đôla nợ của các nước thế giới thứ ba, phần lớn là các nước châu Mỹ La tinh, đặc biệt là Brazil và México (mỗi nước hơn 20 tỷ đôla). Nhưng người cho các nước thế giới thứ ba vay tiền nhiều nhất bao gồm những ngân hàng trung tâm tiền tệ sau đây: Citicorp, Manufacturers Hanover, Bank America, Chase Manhattan, Chemical, J.P.Morgan, Bankers Trust và First Chicago. Năm 1982, khi sự lo sợ đầu tiên về cuộc vỡ nợ của thế giới thứ ba diễn ra, có nhiều bản khoản rằng hệ thống ngân hàng Mỹ có thể bị đe dọa sụp đổ bởi vì nhiều ngân hàng trung tâm tiền tệ đã nắm giữ những món nợ của thế giới thứ ba vượt xa vốn của họ. Tuy vậy, sau đó, hệ thống ngân hàng này đã vượt qua cơn sóng gió ấy. Được những người điều hành khuyến khích, các ngân hàng trung tâm tiền tệ đã tăng vốn ban đầu của họ từ 4,2% tài sản có trong năm 1981 tới hơn 7% ngày nay. Ngoài ra, các ngân hàng này cho tới nay vẫn liên tục giành thu nhập để tăng các khoản dự trữ phòng mất tiền cho vay, các khoản tiền này hiện tại đã vượt quá 50% số nợ của thế giới thứ ba nợ họ.

Tuy cuộc khủng hoảng nợ của thế giới thứ ba nói trên vẫn còn đối với Mỹ, các mối lo sợ về một sự sụp đổ tài chính đã lắng đi. Nhưng, ngân hàng nào đã hy vọng tạo ra lợi nhuận lớn bằng các kinh doanh ngân hàng quốc tế thì phải hối tiếc vì đã xâm nhập vào công việc cho vay quốc tế này.

Một cấu trúc công ty thay thế cho các ngân hàng Mỹ hoạt động nước ngoài là **Edge Act corporation**, đó là một công ty con đặc biệt chủ yếu thực hiện các hoạt động ngân hàng quốc tế. Cấu trúc công ty này được thiết lập theo đạo luật Edge năm 1919 cho phép các ngân hàng Mỹ cạnh tranh có hiệu quả hơn chống lại các ngân hàng nước ngoài bằng cách miễn cho Edge Act Corporation không chịu sự chi phối của một số những điều lệ hoạt động ngân hàng Mỹ. Ví dụ các công ty Edge Act được miễn không bị cấm mở chi nhánh qua các ranh giới tiểu bang ; chúng có thể có các chi nhánh trong các tiểu bang khác nhau để tạo dễ dàng cho việc tài trợ cho hoạt động mậu dịch với các nơi khác nhau trên thế giới - một văn phòng ở ven bờ phía tây để xử lý việc tài trợ mậu dịch với Nhật Bản, và một văn phòng ở Miami để xử lý việc tài trợ mậu dịch với châu Mỹ la tinh, v.v..

Các ngân hàng Mỹ (qua những công ty nắm giữ của họ) cũng có thể sở hữu một quyền kiểm soát trong các ngân hàng nước ngoài và trong các công ty nước ngoài cung cấp các dịch vụ tài chính, ví dụ như các công ty tài chính. Các hoạt động quốc tế của những ngân hàng thành viên thuộc Fed, của các công ty nắm giữ ngân hàng và của các công ty Edge Act (chúng gồm hầu hết mọi hoạt động ngân hàng quốc tế mà các ngân hàng Mỹ thực hiện) được điều hành bởi Quy định K của các Dự trữ Liên bang. Trong trường hợp các công ty nắm giữ ngân hàng, các hoạt động quốc tế này phải được liên hệ đến hoạt động ngân hàng một cách gần gũi.

Cuối năm 1981, cơ quan Dự trữ Liên bang đã chấp thuận việc thành lập các **cơ sở ngân hàng quốc tế** (International Banking Facilities (IBF) bên trong nước Mỹ, chúng có thể nhận tiền gửi có kỳ hạn từ những người nước ngoài, nhưng không bị đòi hỏi về tiền dự trữ hoặc bất cứ hạn chế nào về tiền thanh toán lại. IBF cũng được phép thực hiện cho vay người nước ngoài, nhưng không được phép cho những người cư trú trong nước vay. Các tiểu bang đã khuyến khích việc thiết lập các IBF bằng cách miễn thuế tiểu bang và thuế địa phương cho những cơ sở này. Thực chất các IBF được đối xử như các chi nhánh ở nước ngoài của các ngân hàng Mỹ và không phải chịu thuế cũng như sự chi phối của các quy định trong nước. Mục đích của việc thiết lập IBF là để khuyến khích các ngân hàng Mỹ và các ngân hàng nước ngoài tiến hành nhiều hơn nữa các kinh doanh hoạt động ngân hàng ở Mỹ so với ở nước ngoài. Theo quan điểm này, IBF đã là một thành công : Trong phạm vi hai năm, tài sản có của chúng đã tăng dần lên tới 200 tỷ đôla và gần đây đã vượt quá con số này.

Các ngân hàng nước ngoài ở Mỹ

Việc tăng trưởng mậu dịch quốc tế không những đã khuyến khích các ngân hàng Mỹ mở các văn phòng ở nước ngoài, mà còn đã khuyến khích các ngân hàng nước ngoài thiết lập văn phòng ở Mỹ. Hiện nay có khoảng 500 văn phòng của các ngân hàng nước ngoài hoạt động ở Mỹ, và họ nắm giữ hơn 20% tổng số tài sản có của ngân hàng ở Mỹ.

Các ngân hàng nước ngoài thực hiện các hoạt động ngân hàng ở Mỹ bằng cách cho hoạt động : (1) một văn phòng đại lý ngân hàng nước ngoài ; (2) một ngân hàng Mỹ với tư cách là một ngân hàng con ; hoặc (3) một chi nhánh của một ngân hàng nước ngoài. Một văn phòng đại lý có thể cho vay và chuyển vốn trong nước Mỹ, nhưng nó không thể nhận tiền gửi từ những người cư trú trong nước. Các văn phòng đại lý có lợi là không phải chịu sự chi phối của các quy định áp dụng cho các văn phòng ngân hàng có đầy đủ dịch vụ (ví dụ như các đòi hỏi về bảo hiểm FDIC và các hạn chế đối với việc mở chi nhánh). Một ngân hàng Mỹ con hoàn toàn giống bất kỳ một ngân hàng Mỹ khác (ngay cả có thể có một tên gọi đích thực Mỹ) và bị chi phối cũng bởi những quy định áp dụng cho các ngân hàng Mỹ, nhưng nó do một ngân hàng nước ngoài sở hữu. Một chi nhánh của một ngân hàng nước ngoài mang tên của ngân hàng nước ngoài đó thường là một văn phòng có đủ dịch vụ. Các ngân hàng nước ngoài cũng có thể lập ra các công ty Edge Act và IBF.

Trước năm 1978, các ngân hàng nước ngoài không là đối tượng của nhiều quy định áp dụng cho các ngân hàng trong nước : ví dụ họ có thể mở các chi nhánh qua các biên giới tiểu bang và không phải theo những đòi hỏi về tiền dự trữ. Tuy nhiên việc thông qua Đạo luật ngân hàng quốc tế năm 1978, đã đặt các ngân hàng nước ngoài và các ngân hàng trong nước vào một tư thế ngang bằng hơn. Nay các ngân hàng nước ngoài có thể mở các chi nhánh có đủ dịch vụ chỉ ở tiểu bang mà họ được ấn định là tiểu bang nhà của họ hoặc trong các tiểu bang cho phép các ngân hàng ngoài tiểu bang thâm nhập. Được phép có các chi nhánh với các dịch vụ hạn chế và các văn phòng đại lý trong bất kỳ tiểu bang khác, tuy nhiên các ngân hàng nước ngoài được phép có bất kỳ chi nhánh có đủ dịch vụ nào nếu chi nhánh ấy được mở trước khi ban hành Đạo luật ngân hàng quốc tế 1978.

Việc quốc tế hóa hoạt động ngân hàng dù do các ngân hàng Mỹ đi ra nước ngoài hay do các ngân hàng nước ngoài đi vào nước Mỹ, đã có nghĩa rằng các thị trường tài chính ở mọi nơi trên thế giới đã trở thành một hệ thống thống nhất hơn. Kết quả là có một xu hướng ngày một tăng lên nhằm vào việc phối hợp quốc

tế trong việc điều hành ngân hàng, một ví dụ về điều đó là Hiệp định Basle năm 1988 để tiêu chuẩn hóa những đòi hỏi về vốn ngân hàng tối thiểu trong các nước công nghiệp hóa, đã được nói đến trước đây trong chương này. Một xu hướng khác là sự ngự trị ngày càng tăng lên của các ngân hàng Nhật Bản trong hoạt động ngân hàng quốc tế và sự sụt giảm về tỷ lệ thị trường của các ngân hàng Mỹ (xem Bài đọc thêm 10.5). Ý nghĩa tiềm ẩn của việc hợp thành một thể thống nhất về thị trường tài chính này đối với nền kinh tế của Mỹ được nghiên cứu sâu hơn ở Chương 21 và 22 khi chúng ta thảo luận tài chính quốc tế một cách tỉ mỉ hơn.

BÀI ĐỌC THÊM 10.5

Toàn cảnh

Các ngân hàng Nhật Bản đang tiến lên mạnh mẽ

Không phải chỉ trong các công nghiệp như điện tử hoặc xe hơi người Nhật đang vượt người Mỹ; Họ cũng vượt nước Mỹ trong công nghiệp ngân hàng quốc tế.

Tới khoảng 1984, các ngân hàng Mỹ đã là những chủ thể tác động ngự trị trong ngân hàng quốc tế, với một tỷ lệ thị trường trên 25%. Tuy nhiên trong các năm 1980, các ngân hàng Nhật Bản đã tiến lên mạnh mẽ: năm 1986, họ đã vượt quá đối thủ Mỹ - tỉ lệ thị trường của họ đã tăng tới 32%, trong khi tỉ lệ đó của các ngân hàng Mỹ tụt giảm xuống dưới 20%.

Người Nhật Bản lâu nay cũng đang tiến lên mạnh mẽ ở nước Mỹ. Gần đây các ngân hàng do người Nhật sở hữu có một tỷ lệ

thị trường 25% của kinh doanh ngân hàng ở California và 15% trên cả nước Mỹ. Một số chủ ngân hàng dự báo rằng người Nhật sẽ nắm 25% toàn bộ thị trường cho vay thương mại Mỹ vào giữa những năm 1990.

Nước Mỹ không còn là số một trong hoạt động ngân hàng. Giai đoạn đầu của những năm 1980, Citicorp và Bank America là hai ngân hàng đứng đầu về cơ tài sản có trên thế giới. Năm 1990, 7 trong số 10 ngân hàng lớn nhất thế giới là ngân hàng Nhật Bản, với Dai-ichi Kangyo chiếm giữ vị trí số 1. Citicorp nay chỉ là một ngân hàng Mỹ giữ được vị trí thuộc 10 ngân hàng lớn nhất.

TÓM TẮT

1. Nước Mỹ có một hệ thống ngân hàng kép với các ngân hàng thương mại được các chính phủ tiểu bang và liên bang trao đặc quyền. Nhiều cơ quan cùng điều hành các ngân hàng thương mại, cơ quan kiểm tra tiền, cơ quan Dự trữ Liên bang và các cơ quan tiểu bang có thẩm quyền về ngân hàng.

2. Việc trao đặc quyền và kiểm tra các

ngân hàng được thực hiện do những cơ quan điều hành được nêu ở trên. Mục tiêu của các cơ quan này giữ cho hệ thống ngân hàng lành mạnh.

3. Bảo hiểm tiền gửi Liên bang ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng bằng cách bảo đảm với những người gửi tiền rằng các món tiền gửi có bảo hiểm của họ là an toàn. Vai trò

của FDIC trong các vụ vỡ nợ ngân hàng đã trở nên nổi bật với số các vụ vỡ nợ tăng lên.

4. Do tổn phí riêng của vỡ nợ ngân hàng nhỏ hơn phí tổn chung cho xã hội, các ngân hàng có thể không duy trì đủ vốn và có thể nắm giữ những tài sản có quá nhiều rủi ro. Để ngăn ngừa việc này xảy ra, các điều lệ chỉ định rõ các đòi hỏi về vốn tối thiểu và hạn chế các ngân hàng không được nắm giữ một số loại tài sản có nào đó.

5. Các quy định tiểu bang nhằm hạn chế việc mở chi nhánh và Điều luật McFadden cấm việc mở chi nhánh qua các biên giới tiểu bang, đã dẫn đến việc có một số lớn các ngân hàng thương mại nhỏ. Số lượng lớn các ngân hàng thương mại nhỏ này ở Mỹ phản ánh sự thiếu cạnh tranh và không phải là sự hiện diện của cuộc cạnh tranh mạnh mẽ. Các công ty nắm giữ ngân hàng và các cơ sở hoạt động ngân hàng diện tử là những lực lượng quan trọng đang làm yếu đi tác dụng của những quy định hạn chế việc mở chi nhánh ngân hàng.

6. Việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp tiết kiệm (các công ty tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm và tương

tự và các liên hiệp tín dụng) tương đương gần gũi với việc điều hành và cấu trúc của công nghiệp ngân hàng thương mại. Hoạt động tiết kiệm và cho vay trước hết được điều hành bởi cơ quan Giám sát tiết kiệm và việc bảo hiểm tiền gửi được quản lý bởi FDIC. Các ngân hàng tiết kiệm tương tự do các tiểu bang điều hành và việc bảo hiểm tiền gửi liên bang do FDIC đảm nhiệm. Các liên hiệp tín dụng do cơ quan quản trị Liên hiệp tín dụng quốc gia điều hành và việc bảo hiểm tiền gửi do Quỹ bảo hiểm cổ phần liên hiệp tín dụng quốc gia đảm nhiệm.

7. Với sự tăng trưởng nhanh của mậu dịch thế giới từ năm 1960, hoạt động ngân hàng quốc tế đã tăng trưởng một cách mạnh mẽ. Các ngân hàng Mỹ thực hiện nhiều hoạt động ngân hàng quốc tế bằng cách mở các chi nhánh ở nước ngoài, sở hữu các lợi ích kiểm soát trong các ngân hàng nước ngoài, lập ra các công ty Edge Act và cho hoạt động các cơ sở ngân hàng quốc tế (IBI's) đặt trụ sở ở Mỹ. Các ngân hàng nước ngoài hoạt động ở Mỹ bằng cách sở hữu một ngân hàng Mỹ con hoặc bằng cách cho hoạt động các chi nhánh hoặc các văn phòng đại lý ở Mỹ.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Cơ quan điều hành nào có nhiệm vụ chủ yếu đối với việc giám sát các loại ngân hàng thương mại sau đây :

- a) Các ngân hàng quốc gia.
- b) Các công ty nắm giữ ngân hàng.
- c) Các ngân hàng tiểu bang không thuộc Fed.
- d) Các ngân hàng tiểu bang là thành viên của Fed.

2. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai hoặc không rõ ràng : "Do các ngân hàng có thể làm cho một cơ quan điều hành học lộ rõ nhược điểm (thể bất lợi) trước một cơ quan khác, các cơ quan điều hành ngân hàng ít kiểm soát các ngân hàng. Việc thiếu kiểm soát này là có hại cho tiềm lực của hệ thống hoạt động ngân hàng".

*3. Quá trình trao đổi quyền cho các ngân hàng có thể dẫn đến việc kém cạnh tranh

trong công nghiệp ngân hàng như thế nào ? Việc trao đặc quyền cho ngân hàng có lợi gì ?

4. Nếu bạn có 10.000 đôla tiền gửi ở First National Bank và nó vỡ nợ thì bạn thích FDIC dùng phương pháp thanh toán hết hay phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát để giải quyết vụ vỡ nợ ngân hàng này ? Trả lời của bạn sẽ thay đổi thế nào nếu tiền gửi của bạn là một triệu đôla.

*5. Nếu có một loạt vụ ngân hàng vỡ nợ như trong giai đoạn 1930 - 1933 xảy ra, liệu FDIC có khả năng thanh toán cho tất cả những người gửi tiền tại các ngân hàng vỡ nợ hay không ? Việc này tác động đến khả năng ngăn ngừa các vụ ngân hàng vỡ nợ của FDIC hay không ?

6. Vì sao các cơ quan điều hành cần phải hạn chế không cho các ngân hàng nắm giữ một số loại tài sản có nào đó ?

*7. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hoặc không rõ ràng : "Các ngân hàng muốn duy trì vốn bởi vì nó có tác dụng như một cái đệm để phòng sự sụt giảm tạm thời giá trị tài sản có, sự sụt giảm này có thể làm chùn ngân hàng ấy vỡ nợ. Do đó, không cần có các quy định khuyến khích các ngân hàng duy trì vốn".

8. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hoặc không rõ ràng : "Công nghiệp ngân hàng thương mại ở Canada kém tính cạnh tranh hơn so với công nghiệp ngân hàng thương mại ở Mỹ bởi vì ở Canada chỉ có một số rất ít các ngân hàng ngự trị công nghiệp này,

trong khi đó ở Mỹ có khoảng 12.000 ngân hàng thương mại".

*9. Vì sao kỹ thuật mới đã làm cho việc áp đặt những hạn chế đối với việc mở chi nhánh ngân hàng trở nên khó khăn ?

10. Vì sao số lượng các công ty nắm giữ ngân hàng đã tăng mạnh đến như vậy ?

*11. Vì sao có tỉ lệ phần trăm cao hơn các ngân hàng với tài sản có dưới 25 triệu đôla trong số các ngân hàng thương mại so với tỉ lệ phần trăm các ngân hàng với tài sản có dưới 25 triệu đôla trong số các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương tự ?

12. Không giống các ngân hàng thương mại, các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương tự, các liên hiệp tín dụng không có các hạn chế đối với việc mở chi nhánh tại các tiểu bang khác. Vì sao khi ấy các liên hiệp tín dụng nói chung nhỏ hơn các tổ chức nhận gửi tiền khác ?

*13. Các cơ quan điều hành đã tạo ra những khuyến khích gì để thúc đẩy hoạt động ngân hàng quốc tế ? Vì sao họ đã làm việc này ?

14. Vì sao việc liệp chấp thuận các cơ sở hoạt động ngân hàng quốc tế (IBI) năm 1981 đã làm giảm công ăn việc làm trong công nghiệp ngân hàng ở châu Âu.

15. Nếu ngân hàng mà bạn có tài khoản séc trong đó do những người Ả-rập Xê-út sở hữu, bạn có lo ngại rằng tiền gửi của bạn kém an toàn so với nếu ngân hàng đó do người Mỹ sở hữu ?

CHƯƠNG 11

Cuộc khủng hoảng trong điều hành hoạt động ngân hàng

LỜI DẪN

Công nghiệp ngân hàng Mỹ ở trong một trạng thái đáng tiếc. Trong những năm gần đây, số các vụ vỡ nợ ngân hàng thương mại diễn ra ở mức gấp hơn 10 lần mức của giai đoạn 1945 - 1981 (xem Hình 11.1) Quỹ bảo hiểm ngân hàng FDIC chi tiêu nhiều hơn so với nó thu vào suốt các năm 1988, 1989, và 1990, một khoản thiếu hụt chưa từng có trước đó kể từ khi FDIC khởi đầu các hoạt động của mình năm 1934. Thực vậy, chính quyền Bush đã trù tính rằng nếu không được tiếp thêm tiền mặt, quỹ bảo hiểm ngân hàng FDIC sẽ kiệt quệ vào năm 1992.

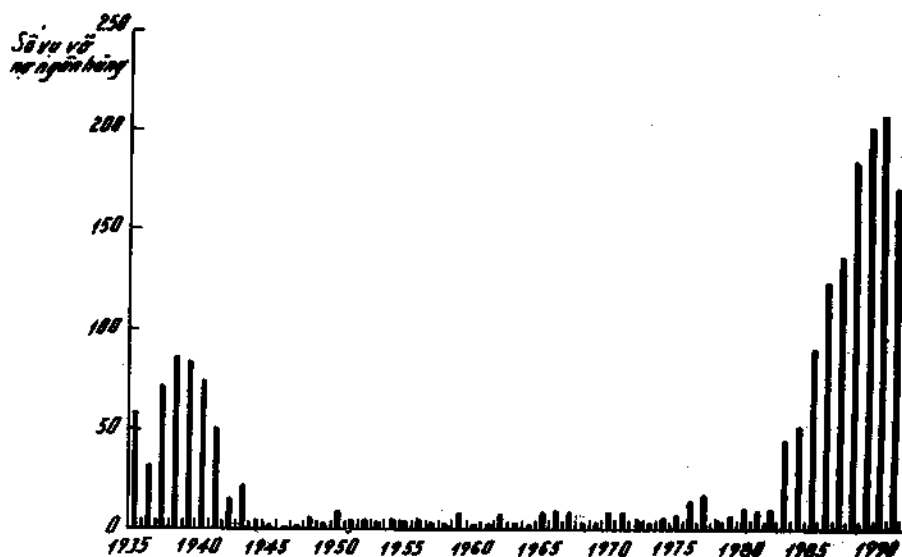
Tuy thế, nếu chúng ta thấy trạng thái đó của công nghiệp ngân hàng thương mại là đang khó khăn, nó vẫn chẳng có nghĩa gì khi được so với tình trạng lộn xộn trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Các tổn thất trong công nghiệp này đã là gần tới 20 tỉ đôla năm 1989, và luật pháp được thông qua trong năm đó để bảo lãnh cho công nghiệp này đang làm tổn hại cho người đóng thuế trên 100 tỉ đôla. Vì sao hoạt động ngân hàng ở Mỹ ở trong một tình trạng lộn xộn như vậy? Ai đáng phải khiển trách vì các tổn thất khó tin được trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay? Vì sao cuộc khủng hoảng trong ngân hàng đã diễn ra trong những

năm 1980 ?

Trong chương này chúng ta sẽ trả lời cho các câu hỏi này bằng cách xây dựng một phân tích kinh tế về việc điều hành hoạt động ngân hàng và nhất là việc bảo hiểm tiền gửi liên bang tác động như thế nào đến thái độ cư xử của các tổ chức hoạt động ngân hàng. Phân tích kinh tế này sẽ giải thích không chỉ vì sao cuộc khủng hoảng trong công nghiệp ngân hàng đó đã xảy ra, mà còn hệ thống điều hành nó có thể được cải tổ như thế nào để ngăn ngừa tai họa tương lai.

BẢO HIỂM TIỀN GỬI LIÊN BANG, CHỌN LỰA ĐỐI NGHỊCH VÀ RỦI RO ĐẠO ĐỨC

Trở ngại nghiêm trọng nhất của hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng xuất phát từ **rủi ro đạo đức**, rủi ro xảy ra khi một bên tham dự vào cuộc giao dịch có ý muốn thực hiện những hoạt động bất lợi cho bên kia. Rủi ro đạo đức là một đặc điểm quan trọng của dàn xếp bảo hiểm nói chung bởi vì sự tồn tại của bảo hiểm mang lại những ý muốn mạnh hơn đối với việc mang lấy những rủi ro và điều đó có thể đưa đến một sự thanh toán bảo hiểm. Ví dụ : một số lái xe với bảo hiểm va đụng ô tô có khoản khấu trừ nhỏ có thể dễ làm cho lái xe không cần



Hình 11.1. Các vụ vỡ nợ ngân hàng : 1934 - 1990

Nguồn : Federal Deposit Insurance Corporation

thận phòng ngừa, bởi vì nếu họ đâm vào một thanh chắn, đã có công ty bảo hiểm thanh toán hầu hết phí tổn sửa cái xe đó.

Rủi ro đạo đức là một thuộc tính nổi bật trong các dàn xếp của chính phủ để cung cấp bảo hiểm tiền gửi. Bởi vì những người gửi tiền có bảo hiểm biết rằng họ sẽ không gánh chịu tổn thất nếu một ngân hàng vỡ nợ, họ không áp đặt một kỷ luật thị trường cụ thể lên các ngân hàng bằng cách rút tiền gửi khi họ nghi ngờ rằng ngân hàng của họ đang mang lấy quá nhiều rủi ro. Kết cục, các ngân hàng có bảo hiểm gửi tiền có thể có nhiều rủi ro hơn so với trường hợp không có bảo hiểm.

Một vấn đề nữa đối với bảo hiểm tiền gửi xảy ra là do **lựa chọn đối nghịch**, việc này dễ xảy ra đối với những người có nhiều khả năng tạo ra kết cục đối nghịch được bảo hiểm, là những người muốn thu lợi từ việc bảo hiểm này hơn cả. Ví dụ những người lái xe tồi dễ mua bảo hiểm và dựng ô tô có mức khấu trừ nhỏ hơn so với những người lái xe giỏi. Do những người gửi tiền có bảo hiểm có ít lý do để giám sát ngân hàng của họ, còn những kẻ đầu cơ thấy công nghiệp ngân hàng là một công nghiệp hấp dẫn đặc biệt, họ biết có thể thực hiện những hoạt động rủi ro cao. Tệ hơn nữa, do những người gửi tiền có bảo hiểm ít giám sát các hoạt động ngân hàng của họ, nên những kẻ lừa đảo trắng trợn thấy hoạt động ngân hàng là một lĩnh vực hấp dẫn cho các hoạt động của chúng, bởi vì chúng dễ bỏ trốn với món tiền biên thủ.

Chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức giải thích các đặc điểm của việc điều hành ngân hàng như thế nào ?

Các khái niệm về chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đặc biệt hữu ích giúp tìm hiểu vì sao chính phủ đã chọn các dạng điều hành hoạt động ngân hàng đặc biệt được mô tả ở chương trước. Như chúng ta đã thấy, chọn lựa đối nghịch khiến dễ có thể là những kẻ phạm tội hoặc các chủ hãng buôn, những người có xu hướng thực hiện những hoạt động đầu cơ cao, sẽ cố để làm chủ một ngân hàng. Việc trao đặc quyền ngân hàng là một phương pháp ngăn ngừa. Qua việc trao đặc quyền, các đề nghị mở các ngân hàng mới được sàng lọc để ngăn ngừa những người không đủ tư cách làm chủ chúng.

Rủi ro đạo đức do bảo hiểm tiền gửi tạo ra, khuyến khích việc các ngân hàng mang lấy quá nhiều rủi ro, cho nên các điều lệ ngân hàng giới hạn việc nắm giữ tài sản cũng như những bắt buộc về vốn được dùng để ngăn ngừa rủi ro đạo đức này. Các điều hạn chế ngăn ngừa không cho một ngân hàng nắm giữ những tài sản rủi ro, ví dụ như cổ phiếu là những công cụ trực tiếp buộc các ngân hàng

tránh mang quá nhiều rủi ro. Việc đòi hỏi một ngân hàng có một số lượng vốn cổ phần lớn giảm bớt việc mang lấy rủi ro qua việc thay đổi các ý muốn mang lấy rủi ro của ngân hàng đó : Khi một ngân hàng bị buộc phải có một số lượng vốn cổ phần lớn, ngân hàng này có nhiều hơn để mất nếu nó vỡ nợ và như vậy dễ có thể theo đuổi những hoạt động ít rủi ro.

Công việc kiểm tra ngân hàng một cách đều đặn, cho phép những người điều hành giám sát xem liệu ngân hàng này có đang tuân theo các đòi hỏi về vốn và những điều hạn chế về nắm giữ tài sản có hay không, cũng có tác dụng giới hạn rủi ro đạo đức. Với thông tin về các hoạt động của một ngân hàng, những người điều hành có thể bắt buộc nó tuân theo các điều lệ hoặc đóng cửa ngân hàng đó nếu thấy cần thiết. Những hoạt động để giảm rủi ro đạo đức ngân hàng không cho các ngân hàng mang lấy quá nhiều rủi ro còn có thể giúp giảm bớt vấn đề chọn lựa đối nghịch bởi vì nó ít có cơ hội mang lấy rủi ro, công nghiệp ngân hàng⁽¹⁾ sẽ ít hấp dẫn những kẻ đầu cơ.

Ngay với tất cả những hoạt động điều hành này, rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch vẫn còn làm hại công nghiệp ngân hàng. Những kẻ phạm tội và những kẻ đầu cơ thường có khả năng lọt lưới trong quá trình trao đặc quyền. Các chủ ngân hàng có ý muốn che giấu các cơ quan có thẩm quyền điều hành những hoạt động mang lấy rủi ro, do đó những người điều hành cảm thấy khó khăn trong việc ngăn các ngân hàng không được mang lấy quá nhiều rủi ro. Như thế, tuy rằng bảo hiểm tiền gửi có tác dụng tốt là bảo vệ những người gửi tiền không bị các tổn thất, các món tiền gửi tại các ngân hàng thương mại và tiết kiệm nhưng lại thiệt hại lớn cho người đóng thuế, cho cơ quan bảo hiểm tiền gửi của Chính phủ.

Chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" ("too big to fail")

Rủi ro vỡ nợ do việc bảo hiểm tiền gửi gây ra và ý muốn ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng đã khiến cho những người điều hành ngân hàng ở vào một tình thế khó xử. Bởi vì một vụ vỡ nợ của một ngân hàng lớn khiến dễ có thể là một sự

(1) Chú ý rằng các phương pháp mà những người điều hành sử dụng để đối phó với việc chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức có những phương cách tương ứng trong các thị trường tài chính riêng rẽ (xem Chương 8). Việc trao đặc quyền tương tự với các quá trình sàng lọc những người có thể vay tiền : các quy định hạn chế các việc nắm giữ tài sản rủi ro là tương tự những quy định hạn chế ngân hàng không cho các hãng vay tiền thực hiện các hoạt động đầu tư rủi ro, những đòi hỏi về vốn ngân hàng tác động tương tự các quy định hạn chế đòi hỏi một số lượng lớn tối thiểu tài sản đối với những hãng vay tiền, và việc kiểm tra ngân hàng đều đặn là tương tự với việc giám sát những người vay tiền do các tổ chức cho vay tiền thực hiện

đổ vỡ tài chính quan trọng sẽ xuất hiện, những người điều hành ngân hàng đương nhiên là không muốn cho phép một ngân hàng lớn được vỡ nợ để gây tổn thất cho những người gửi tiền ở đó. Hãy xem xét Continental Illinois, một trong số 10 ngân hàng lớn nhất nước Mỹ, khi lâm vào tình trạng không trả được nợ vào tháng 5-1984. Lúc đó FDIC đã không những bảo đảm cho những người gửi tiền tới giới hạn được bảo hiểm 100.000 đôla, mà còn cho cả những món tiền trên 100.000 đôla, và thậm chí ngăn ngừa tổn thất cho cả những người giữ các trái khoán Continental Illinois. Sau đó, cơ quan Kiểm tra tiền (người điều hành các ngân hàng quốc gia) đã xác nhận với Quốc hội rằng FDIC đã có một chính sách là xếp 11 ngân hàng lớn nhất vào loại "quá lớn không để vỡ nợ", tức là FDIC sẽ bảo lãnh cho các ngân hàng này để không có người gửi tiền hoặc chủ nợ nào phải chịu tổn thất. FDIC sẽ làm điều này bằng cách sử dụng "phương pháp mua và nắm quyền kiểm soát" (đã nêu ở chương trước) tức là tìm một người chung phần sản lòng hợp nhất để kế tục ngân hàng không trả được nợ này (và các món tiền gửi ở ngân hàng này) sau khi FDIC đã cấp cho ngân hàng này một số vốn tiếp sức lớn. Bài đọc thêm 11.1 cho thấy, chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" áp dụng cho các ngân hàng lớn, kể cả nếu chúng không nằm trong số 11 ngân hàng lớn nhất nước Mỹ.

Một vấn đề với chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là ở chỗ nó sẽ làm tăng ý muốn của các ngân hàng lớn đối với rủi ro đạo đức. Nếu FDIC sẵn lòng đóng cửa một ngân hàng bằng cách dùng "phương pháp thanh toán hết", tức là chỉ thanh toán cho những người gửi tới giới hạn 100.000 đôla, còn những người gửi lớn trên 100.000 đôla sẽ phải chịu tổn thất nếu ngân hàng đó vỡ nợ. Nếu như vậy, người gửi tiền lớn sẽ dễ phân giám sát ngân hàng này và họ sẽ rút tiền ra ngay khi thấy có quá nhiều rủi ro. Điều này lại làm cho ngân hàng có thể giảm bớt ý muốn những hoạt động rủi ro hơn. Nhưng nếu một khi những người gửi tiền cỡ lớn biết rằng ngân hàng này là thuộc loại "quá lớn không để vỡ nợ" thì họ lại không còn ý muốn giám sát ngân hàng nữa, và họ cũng không rút tiền ra khi biết ngân hàng này đang gặp nhiều rủi ro. Họ không quan tâm ngân hàng đó đang làm gì, vì những người gửi tiền cỡ lớn thấy mình không phải chịu tổn thất nào. Kết quả của chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là ở chỗ dù các ngân hàng lớn có gặp rất nhiều rủi ro cũng không bị phá sản.

Một vấn đề nghiêm trọng khác của chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là ở chỗ về cơ bản không công bằng. Các ngân hàng nhỏ bị đặt vào thế bất lợi về cạnh tranh bởi vì họ được để vỡ nợ, gây ra các tổn thất tiềm ẩn cho những người gửi tiền cỡ lớn của họ, trong khi những ngân hàng lớn có lợi thế là những người gửi

tiền cỡ lớn của họ là người được miễn trừ khỏi bất cứ tổn thất nào. Tính chất không công bằng của chủ trương "quá lớn không để vỡ nợ" đã đi đến một khủng hoảng với cách xử lý khác nhau của FDIC về hai ngân hàng không trả được nợ vào cuối năm 1990 và đầu năm 1991. (xem Bài đọc thêm 11.1)

BÀI ĐỌC THÊM 11.1

Câu chuyện về hai vụ sụp đổ ngân hàng - Bank of New England và Freedom National Bank

Những cách thức của FDIC để xử lý hai vụ sụp đổ ngân hàng: vụ Bank of New England và vụ Freedom National Bank cho thấy chính sách "too - big - to - fail" tác dụng như thế nào.

Bank of New England trụ sở ở Boston, đã là công ty nắm giữ ngân hàng lớn thứ 33 ở Mỹ với hơn 20 tỷ đôla tài sản có. Trong những năm 1980, nó là người cho vay mua bất động sản năng nổ nhất của vùng đó; hơn 30% trong danh mục cho vay của nó nằm trong các bất động sản thương mại. Với sự sụt giảm mạnh giá bất động sản ở New England bắt đầu vào cuối những năm 1980 (giá trị bất động sản thương mại đã sụt giảm trên 25%) nhiều món cho vay của ngân hàng này đã trở nên tồi tệ. Vào ngày thứ 6 - 4 tháng 1 năm 1991 ngân hàng này đã thông báo tổn thất quý 4 dự tính là 450 triệu đôla, món này đã vượt quá vốn 255 triệu đôla của ngân hàng này. Với dự tính sự vỡ nợ của ngân hàng này trong 48 giờ tiếp sau đó, những người gửi tiền đã xếp hàng ở ngân hàng này và đã rút hơn một tỷ đôla vốn, nhiều trong số tiền này qua những máy thủ quỹ tự động.

Vị chủ tịch của FDIC, William Seidman đã biểu lộ lo lắng của mình về sự lan tỏa của vụ vỡ nợ tiềm ẩn này:

"Theo xu thế của hệ thống tài chính ở New England, sẽ là không khôn ngoan nếu

đưa ra một tín hiệu rằng những người gửi tiền cỡ lớn sẽ không được bảo vệ". FDIC đã theo chính sách "too - big - to - fail" của mình. Đêm chủ nhật, 6 tháng 1, FDIC đã ra tay để chặn đứng việc đổ xô tới đòi rút tiền ở ngân hàng và đã đồng ý bảo đảm tất cả những món tiền gửi ở Bank of New England, kể cả những món vượt qua giới hạn bảo hiểm 100.000 đôla. Nhằm mục đích giữ cho ngân hàng này hoạt động cho tới khi có thể tìm được một người mua và có thể sử dụng phương pháp "mua và nắm quyền kiểm soát" để bảo đảm chắc chắn rằng không một người gửi tiền nào sẽ phải chịu tổn thất. FDIC đã lập ra một cơ cấu được gọi là "ngân hàng cầu nối". Trong cuộc đàm xếp này, FDIC lập ra một công ty mới để điều khiển cho ngân hàng này hoạt động và lập tức rót vốn đầu tư (ở trường hợp của Bank of New England này là 750 triệu đôla). FDIC và người mua ngân hàng sau đấy đưa thêm vốn vào ngân hàng không kể giờ giấc và cuối cùng người này mua đứt cổ phần của FDIC. Kết quả thực của các cuộc giao dịch này là ở chỗ FDIC được dự tính chi 2,3 tỉ đôla bảo lãnh cho Bank of New England, món bảo lãnh tốn kém vào hàng thứ 3 trong lịch sử của FDIC. Tuy nhiên, khi mọi chuyện đầu vào đấy không ai trong những người gửi tiền ở ngân hàng này bị mất một xu nào.

Sự đối xử phân biệt của FDIC với một ngân hàng nhỏ ở Harlem một vài tháng trước đây đã tạo ra những câu hỏi nghiêm trọng về tính công bằng. Freedom National Bank đã được thành lập năm 1964 bởi vận động viên bóng chày có tâm cơ, Jackie Robinson và những nhà đầu tư thiểu số khác. Mặc dù tầm vóc nhỏ của mình (dưới 100 triệu đôla tiền gửi), ngân hàng này là một trong số những ngân hàng do người da đen sở hữu nổi tiếng nhất.

Do hậu quả của nhiều món tiền cho vay có tính chất cơ lăm vào tình trạng tồi tệ, ngân hàng này đã đi đến chỗ không thể thanh toán được nợ vào tháng 11/1990. Do tầm vóc nhỏ của ngân hàng này, FDIC không lo ngại rằng cuộc vỡ nợ này của ngân hàng sẽ có ảnh hưởng nghiêm trọng đến phần còn lại của hệ thống ngân hàng và do vậy FDIC đã quyết định đóng cửa ngân hàng này vào ngày 9 tháng 11 theo phương thức "thanh toán hết nợ". Freedom National Bank đã bị thanh lý và những

người gửi tiền cơ lớn đã chỉ được thanh toán 50 xu cho mỗi một đôla đối với tiền gửi vượt quá 100.000 đôla. Chính không phải là những con mèo béo đã chịu đựng các tổn thất khi ngân hàng này vỡ nợ, mà là các tổ chức từ thiện như Quỹ học đường hợp nhất Negro, Liên đoàn thành thị quốc gia, và một vài nhà thờ Thiên chúa nằm trong số những người gửi tiền cơ lớn ở ngân hàng này. William Seidman đã mô tả tính chất không công bằng của việc xử lý Freedom National Bank trong lời điều trần trước Quốc hội: "Lời điều trần lần đầu tiên của tôi khi tôi nhận chức có nêu ra rằng việc xử lý các ngân hàng lớn theo cách bảo đảm cho tất cả những người gửi tiền nhưng không làm như vậy đối với các ngân hàng nhỏ là một điều bất công. Tôi đã hứa đem khả năng tốt nhất của tôi ra để thay đổi việc đó. 5 năm sau, tôi có thể báo cáo rằng khả năng tốt nhất của tôi vẫn chưa đủ để làm việc mà tôi đã hứa".

VÌ SAO CUỘC KHỦNG HOẢNG TRONG NGÂN HÀNG ĐÃ XẢY RA TRONG NHỮNG NĂM 1980 ?

Trước những năm 1980, việc bảo hiểm tiền gửi liên bang dường như đã tiến hành quá tốt. Khác với giai đoạn trước năm 1934, lúc đó các vụ vỡ nợ ngân hàng là phổ biến và những người gửi tiền thường chịu tổn thất, giai đoạn từ năm 1934 đến năm 1980 là một giai đoạn trong đó các vụ vỡ nợ ngân hàng là hiếm hoi, tính trung bình 15 vụ một năm đối với các ngân hàng thương mại và ít hơn 5 vụ một chút mỗi năm đối với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Sau năm 1981, bức tranh lạc quan này đã thay đổi rất nhiều. Các vụ vỡ nợ đối với cả các ngân hàng thương mại và các ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã tăng dần lên đến các mức gấp hơn 10 lần so với những năm trước kia. Vì sao điều này đã xảy ra ? Một hệ

thống bảo hiểm tiền gửi đã dường như hoạt động tốt trước năm 1980, đã tỏ ra gặp nhiều khó khăn đến như vậy trong những năm 1980 ?

Những giai đoạn đầu của cuộc khủng hoảng

Sự việc bắt đầu với sự bùng nổ của công cuộc đổi mới tài chính trong những năm 1980 (Chương 13 đề cập nhiều hơn đến việc này) đã tạo ra những công cụ và thị trường tài chính mới, những việc này đã mở rộng phạm vi cho các rủi ro. Những thị trường mới về giao dịch tài chính kỳ hạn, về trái khoán bấp bênh, về trao đổi lãi suất v.v. đã tạo dễ dàng hơn cho các ngân hàng mang lấy rủi ro, đặc biệt làm cho các vấn đề rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch thêm nghiêm trọng. Luật pháp mới thay đổi điều hành công nghiệp ngân hàng năm 1980 và 1982, thậm chí đã mở ra thêm nhiều con đường cho các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, tiết kiệm tương trợ mang lấy rủi ro hơn. Những tổ chức tiết kiệm này vốn đã bị hạn chế hầu như hoàn toàn trong các món cho vay thế chấp mua nhà, nay đã được phép có tới 40% tài sản có của họ là những món cho vay bất động sản thương mại, tới 30% là cho vay người tiêu dùng và tới 10% là các món cho thuê và cho vay thương mại. Theo luật pháp này, những người điều hành các ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã cho phép tới 10% tài sản có là loại trái khoán bấp bênh hoặc là những món đầu tư trực tiếp (cổ phiếu thường, bất động sản, công ty dịch vụ và những công ty con tác nghiệp).

Ngoài ra, luật pháp năm 1980 đã nâng mức bảo hiểm tiền gửi liên bang từ 40.000 đôla một tài khoản lên tới 100.000 đôla và dần dần bãi bỏ những mức lãi suất tiền gửi tối đa theo Quy định Q. Các ngân hàng và công nghiệp tiết kiệm và cho vay, các tổ chức này đã muốn theo đuổi sự tăng trưởng nhanh chóng và nắm lấy những dự án rủi ro, nay có thể thu hút lượng vốn cần thiết bằng cách phát hành các giấy chứng nhận tiền gửi có hạng tiền lớn hơn được bảo hiểm và có lãi suất cao hơn nhiều so với giấy chứng nhận tiền gửi được các đối thủ cạnh tranh của họ chào bán. Không có bảo hiểm tiền gửi thì dù lãi suất cao cũng sẽ không lôi cuốn được những người gửi tiền cung cấp vốn cho các ngân hàng đầy chao đảo này, vì họ dự tính rất thực tế rằng họ không thể thu các khoản vốn ấy lại. Nhưng có bảo hiểm tiền gửi, nghĩa là chính phủ bảo đảm các món tiền gửi là an toàn, do đó những người gửi tiền hết sức sung sướng và sẽ gửi trong các ngân hàng có lãi suất cao nhất:

Một đổi mới về tài chính đã tạo dễ dàng hơn cho những ngân hàng đầy chao đảo thu nhận vốn được gọi là **gửi tiền qua môi giới**, nó giúp những người gửi

tiền có thể phá vỡ được giới hạn 100.000 đôla có bảo hiểm. Gửi tiền qua môi giới thực hiện như sau : Một người gửi tiền cỡ lớn có 10 triệu đôla nhờ tới một người môi giới, người này chia 10 triệu đôla thành 100 món, mỗi món 100 ngàn đôla rồi mua các CD loại 100 nghìn đôla tại 100 ngân hàng khác nhau. Do số tiền của mỗi CD nằm trong giới hạn 100.000 đôla tiền gửi ở mỗi một ngân hàng, như vậy người gửi tiền cỡ lớn này thực tế đã có bảo hiểm tiền gửi cho tất cả 10 triệu đôla của mình. Các cơ quan bảo hiểm tiền gửi liên bang đã thông qua một điều lệ để cấm gửi tiền qua môi giới năm 1984, nhưng một phán quyết pháp lý của một tòa án liên bang đã vô hiệu hóa lệnh cấm này.

Sự đổi mới tài chính và sửa đổi điều hành trong bầu không khí dễ dãi của những năm thuộc Chính phủ Reagan đã làm cho vấn đề rủi ro đạo đức trở lên nghiêm trọng hơn. Ngoài ra, những ý muốn nhằm vào rủi ro đạo đức đã được tăng lên mạnh một tai biến lịch sử : Sự kết hợp của việc tăng mạnh lãi suất từ cuối năm 1979 tới năm 1981 và cuộc suy thoái nghiêm trọng trong năm 1981 - 1982, cả 2 đều do Dự trữ Liên bang sắp đặt để hạ thấp lạm phát. Sự tăng mạnh lãi suất đã tạo ra sự tăng nhanh chi phí vốn cho các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Sự tăng này không cân xứng với thu nhập cao hơn từ tài sản có chủ yếu của các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, tức là những món cho vay thế chấp mua nhà dài hạn (lãi suất của các món vay này đã được cố định từ trước vào lúc mà lãi suất thấp hơn nhiều). Lúc ấy cuộc suy thoái năm 1981 - 1982 và sự sụt giảm mạnh về giá năng lượng và giá sản phẩm nông nghiệp đã tàn phá nặng nề nền kinh tế ở một số khu vực trong nước, ví dụ như Texas, kết quả của việc này là nhiều vụ vỡ nợ đối với những món tiền cho vay của các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Các tổn thất trong những tổ chức tiết kiệm và cho vay lên đến 10 tỉ đôla năm 1981 - 1982 và theo một vài ước tính, trên một nửa số ngân hàng tiết kiệm và cho vay ở Mỹ đã có giá trị ròng âm và đã lâm vào tình trạng không trả được nợ vào cuối năm 1982.

Những giai đoạn sau của cuộc khủng hoảng : Sự kiên nhẫn điều hành

Vào giai đoạn này, một động tác logic mà những cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay (Hội đồng về ngân hàng cho vay mua nhà của Liên bang (FHLLBB) và cơ quan bảo hiểm tiền gửi trực thuộc nó, Công ty bảo hiểm tiết kiệm và cho vay liên bang (FSLIC), cả hai hiện nay đã bị bãi bỏ, đáng ra phải đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ,

nhưng họ đã không làm như vậy ; thay vào đó, những người điều hành này đã theo đuổi một việc được gọi là **sự kiên nhẫn điều hành** ; tức là họ kim chế không thực hiện quyền loại bỏ những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ ra khỏi hoạt động kinh doanh. Để tránh trách nhiệm phải đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đang suy yếu, họ đã chấp nhận những nguyên tắc kế toán điều hành bất thường là những nguyên tắc trong thực tế hạ thấp một cách đáng kể những đòi hỏi về vốn. Ví dụ, họ đã cho phép những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đưa vào cách tính vốn của những ngân hàng này một giá trị cao đối với các vốn không ước tính được, gọi là "sự lợi thế".

Khi ấy, đã có 3 lý do chính khiến vì sao FHLBB và FSLIC thực hiện sự kiên nhẫn điều hành. Thứ nhất FSLIC đã không có đủ tiền vốn trong quỹ bảo hiểm của nó để đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ và thanh toán hết cho những người gửi tiền ở các ngân hàng này. Thứ hai FHLBB đã được lập ra để khuyến khích sự tăng trưởng của ngân hàng tiết kiệm và cho vay và như vậy, những người điều hành này đã có thể là quá gần gũi với những người mà họ đã có nhiệm vụ điều hành. Thứ ba, vì những người điều hành không muốn thừa nhận rằng cơ quan của họ ở trong tình trạng khó khăn, FHLBB và FSLIC muốn tốt nhất là những khó khăn của họ được che giấu dưới một tấm thảm để không ai nhận ra và hy vọng rằng chúng sẽ biến đi.

Phương thức kiên nhẫn điều hành làm tăng nhiều rủi ro đạo đức bởi vì một ngân hàng tiết kiệm và cho vay đang hoạt động nhưng không có khả năng thanh toán nợ (được Edward Kane thuộc Trường Đại học Ohio gọi một cách giễu cợt là "Zombie S & L" bởi vì nó là một ngân hàng sống dở chết dở) hầu như không có gì để mất khi mang lấy những rủi ro to lớn và đánh phải "đánh cá ngân hàng" này : Nếu ngân hàng gặp may và nếu cuộc đầu tư thành công thì nó thoát khỏi tình trạng không thanh toán được nợ. Còn không may, nếu các cuộc đầu tư đó không thành công và dễ có thể thế thì các tổn thất của Zombie S & L này sẽ tăng lên và cơ quan bảo hiểm tiền gửi sẽ bị rỗng túi.

Chiến lược này tương tự chiến lược "đội bom từ xa" trong bóng đá. Khi một đội bóng đá hầu như sắp tuyệt vọng và thời gian sắp hết, nó thường dùng tới cách chơi đầy rủi ro : chuyền bóng dài. Tất nhiên, những cú sút xa khó có thể thành công, nhưng luôn luôn có một cơ may nhỏ rằng nó sẽ có hiệu quả. Chơi như vậy không có hiệu quả, nhưng đội đó chẳng mất gì vì hầu như chẳng nào nó cũng sẽ bị thua.

Với chuỗi những sự kiện như chúng ta đã thảo luận ở đây, sẽ không có gì ngạc

nhien rằng các ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã bắt đầu mang lấy những rủi ro to lớn : Họ đã xây những trung tâm mua bán trong vùng hoang vắng, đã mua những nhà máy sản xuất để biến phân bón thành khí metan và đã mua những ti đôla trái khoán bấp bênh có lãi suất cao nhưng đầy rủi ro. Công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã không còn là một công nghiệp thăm lạng đã từng hoạt động theo cái mà người ta gọi là quy tắc 3 - 6 - 3 : nghĩa là bạn vay tiền với lãi suất 3% đem nó cho vay với lãi suất 6% và chơi gôn thoải mái vào lúc 3 giờ chiều ! Tuy có nhiều ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã kiếm được tiền bạc, song các tổn thất ở những ngân hàng khác là khổng lồ.

Một hậu quả khác của phương thức kiên trì điều hành là ở chỗ do có ít để mất, các ngân hàng tiết kiệm cho vay dờ sống dờ chết (Zombie) đã lôi cuốn những món tiền gửi từ các ngân hàng tiết kiệm và cho vay lành mạnh bằng cách chào mời với lãi suất cao. Do đã có nhiều các ngân hàng tiết kiệm và cho vay thuộc loại zombie ở Texas theo đuổi chiến lược này, có lãi suất tiền gửi cao hơn mức thị trường ở các ngân hàng tiết kiệm và cho vay bang ở đây đã được gọi là "một phần thưởng Texas" Những ngân hàng tiết kiệm và cho vay có tiềm lực trong tình thế ấy đã thấy rằng để cạnh tranh tiền gửi, họ phải trả lãi suất cao hơn, việc đó đã khiến cho hoạt động của họ kém lợi nhuận và thường đẩy họ vào loại zombie. Một cách tương tự những ngân hàng tiết kiệm và cho vay zombie vì theo đuổi sự tăng trưởng tài sản có, đã cho vay với lãi suất ở dưới lãi suất thị trường và như thế thấp hơn lãi suất cho vay ở những ngân hàng tiết kiệm và cho vay lành mạnh và thêm một lần nữa đã làm cho các ngân hàng này giảm lợi nhuận. Những ngân hàng tiết kiệm và cho vay Zombie thực tế đã mang tính chất bóc lột - sự sẵn lòng thanh toán lãi suất tiền gửi cao hơn mức thị trường và thu lãi suất cho vay ở mức thấp hơn lãi suất thị trường đã coi như đang hút máu (lợi nhuận) của những ngân hàng tiết kiệm và cho vay lành mạnh.

BẢO LÃNH CÔNG NGHIỆP TIẾT KIỆM VÀ CHO VAY : ĐẠO LUẬT NĂM 1989 VỀ CƯỜNG CHẾ THI HÀNH, KHÔI PHỤC VÀ CẢI TỔ CÁC TỔ CHỨC TÀI CHÍNH

Vào khoảng cuối năm 1986, các tổn thất tăng lên trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay đang làm phá sản quỹ bảo hiểm của FSLIC. Chính quyền Reagan đã yêu cầu 15 tỉ đôla vốn cho FSLIC, một món tiền đã hoàn toàn không đủ bởi vì số tiền vốn cần thiết để đóng cửa hẳn những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã gấp

nhiều lần số tiền này.

Luật pháp được Quốc hội thông qua, Đạo luật 1987 về cạnh tranh bình đẳng trong hoạt động ngân hàng (the Competitive Equality Banking Act of 1987), cũng đã không đáp ứng được những đòi hỏi của Chính phủ. Nó chỉ cung cấp được có 10,8 tỉ đôla tiền vốn cho FSLIC và cái tồi tệ hơn đó là những điều khoản được đưa vào để chỉ đạo Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang tiếp tục thực hiện phương thức kiên nhẫn điều hành (cho phép các tổ chức không thanh toán được nợ, duy trì hoạt động), đặc biệt ở các vùng yếu kém về kinh tế, ví dụ như Texas. Sự thất bại của Quốc hội trong việc đối phó với cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay lúc ấy không giải quyết được vấn đề nói trên, và phù hợp với phân tích của chúng ta, tình hình ấy đã xấu đi một cách nhanh chóng. Những tổn thất trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã tăng dần lên tới hơn 10 tỉ đôla năm 1988 và đã đạt đến gần 20 tỉ đôla năm 1989. Cuộc khủng hoảng đó khi ấy đã đạt tới mức có thể coi như một nạn dịch hạch.

Ngay sau khi nhậm chức, chính quyền Bush đã đưa ra dự luật mới nhằm cung cấp đủ tiền để đóng cửa những ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ. Kết quả, đạo luật về thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính (FIRREA) đã được ký để trở thành luật vào ngày 9 tháng 8 năm 1989. Đó là luật nổi bật nhất tác động vào công nghiệp tiết kiệm kể từ những năm 1930. Những điều khoản chủ yếu của FIRREA như sau : Những bộ máy điều hành công nghiệp đó (Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà liên bang và - Công ty tiết kiệm và cho vay liên bang) - đã được cấu trúc lại về cơ bản, cả hai cơ quan này, vì đã thất bại trong nhiệm vụ điều hành của mình, nên giải thể. Vai trò điều hành của Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà liên bang đã được trao cho Cơ quan Giám sát Tiết kiệm (OTS), một bộ phận thuộc Cục kho bạc Mỹ và các trách nhiệm của cơ quan này tương tự với các trách nhiệm mà Cơ quan Kiểm tra tiền có đối với các ngân hàng quốc gia. Các trách nhiệm điều hành của FSLIC đã được trao cho FDIC và FDIC đã trở thành người lãnh đạo duy nhất của Hệ thống Bảo hiểm tiền gửi liên bang với hai quỹ bảo hiểm riêng rẽ : Quỹ bảo hiểm ngân hàng (BIF) và Quỹ bảo hiểm công ty tiết kiệm (SAIF). Một cơ quan mới khác, Công ty ủy thác thanh lý (RTC), đã được thiết lập để quản lý và giải quyết những tổ chức tiết kiệm không thanh toán được nợ thuộc diện bị quản lý tài sản hoặc diện bị thanh lý tài sản. Nó được giao trách nhiệm bán hơn 300 tỉ đôla bất động sản của các tổ chức vỡ nợ sở hữu. RTC do FDIC quản lý và dưới sự kiểm soát toàn diện của Ban kiểm soát RTC (gồm thư ký Kho bạc, chủ tịch ủy ban những người lãnh

đạo Dự trữ Liên bang, thư ký Cơ quan Phát triển nhà và đô thị và hai thành viên khác).

Đầu tiên, tổng chi phí bảo lãnh cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã được ước tính là 159 tỉ đôla trong khoảng thời gian 10 năm cho tới 1999, nhưng các ước tính gần đây cho biết rằng chi phí này sẽ còn cao hơn nhiều. Thực vậy, Văn phòng kế toán tổng hợp (the General Accounting Office) đã đưa ra con số chi phí cho sự bảo lãnh này ở mức trên 500 tỉ đôla trong khoảng thời gian 40 năm. Tuy nhiên, như đã được chỉ rõ ở bài đọc thêm 4.1 trong Chương 4, ước tính này là sai lầm bởi vì, ví dụ, giá trị một khoản tiền thanh toán sau đây 30 năm kém xavề giá trị so với cũng những đồng đôla ấy hôm nay. Giá trị hiện tại của chi phí bảo lãnh nói trên là vào khoảng 150 tỉ đôla (ước tính nằm trong khoảng 100 đến 200 tỉ đôla).

Việc cấp vốn cho sự bảo lãnh này, một phần là vốn trong các ngân hàng cho vay mua nhà liên bang (do công nghiệp tiết kiệm và cho vay sở hữu) nhưng hầu hết là từ việc bán món nợ chính phủ do kho bạc và Công ty cấp vốn thanh lý thực hiện.

Để bổ sung các khoản tiền dự trữ của Quỹ bảo hiểm công ty tiết kiệm, phí bảo hiểm đối với những ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã được tăng từ 20,8 xu mỗi trăm đôla tiền gửi tới 23 xu và có thể tăng tới 32,5 xu. Phí bảo hiểm đối với các ngân hàng lập tức đã tăng từ 8,3 xu tới 15 xu cho mỗi trăm đôla tiền gửi và đã được tăng tới 23 xu năm 1991.

FIRERA cũng đã áp đặt những hạn chế mới đối với các hoạt động về tiết kiệm, những hạn chế này cơ bản là sự điều hành đã được sửa đổi lại đối với công nghiệp tiết kiệm và cho vay, về việc chọn lựa tài sản có mà nó đã có trước năm 1982. Các ngân hàng tiết kiệm và cho vay không còn có thể được phép mua các trái khoán bấp bênh và phải bán những tài sản cổ phần của họ vào năm 1994. Các món ch vay bất động sản thương mại được giới hạn là gấp 4 lần vốn chứ không phải là giới hạn 40% tài sản có như trước đây, và như vậy, hạn chế mới này là một sự cắt giảm đối với tất cả những tổ chức mà vốn nhỏ hơn 10% tài sản có. Các ngân hàng tiết kiệm và cho vay cũng phải nắm giữ ít nhất 70% tăng lên từ mức cũ 60% tài sản có của họ trong những cuộc đầu tư có liên quan chủ yếu đến nhà ở. Các tổ chức tiết kiệm đang có khó khăn không được phép nhận các món tiền gửi qua môi giới. Trong số những điều khoản quan trọng nhất của FIRREA, phải kể đến việc tăng bắt buộc về vốn cốt lõi từ 3 lên tới 8% và việc phải tuân theo các tiêu chuẩn vốn dựa trên cơ sở rủi ro được áp đặt cho các ngân hàng thương mại.

FIRREA cũng đã tăng thêm quyền lực cưỡng chế thi hành của những cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm bằng cách tạo điều kiện dễ dàng hơn cho những cơ quan này trong việc cách chức những người quản lý, phát lệnh ngừng thi hành (lệnh không cho thực hiện) và áp đặt các hình phạt dân sự. Bộ tư pháp cũng được trao 75 triệu đôla mỗi năm trong 3 năm để khám phá và khởi tố sự gian lận trong công nghiệp ngân hàng và những khoản tiền phạt tối đa đã tăng mạnh mẽ.

FIRREA đã là một cố gắng quan trọng để giải quyết một số trong những vấn đề do cuộc khủng hoảng ngân hàng tạo ra vì nó đã cung cấp các khoản tiền vốn quan trọng để đóng cửa các tổ chức tiết kiệm không thanh toán được nợ. Tuy nhiên, nó đã chưa làm được nhiều để giải quyết các vấn đề rủi ro đạo đức và lựa chọn đối nghịch cơ bản do việc bảo hiểm tiền gửi tạo ra. Như vậy nhiều nhà kinh tế sợ rằng cuộc khủng hoảng này trong hoạt động ngân hàng mà chúng ta còn đang trải qua sẽ tiếp tục trong tương lai. Tuy vậy, tất cả còn chưa bị mất, bởi vì FIRREA đã yêu cầu Kho bạc Mỹ cho tiến hành một cuộc nghiên cứu tìm hiểu và đặt kế hoạch cho việc cải tổ hệ thống bảo hiểm tiền gửi liên bang (được thảo luận ở phần ứng dụng và phần cuối của chương này) việc đó có thể đưa đến những cải tổ hơn nữa.

Chúng ta sẽ nghiên cứu xem hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng có thể được cải tổ như thế nào ; nhưng trước khi làm chúng ta hãy xem xét một phân tích kinh tế về các quan điểm chính trị (được gọi là kinh tế chính trị) của sự hỗn loạn đó trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Một phân tích như vậy có thể ảnh hưởng đến những cải tổ mà bạn và tôi nghĩ là cần thiết cho hệ thống điều hành ngân hàng.

KINH TẾ CHÍNH TRỊ CỦA CUỘC KHỦNG HOẢNG TIẾT KIỆM VÀ CHO VAY

Tuy nay chúng ta có một sự thấu hiểu các lực lượng điều hành và lực lượng kinh tế, các lực lượng đã tạo ra cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay, chúng ta vẫn còn cần hiểu các lực lượng chính trị, lực lượng đã tạo ra cấu trúc điều hành và các hoạt động điều hành dẫn đến cuộc khủng hoảng này. Chia khóa cho việc hiểu khía cạnh kinh tế chính trị của công nghiệp tiết kiệm và cho vay là công nhận rằng sự liên hệ giữa những cử tri (những người đóng thuế) và

những người điều hành và những nhà chính trị tạo ra một dạng riêng biệt của vấn đề rủi ro đạo đức, **vấn đề người đại lý - người ủy thác**. Vấn đề người đại lý người ủy thác xảy ra khi người đại lý có những ý muốn khác với những người ủy thác và như vậy người đại lý đó hành động cho các lợi ích riêng của mình. Những người điều hành và các nhà chính trị là những người đại lý sau chót đối với những cử tri - những người đóng thuế (những người ủy thác) bởi vì theo sự phân tích cuối cùng, những người đóng thuế chịu các phí tổn của bất kỳ sự tổn thất nào của cơ quan bảo hiểm tiền gửi. Vấn đề người đại lý - người ủy thác xảy ra bởi vì một người đại lý nào đó (một người điều hành hoặc một nhà chính trị) cũng không có những ý muốn giảm đến tối thiểu các chi phí cho nền kinh tế như người ủy thác muốn (người đóng thuế).

Để hành động vì lợi ích của người đóng thuế và hạ thấp chi phí cho cơ quan bảo hiểm tiền gửi, chúng ta thấy rằng những người điều hành có một vài nhiệm vụ: Họ phải đưa ra các điều hạn chế chặt chẽ đối với việc nắm giữ các tài sản có thuộc loại quá rủi ro, phải áp đặt những đòi hỏi cao về vốn, và không được thực hiện phương thức kiên nhẫn điều hành cho phép những tổ chức không thanh toán được nợ tiếp tục hoạt động. Tuy vậy, do vấn đề người đại lý - người ủy thác, những người điều hành có ý muốn làm ngược lại. Thực tế, như câu chuyện đáng buồn của chúng ta về sự thất bại của công nghiệp tiết kiệm và cho vay cho thấy, họ thường nới lỏng những đòi hỏi về vốn, nới lỏng hạn chế về các tài sản có phần có rủi ro và đã theo đuổi phương thức kiên nhẫn điều hành. Một sự lỗi cuốn quan trọng đối với các người điều hành, để giải thích hiện tượng này, đó là lòng mong muốn của họ thoát khỏi trách nhiệm về thành tích tồi của cơ quan họ. Bằng cách nới lỏng những đòi hỏi về vốn và theo đuổi phương thức kiên nhẫn điều hành, những người điều hành đã bao che một ngân hàng không thanh toán được nợ và hy vọng rằng tình hình đó sẽ được cải thiện trong tương lai. Thái độ hành xử như vậy trong một bộ phận những người điều hành được Edward Kane thuộc Trường Đại học quốc gia Ohio mô tả như là "trò cờ bạc bàn giấy".

Một ý muốn khác của những người điều hành là bảo vệ nghề nghiệp của họ bằng cách chấp nhận áp lực của những người có ảnh hưởng mạnh đến nghề nghiệp của họ. Những người này không phải là những người đóng thuế mà là những nhà chính trị, những người cố gắng làm cho những người điều hành không áp đặt những điều lệ cứng rắn lên các tổ chức đóng góp chủ yếu cho cuộc vận động tranh cử. Các thành viên của quốc hội đã từng vận động các người điều hành nung nhẹ một ngân hàng tiết kiệm và cho vay nào đó vì nó đã đóng góp những món tiền lớn cho các cuộc vận động của họ (xem Bài đọc thêm 11.2).

Ngoài ra, cả Quốc hội và Nhà trắng đã xúc tiến các luật cho hoạt động ngân hàng năm 1980 và 1982, nó đã tạo dễ dàng cho các tổ chức tiết kiệm và cho vay thực hiện các hoạt động mang lầy rủi ro. Sau khi pháp luật được Quốc hội thông qua, nhu cầu đối với việc giám sát công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã tăng lên bởi vì có sự mở rộng các hoạt động được phép. Các cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã cần thêm các nguồn vốn để thực hiện các hoạt động giám sát của mình một cách hoàn hảo, nhưng Quốc hội đã không sẵn lòng cấp các khoản tiền vốn cần thiết cho việc vận động của công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Kết cục, các cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã trở nên rất thiếu người do đó họ đã phải cắt giảm các cuộc kiểm tra tại chỗ của mình mặc dù phần lớn các kiểm tra này là cần thiết. Ví dụ trong giai đoạn từ tháng 2-1984 đến tháng 6-1986, hàng trăm ngân hàng tiết kiệm và cho vay thậm chí đã không được kiểm tra một lần nào. Tệ hơn nữa, bị thúc giục ráo riết của công nghiệp tiết kiệm và cho vay, Quốc hội đã từ chối đáp ứng yêu cầu của chính quyền Reagan cấp 15 tỉ đôla tiền vốn cho FSLIC (một số tiền hoàn toàn không đầy đủ) để cho nó có thể đóng cửa hẳn các ngân hàng tiết kiệm và cho vay không thanh toán được nợ. Thay vào đó, Quốc hội đã thông qua Đạo luật năm 1987 về sự công bằng cạnh tranh trong hoạt động ngân hàng, nó chỉ cấp 10,8 tỉ đôla. Quốc hội cũng đã cản trở các nhà điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay không thể thực hiện công việc của mình một cách hoàn hảo bằng cách đưa vào những điều khoản về tín phiếu ngân hàng để khuyến khích việc kiên nhẫn điều hành.

Các ví dụ nêu trên chỉ rõ, cấu trúc cả hệ thống chính trị của nước Mỹ đã tạo ra vấn đề người đại lý - người ủy thác nghiêm trọng, tức là các nhà chính trị có những ý muốn mạnh mẽ hành động theo các lợi ích cá nhân của họ hơn là theo lợi ích của những người đóng thuế. Do chi phí cao trong các chiến dịch vận động, các nhà chính trị tại Mỹ đã trở nên lệ thuộc vào việc thu nhập những khoản đóng góp quan trọng. Tình trạng này tạo cho những người vận động và những người đóng góp cho các cuộc vận động tranh cử khác những cơ hội gây ảnh hưởng để làm cho các nhà chính trị hành động chống lại lợi ích của công chúng.

Thái độ cư xử vô lương tâm của một số nhà chính trị của chúng ta đã bị đưa ra ánh sáng qua những vụ bê bối trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay. Jim Wright, một nghị sĩ của bang Texas và là người phát ngôn của Hạ nghị viện, người đã cản trở việc ban hành đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1987, đã phải từ chức vào năm 1989, một phần bởi vì sự liên hệ của ông ta với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Nghị sĩ Tony Coelho của tiểu bang California, người

phụ trách tổ chức của nhóm đã số ở Hạ nghị viện đã từ chức khi được biết rằng ngân hàng tiết kiệm và cho vay Columbia của Beverly Hills, California, đã cung cấp cho ông ta một món vay để mua 100.000 đôla trái khoán bấp bênh. Thượng nghị sĩ Fernand St. Germain, một trong những tác giả của dự thảo luật 1982, đã nói lảng các điều hạn chế đối với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay, đã không được đề cử để bầu lại sau khi phát hiện ông ta đã dùng một thẻ tín dụng của Liên minh các tổ chức tiết kiệm Mỹ cho buổi chiều đãi cá nhân.

Tuy rằng các nhà chính trị đã nhấn mạnh các vụ gian lận có liên quan đến các ngân hàng tiết kiệm và cho vay vỡ nợ để như vậy họ sẽ không phải chịu trách nhiệm về phí tổn cao trong việc bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm và cho vay, tất cả những nhà chính trị đó phải gánh chịu trách nhiệm cuối cùng về chi phí bảo lãnh cao. Một số nhà phân tích ước tính rằng nếu Quốc hội và Tổng thống sẵn lòng đối phó với cuộc khủng hoảng về tiết kiệm và cho vay từ 5 năm trước đây, chi phí mà những người đóng thuế gánh chịu sẽ ở mức dưới 100 tỉ đôla. Cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay chỉ ra những nguy hiểm về việc các nhà lập pháp phụ thuộc quá nhiều vào các đóng góp vận động tranh cử vì những lợi ích riêng. Nhắc lại một câu nổi tiếng của Winston Churchill : "Đừng bao giờ để cho nhiều tiền như thế tới những nhà lập pháp chủ chốt, những người đã làm việc chăm chỉ đến mức để có được những phương sách làm tổn tiền những người đóng thuế đến thế".

BÀI ĐỌC THÊM 11.2

Một nghiên cứu riêng về sự trục trặc : Charles Keating và vụ bê bối Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln

Vụ bê bối gắn với Charles H Keating, Jr và Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln là một ví dụ sinh động về việc vì sao cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay này đã xảy ra. Như Edwin Gray, một cựu chủ tịch của Federal Home Loan Bank Board đã tuyên bố "Đây là một câu chuyện về sự dối bại không thể tin được. Tôi không thể gọi nó là một thứ gì khác được".

Charles Keating đã được phép nắm lấy Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln

của Irvine ở California, vào đầu năm 1984 tuy rằng ông ta đã bị SEC kết tội gian lận chỉ mới 4 năm rưỡi trước đây. Đối với Keating, công ty xây dựng của ông ta, American Continental, đã lập kế hoạch tạo dựng những công cuộc phát triển bất động sản khổng lồ ở Arizona, Ngân hàng tiết kiệm và cho vay này đã là một kho vàng : với sự lộng lêu của cơ chế điều hành lúc đó, việc kiểm soát Ngân hàng tiết kiệm và cho vay đã tụt cho công ty của ông ta để ông có được tiền vốn mà không phải chịu

sự kiểm tra của các ngân hàng bên ngoài. Chỉ trong mấy ngày nắm quyền Keating đã loại bỏ được những nhân viên cho vay và những nhân viên kiểm tra sổ sách bảo thủ của ngân hàng này, mặc dù ông ta trước đó đã hứa với các nhà điều hành rằng ông ta sẽ lưu dụng họ. Khi công việc này đã làm xong, Lincoln đã lao vào những cuộc đầu tư rủi ro cao, như giao dịch tiền bạc kỳ hạn, trái khoán hấp bệnh, cổ phiếu khách sạn, các vùng đất hoang vắng rộng lớn ở Arizona.

Lúc ấy do thiếu những người kiểm tra công nghiệp tiết kiệm và cho vay, Lincoln đã thoát khỏi các cuộc kiểm tra quan trọng cho tới năm 1986, chính lúc đó các nhân viên kiểm tra Ngân hàng cho vay mua nhà liên bang ở San Francisco đã phát hiện ra rằng Lincoln trước đó đã vượt quá giới hạn 10% quy định cho các cuộc đầu tư vốn cổ phần với số tiền 600 triệu đôla. Do các hoạt động này và một chứng cứ khác mà Lincoln lúc đó đang cố gắng làm lạc hướng những nhân viên kiểm tra này, nên họ đã đề nghị một cuộc tịch biên Liên bang và tất cả tài sản có của ngân hàng này. Keating lúc ấy không có vẻ gì là cam chịu chuyện này; ông ta đã tập hợp đồng bào luật sư - cuối cùng là 77 hãng luật đã kết tội những người kiểm tra ngân hàng này có thành kiến. Ông ta cũng đã kiện để bác bỏ giới hạn cổ phần 10% nhưng không thành công. Có tin nói Keating đã khoác lác rằng ông ta đã chi 50 triệu đôla để đấu tranh chống lại các người điều hành.

Các luật sư không là phương kế duy nhất của Keating để đẩy lùi các người điều hành. Sau khi nhận 1,3 triệu đôla của Keating đóng góp cho các cuộc vận động của mình, 5 thượng nghị sĩ Dennis

DeConcini và John McCain của tiểu bang Arizona, Alan Cranston của tiểu bang California, John Glenn của Ohio và Donald Riegle của tiểu bang Michigan (nay được gọi giễu với tên "Keating Five" - Skeating) - đã gặp Edwin Gray, Chủ tịch Cục cho vay mua nhà Liên bang và sau đó với 4 người điều hành hàng đầu của ngân hàng cho vay mua nhà San Francisco vào tháng 4 năm 1987. Họ đã phân nân rằng những người điều hành đó đang quá cứng rắn đối với Lincoln và họ đã thuyết phục các người điều hành đó thời dừng kéo dài cuộc điều tra này. Sau khi Edwin đã được M. Danny Wall thay thế, Wall đã làm một việc chưa từng có là thuyết chuyển các nhân viên kiểm tra San Francisco khỏi vụ án này vào tháng 9 năm 1987 và chuyển cuộc điều tra cho chính của han lãnh đạo ngân hàng này ở Washington. Không một nhân viên kiểm tra nào được chỉ định cho việc kiểm tra Lincoln trong 10 tháng sau đó, và như một nhân viên kiểm tra San Francisco đã mô tả nó, Lincoln đã rơi vào một "hố đen điều hành".

Ngân hàng tiết kiệm và cho vay Lincoln cuối cùng đã vỡ nợ vào đầu năm 1989, với thiệt hại mà người đóng thuế gánh chịu là 2,5 tỉ đôla, có thể nó là vụ vỡ nợ ngân hàng tiết kiệm và cho vay lớn nhất cho tới nay. Charles Keating đã bị truy tố về tội lạm dụng (ví dụ đã buộc Lincoln thanh toán cho ông ta và gia đình ông ta 34 triệu đôla) trong khi đó M. Danny Wall bị buộc từ bỏ chức vị vì người đứng đầu Cơ quan giám sát tiết kiệm vì sự dính líu của ông ta đến vụ hệ hối Keating. Do hậu quả của các hoạt động của mình nhân danh Keating, năm thượng nghị sĩ "Keating Five" đã bị quốc hội tiến hành một cuộc điều tra đạo đức.

HỆ THỐNG ĐIỀU HÀNH CÁC HOẠT ĐỘNG NGÂN HÀNG PHẢI ĐƯỢC CẢI TỔ NHƯ THẾ NÀO ?

Vấn đề trung tâm trong việc ngăn ngừa một sự tan rã khác nữa của công nghiệp tiết kiệm và cho vay là việc cải tổ hệ thống điều hành ngân hàng sao cho nó giảm bớt các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức do việc bảo hiểm tiền gửi tạo ra. Sau đó chúng ta xem xét 9 cải tổ được đề nghị và đánh giá xem liệu chúng có là khả thi hay không và sẽ có thể cải thiện được thành tích của hệ thống ngân hàng hay không ?

Những thay đổi được đề nghị trong hệ thống bảo hiểm tiền gửi

Loại bỏ bảo hiểm tiền gửi một cách hoàn toàn. Một giải pháp đơn giản cho các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức của việc bảo hiểm tiền gửi sẽ là loại bỏ bảo hiểm một cách hoàn toàn. Khi đó những người gửi tiền sẽ có ý muốn giám sát các ngân hàng và rút tiền gửi ra khi họ nghi một ngân hàng đang mang lấy quá nhiều rủi ro. Tuy việc loại bỏ bảo hiểm tiền gửi thu tiêu nhiều ý muốn của các ngân hàng thực hiện những việc mang lấy rủi ro quá mức, nó tạo ra một loạt vấn đề khác.

Vấn đề cơ bản đối với việc hủy bỏ bảo hiểm tiền gửi là ở chỗ các ngân hàng sẽ phải chịu đựng các vụ dân chúng đổ xô tới đòi rút tiền, tức là, phải chịu đựng những vụ rút tiền bất ngờ của những người gửi tiền bị kích động. Những vụ dân chúng đổ xô tới các ngân hàng đòi rút tiền như vậy tự bản thân chúng có thể dẫn đến các vụ vỡ nợ. Ngoài việc bảo vệ cá nhân những người gửi tiền, mục tiêu của bảo hiểm tiền gửi là để ngăn ngừa một số lớn các vụ vỡ nợ ngân hàng, các vụ vỡ nợ này có thể dẫn tới một hệ thống ngân hàng không ổn định và một nền kinh tế không ổn định như đã xảy ra theo chu kỳ trước khi có sự ra đời của bảo hiểm tiền gửi liên bang năm 1934. Xét theo bối cảnh này, bảo hiểm tiền gửi liên bang đã là một thành công rực rỡ. Các vụ hoảng loạn ngân hàng, trong đó có hàng loạt vụ vỡ nợ xảy ra đồng thời và kết quả là sự đổ vỡ của hệ thống tài chính đã không còn xảy ra nữa sau khi bảo hiểm tiền gửi liên bang đã được thiết lập.

Khả năng của bảo hiểm tiền gửi trong việc ngăn ngừa những vụ hoảng loạn ngân hàng đã khiến nhiều nhà kinh tế không thấy thoải mái với ý định loại bỏ nó một cách hoàn toàn. Nhưng có điều quan trọng hơn, bảo hiểm tiền gửi là đặc biệt

phổ biến trong công chúng Mỹ. Những người Mỹ nhớ lại hoặc đã nghe tin về sự gian nan do các vụ hoảng loạn ngân hàng trước ngày thiết lập bảo hiểm tiền gửi liên bang và ít ai muốn quay trở lại những ngày như thế. Việc loại bỏ bảo hiểm tiền gửi một cách hoàn toàn dường như không phải là một chiến lược chính trị khả thi.

Khả thấp các giới hạn số tiền được hưởng bảo hiểm tiền gửi. Các đề nghị cải tổ khác gợi ra việc giảm số tiền được hưởng bảo hiểm tiền gửi xuống dưới giới hạn hiện hành 100.000 đôla, ví dụ là 50.000 đôla hoặc 20.000 đôla. Với một số tiền được hưởng bảo hiểm tiền gửi nhỏ hơn, các người gửi tiền có số lượng vượt quá giới hạn bảo hiểm sẽ có ý muốn giám sát số lượng rủi ro ở ngân hàng. Tuy nhiên, những người gửi tiền có các món tiền gửi nhỏ hơn 100.000 đôla, thường không là những người có điều kiện tốt nhất để giám sát một cách có hiệu quả các hoạt động của một ngân hàng. Bởi vì họ không có đủ thông tin cần thiết, những người gửi này dễ bị hoảng sợ và gây ra một cuộc đổ xô tới ngân hàng đòi rút tiền. Kết quả có thể là một hệ thống hoạt động ngân hàng kém ổn định.

Mặt khác, những người gửi những món tiền rất lớn, ví dụ nhiều triệu đôla, sẽ có đủ điều kiện để giám sát các hoạt động của một ngân hàng. Để khuyến khích họ giám sát các ngân hàng, một cải tổ khác được đề nghị, cải tổ này đã được sự ủng hộ rộng rãi, là cấm những món tiền gửi qua môi giới. (Những món tiền gửi như vậy giúp những người gửi tránh được giới hạn bảo hiểm tiền gửi 100.000 đôla). Một vấn đề đối với cải tổ là ở chỗ việc cưỡng chế thi hành có thể là khó khăn, bởi vì sẽ khó xác định ai là người gửi tiền có bảo hiểm ở nhiều ngân hàng.

Loại bỏ chính sách 'quá lớn không để vỡ nợ'. Nếu FDIC cho phép các ngân hàng lớn vỡ nợ thì kết quả là những người gửi tiền ở đó sẽ chịu các tổn thất, như thế những người gửi tiền ở các ngân hàng lớn sẽ có những ý muốn mạnh hơn để giám sát các ngân hàng đó và rút tiền gửi khi họ cảm thấy ngân hàng họ gửi tiền đang mang lấy quá nhiều rủi ro. Vì vậy, việc cho phép các ngân hàng lớn vỡ nợ sẽ làm giảm ý muốn mang lấy quá nhiều rủi ro của các ngân hàng này. Tuy vậy nó cũng sẽ gây ra một số vấn đề tương tự như trong trường hợp bảo hiểm tiền gửi bị loại bỏ hoặc bị giới hạn về số lượng: Xác suất các vụ hoảng loạn ngân hàng sẽ tăng lên. Nếu một ngân hàng lớn được phép vỡ nợ các ảnh hưởng tác động trong thị trường tài chính có thể vô cùng lớn. Các ngân hàng khác có liên hệ gián

tiếp với ngân hàng vỡ nợ này (đó là, những ngân hàng có tiền gửi ở ngân hàng này để đổi lấy một số loại dịch vụ) sẽ phải chịu tổn thất lớn và có thể đến lượt bị vỡ nợ dẫn đến một sự hoảng loạn hết cỡ. Ngoài ra, vấn đề thanh toán danh mục các món tiền cho vay của ngân hàng lớn này có thể gây ra một sự tan vỡ quan trọng trong thị trường tài chính đó. Do những lo ngại này, những người điều hành vẫn chưa sẵn lòng quên chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" nói trên, mặc dù họ thấy được tính chất thiếu công bằng của nó cũng như phí tổn của nó, như trích dẫn lời của William Seidman ở cuối bài đọc thêm 11.1.

Đồng bảo hiểm. Một cái tổ khác được đề nghị là sẽ tổ chức một hệ thống **đồng bảo hiểm** (coinsurance) trong đó chỉ một số phần trăm của một món tiền gửi ví dụ 90% sẽ được bảo đảm bằng bảo hiểm. Trong hệ thống này, những người được bảo hiểm sẽ phải chịu một số phần trăm của tổn thất cùng với cơ quan bảo hiểm tiền gửi của họ. Do những người gửi tiền sẽ phải chịu tổn thất nếu ngân hàng họ gửi vỡ nợ, họ sẽ có ý muốn giám sát các hoạt động của ngân hàng này. Tuy nhiên, một lần nữa chúng ta lại gặp phải vấn đề là hầu hết người gửi tiền không có đủ thông tin, do vậy các ngân hàng sẽ phải chịu đựng những vụ dân chúng đổ xô tới đòi rút tiền gửi và hệ thống ngân hàng đó sẽ kém ổn định.

Chỉ bảo hiểm tiền gửi ở các "ngân hàng hẹp tầm". Một đề nghị khác gợi ý rằng bảo hiểm tiền gửi chỉ được cho phép đối với tiền gửi ở các ngân hàng hẹp tầm tức là những ngân hàng hạn chế các tài sản có của họ ở trong phạm vi hầu như không bị rủi ro, ví dụ như các tín phiếu kho bạc. Việc những người gửi tiền được bảo hiểm sẽ không giám sát các ngân hàng hẹp tầm này hầu như không gây ra rủi ro đạo đức bởi vì các tài sản có của ngân hàng hẹp tầm trong trường hợp nào cũng không phải chịu rủi ro. Tuy rằng đề nghị này sẽ loại bỏ được các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức do bảo hiểm tiền gửi tạo ra, nó sẽ để các món tiền gửi ở các "ngân hàng rộng tầm hơn" là những ngân hàng sẽ thực hiện các món cho vay, không được bảo hiểm. Các ngân hàng rộng tầm hơn này sẽ phải chịu đựng các vụ dân chúng hốt hoảng đổ xô tới đòi rút tiền gửi và có thể là một hệ thống hoạt động ngân hàng kém ổn định.

Cung cấp bảo hiểm tiền gửi bởi những nhà bảo hiểm tư. Những đề nghị khác gợi ý rằng bảo hiểm tiền gửi có thể do các nhà bảo hiểm tư cung cấp hoặc rằng bảo hiểm tư nhân có thể đảm nhận những số tiền gửi vượt quá các giới hạn

bảo hiểm tiền gửi liên bang. Lợi ích của bảo hiểm tư nhân là ở chỗ nhà bảo hiểm tư sẽ giám sát cẩn thận ngân hàng giữ tiền gửi mà nhà bảo hiểm tư này đang bảo hiểm. Một vấn đề đối với dạng bảo hiểm này là ở chỗ các nhà bảo hiểm tư có thể vỡ nợ, dẫn đến các vụ hoảng loạn ngân hàng giống như những vụ mà chúng ta đã thấy ở Ohio, Maryland và Rhode Island trong những năm gần đây (xem Bài đọc thêm 16.2). Như vậy vẫn có thể cần tới một cơ quan liên bang bảo đảm rằng nhà bảo hiểm tư này sẽ không vỡ nợ. Thiếu một sự bảo hiểm như vậy, các lo sợ về tiềm lực của nhà bảo hiểm tư này có thể dẫn đến việc những người gửi đổ xô tới đòi rút tiền ở ngân hàng. Bảo hiểm tiền gửi tư nhân tự nó sẽ không ngăn ngừa được hệ thống hoạt động ngân hàng không ổn định.

Các phí bảo hiểm tiền gửi tính trên cơ sở mức rủi ro. Một số nhà kinh tế cũng như một người cầm đầu cũ của FDIC, đã gợi ý rằng bảo hiểm tiền gửi được định giá giống như bảo hiểm ô tô : các lái xe có xu hướng hay gặp tai nạn phải thanh toán mức bảo hiểm cao hơn và cũng vậy, các ngân hàng với những tài sản có mang nhiều rủi ro hơn sẽ bị tính các phí bảo hiểm cao hơn. Như vậy các ngân hàng sẽ có ít ý muốn mang những rủi ro cao hơn bởi vì khi ấy họ phải trả các phí bảo hiểm tiền gửi cao hơn. Tuy một dạng nào đó của các phí bảo hiểm tiền gửi dựa trên cơ sở rủi ro là có ý nghĩa, cơ quan bảo hiểm tiền gửi có thể gặp khó khăn trong việc xác định khi nào thì tiền của một ngân hàng là rủi ro. Rủi ro này có thể không biểu lộ cho tới lúc đã quá muộn và ngân hàng đó không được trả nợ. Như thế, các phí bảo hiểm trên cơ sở rủi ro có thể không loại bỏ được rủi ro đạo đức một cách hoàn toàn ; các điều lệ khác để kiểm soát việc mang lấy rủi ro sẽ vẫn còn cần thiết.

Những thay đổi được đề nghị trong các quy định hoạt động ngân hàng khác

Loại bỏ các hạn chế mở chi nhánh. Các hạn chế đối với việc mở chi nhánh, nhất là các chi nhánh liên tiểu bang, cũng đã góp phần vào sự khủng hoảng bảo hiểm tiền gửi. Do các quy định này, các ngân hàng bị trói chặt vào những điều kiện kinh tế trong địa phương của họ và ít có khả năng đa dạng hóa các món tiền cho vay của họ. Không có sự trùng hợp rằng một phần tỉ lệ cao hơn của các vụ vỡ nợ ngân hàng đã xảy ra trong các tiểu bang trì trệ kinh tế, ở đó sản xuất nông nghiệp và dầu mỏ là những công nghiệp hàng đầu (ví dụ như Texas Louisiana, Colorado và Kansas). Tuy rằng việc mở chi nhánh qua các biên giới tiểu bang

đang trở nên phổ biến hơn, một sự chuyển động nhanh hơn nữa tới một hệ thống hoạt động ngân hàng quốc gia bằng cách loại bỏ các hạn chế đối với việc mở chi nhánh, nhìn chung sẽ giảm bớt các vụ vỡ nợ ngân hàng nhờ việc thúc đẩy đa dạng hóa tăng thêm.

Sử dụng việc tính toán theo giá trị thị trường cho những đòi hỏi về vốn. Chúng ta đã thấy đòi hỏi một ngân hàng phải có vốn cổ phần lớn, sẽ khiến cho ngân hàng này ít có thể vỡ nợ. Đòi hỏi đó cũng có lợi bởi vì ngân hàng này có vốn lớn nhiều hơn cái để mất nếu nó gặp những cuộc đầu tư rủi ro và do đó nó sẽ có ý muốn nắm giữ những tài sản rủi ro. Không may, các đòi hỏi về vốn tối thiểu, trên cơ sở các phép đo dựa vào những rủi ro mới, được tính toán trên cơ sở chi phí lịch sử (giá trị sổ sách), trong đó giá trị của một tài sản được coi là giá trị ban đầu của nó. Vấn đề đối với việc tính toán theo chi phí lịch sử này là ở chỗ, những thay đổi về giá trị của các tài sản có và các tài sản nợ do những thay đổi về lãi suất hoặc về rủi ro bị vỡ nợ gây ra đã không được phản ánh trong sự tính toán vốn cổ phần của hăng đó. Song những thay đổi về giá trị thị trường của các tài sản có và các tài sản nợ, và vì thế những thay đổi về giá trị thị trường của vốn cổ phần là cái cho biết liệu một hăng có thực là không thanh toán được nợ hay không. Hơn thế, chính giá trị thị trường của vốn này xác định các ý muốn nắm giữ những tài sản rủi ro đối với một ngân hàng.

Việc cải tổ bảo hiểm tiền gửi được các nhà kinh tế ủng hộ rộng rãi nhất là việc sử dụng sự tính toán theo giá trị thị trường để tính toán các đòi hỏi về vốn. Tất cả những tài sản có và những tài sản nợ có thể được ghi rõ theo các giá trị thị trường một cách định kỳ, ví dụ mỗi 3 tháng, để xác định liệu một ngân hàng có đủ giá trị vốn của nó tính theo giá trị thị trường để thỏa mãn những đòi hỏi tối thiểu hay không. Thông tin về việc tính toán theo giá trị thị trường sẽ cho phép cơ quan bảo hiểm tiền gửi đó biết rõ một cách nhanh chóng khi nào một ngân hàng đang ở bên dưới những đòi hỏi về vốn của nó. Ngân hàng này lúc ấy có thể bị đóng cửa ngừng hoạt động trước khi giá trị ròng của nó tụt xuống dưới zero, như thế ngăn ngừa một tổn thất cho cơ quan bảo hiểm tiền gửi? Những đòi hỏi về vốn tính trên cơ sở giá trị thị trường nói trên cũng đảm bảo rằng các ngân hàng sẽ không hoạt động với vốn âm, nhờ vậy ngăn ngừa chiến lược đánh cược qua việc nắm lấy rủi ro quá mức.

Việc sử dụng các giá trị thị trường để tính toán vốn cổ phần cũng sẽ có lợi là khiến cho một ngân hàng không thanh toán được nợ thêm rành mạch. Như chúng ta đã thấy trong phần thảo luận về kinh tế chính trị của cuộc thất bại của

công nghiệp tiết kiệm và cho vay, các người điều hành và các nhà chính trị bị đặt trước một vấn đề người ủy thác - người đại lý bởi vì họ thường có ý muốn che giấu tình trạng không thanh toán được nợ, mặc dầu những người đóng thuế sẽ sung sướng nếu chúng thực sự không xảy ra. Việc tính toán theo giá trị thị trường sẽ làm cho việc che giấu tình trạng không thanh toán được nợ gặp khó khăn hơn, và như thế nó sẽ giúp những người đóng thuế giám sát những người điều hành và giám sát những nhà chính trị, những người sẽ có lúc gặp khó khăn khi bảo vệ cho phương thức kiên nhẫn điều hành. Do vậy việc tính toán theo giá trị thị trường có thể khiến cho các người điều hành và các nhà chính trị có trách nhiệm hơn và đem lại cho họ những ý muốn hành động vì lợi ích của những người đóng thuế.

Những người phản đối các đòi hỏi về vốn tính theo giá trị thị trường tập trung vào những khó khăn của việc tính vốn đầu tư theo giá trị thị trường, việc đó làm sao bảo đảm được chính xác và không phức tạp. Việc tính toán theo chi phí lịch sử có một lợi ích quan trọng, trong đó các qui tắc tính toán dễ xác định hơn và dễ tiêu chuẩn hóa hơn khi giá trị của một tài sản chỉ được coi là giá mua của nó. Việc tính toán theo giá trị thị trường, mặt khác, lại đòi hỏi các ước tính và những xấp xỉ là những điều khó được tiêu chuẩn hóa. Ví dụ, có thể là khó khăn khi đánh giá giá trị thị trường của món tiền vay mà ông bạn Joe dùng mua ô tô, trong khi rất dễ khi đánh giá một trái khoán chính phủ. Ngoài ra, việc thực hiện sự tính toán vốn theo giá trị thị trường sẽ tỏ ra tốn kém cho các ngân hàng bởi vì việc ước tính đó đòi hỏi phải tập hợp nhiều thông tin hơn về các đặc tính của các tài sản có và các tài sản nợ.

Tuy thế, những người đề xướng việc tính toán theo giá trị thị trường cho những đòi hỏi vốn chỉ ra rằng mặc dù việc tính toán đó liên quan đến một số phép ước tính và xấp xỉ, nó vẫn sẽ giúp cho các nhà điều hành có thể đánh giá chính xác hơn về vốn ngân hàng hơn là việc tính toán theo chi phí lịch sử. Họ cũng cho thấy rằng mặc dù các người phản đối việc tính toán theo giá trị thị trường phản nản là sẽ rất tốn kém khi tập hợp thông tin cần thiết, những người tham dự thị trường thường xuyên đánh giá giá trị thị trường của các tài sản có của ngân hàng khi họ mua cổ phần ngân hàng hoặc mua tài sản nợ của ngân hàng. Hơn nữa, nhiều ngân hàng tính sẵn các giá trị thị trường của những tài sản có của họ để đưa ra các quyết định kinh doanh. Một sự chuyển hướng nhằm tới tính toán theo giá trị thị trường tỏ ra hoàn toàn khả thi và có thể giúp giảm được tính chất có thể của một cuộc khủng hoảng tương lai trong hoạt động ngân hàng.

ỨNG DỤNG

ĐÁNH GIÁ CHƯƠNG TRÌNH CỦA KHO BẠC CHO VIỆC CẢI TỔ HỆ THỐNG NGÂN HÀNG

Vào tháng 2 năm 1991, Kho bạc Mỹ đưa ra một chương trình được trông đợi từ lâu cho sự cải tổ hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng (theo đòi hỏi của Đạo luật 1989 về Cường chế thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính). Mục tiêu cơ bản của chương trình này là để giới hạn phạm vi bảo hiểm tiền gửi và làm mạnh mẽ các ngân hàng bằng cách cho họ những quyền tiến hành một diện rộng các hoạt động dịch vụ tài chính. Dựa trên sự phân tích ở chương này, nay chúng ta sẽ đánh giá các khoản mục quan trọng của chương trình Kho bạc và xem liệu nó có thể chữa trị cuộc khủng hoảng hiện hành trong hoạt động ngân hàng hay không.

Hướng dẫn nghiên cứu

Trước hết hãy đọc phần mô tả mỗi một nhóm các khoản mục trong chương trình Kho bạc. Sau đó, trước khi bạn đọc phần đánh giá, cố gắng lý giải xem các khoản mục này sẽ giải quyết các vấn đề hiện hành trong việc điều hành hoạt động ngân hàng như thế nào. Bài tập này sẽ giúp bạn phát triển một sự hiểu biết sâu sắc hơn nội dung của chương này.

Các giới hạn bảo hiểm tiền gửi

Chương trình Kho bạc sẽ giới hạn những người gửi tiền tới mức 200.000 đôla bảo hiểm đối với mỗi một tổ chức hoạt động ngân hàng. 100.000 đôla đối với một tài khoản séc hoặc tiết kiệm và 100.000 đôla đối với một tài khoản hưu trí. Các món tiền gửi qua mỗi giới sẽ không còn được bảo hiểm và FDIC sẽ nghiên cứu xem liệu những giới hạn thêm nữa đối với bảo hiểm tiền gửi có là khả thi hay không.

Đánh giá. Vấn đề đầu tiên với những giới hạn của kho bạc đối với bảo hiểm tiền gửi là ở chỗ chúng dễ bị phá vỡ bằng kế sách ; tức là, những người gửi tiền có thể mở các tài khoản tại những ngân hàng khác nhau. Như thế các giới hạn này có thể là rất không hiệu quả trong việc thu hẹp các tổn thất tiềm ẩn cho FDIC khi có những vụ vỡ nợ ngân hàng và sẽ không làm tăng các ý muốn giám sát các ngân hàng của những người gửi tiền. Hơn thế, trong khi FDIC tiếp tục theo đuổi chính sách "quá lớn không để vỡ nợ", các giới hạn bảo hiểm tiền gửi ở các ngân hàng lớn thực sự sẽ không có ý nghĩa : Những người gửi tiền biết rằng các tài

khoản của họ ở các ngân hàng này dù lớn đến mức nào thì cũng không có vấn đề gì, họ sẽ không phải chịu bất kỳ tổn thất nào.

Hoạt động ngân hàng trên phạm vi quốc gia

Chương trình Kho bạc đề nghị loại bỏ những hạn chế đối với các hoạt động ngân hàng trên phạm vi quốc gia. Các hoạt động ngân hàng trọn vẹn thực hiện trên phạm vi quốc gia sẽ được cho phép đối với các công ty nắm giữ ngân hàng trong khoảng thời gian 3 năm. Các ngân hàng sẽ được phép mở các chi nhánh ở các tiểu bang khác, trừ trường hợp có các hạn chế bên trong tiểu bang không cho phép mở chi nhánh. Nhiều nhà phân tích xem phần này của chương trình Kho bạc dễ có thể được chấp nhận sớm nhất.

Đánh giá. Việc mở chi nhánh trên phạm vi quốc gia sẽ lập tức tạo ra những tiết kiệm chi tiêu cho các công ty nắm giữ ngân hàng vùng, các công ty này lúc đó có thể hợp nhất các ngân hàng trong các tiểu bang khác nhau thành một tổ chức hoạt động ngân hàng hữu hiệu hơn. Như thế, việc mở chi nhánh sẽ có thể làm tăng tính lợi nhuận của ngân hàng và cải thiện tiềm lực của công nghiệp hoạt động ngân hàng. Thư ký Kho bạc Brady đã tiếp tục ghi nhận rằng việc mở chi nhánh trên phạm vi quốc gia có thể dẫn tới tăng tính chất hiệu quả, việc tăng hiệu quả này sẽ tiết kiệm cho các ngân hàng tới 10 tỉ đôla mỗi năm trong khoảng 5 năm - cái mà ông ta gọi là một "con số gây sững sốt".

Một cái lợi khác của việc mở chi nhánh trên phạm vi quốc gia là ở chỗ nó sẽ giúp cho các ngân hàng có thể tăng một cách rõ rệt việc đa dạng hóa các danh mục cho vay của họ, do họ sẽ không còn bị hạn chế việc thực hiện những món cho vay trong một vùng địa dư chật hẹp. Do một ngân hàng với sự đa dạng hóa được tăng lên khó có thể vỡ nợ, hoạt động ngân hàng trên phạm vi quốc gia sau cùng sẽ tạo ra một hệ thống hoạt động ngân hàng ít có thiên hướng về các vụ vỡ nợ. Tuy nhiên trong hoạt động ngân hàng, các ngân hàng nhỏ có thể bị tổn hại do các ngân hàng quốc gia lớn xâm nhập vào các thị trường địa phương của họ. Điều này có thể giảm bớt lợi nhuận của một số ngân hàng địa phương và làm cho các ngân hàng ấy vỡ nợ.

Các chứng khoán, quỹ tương trợ và các chi nhánh bảo hiểm

Các ngân hàng được chuẩn bị vốn tốt sẽ được phép có các chi nhánh bảo hiểm chứng khoán, và quỹ tương trợ dưới dạng một cấu trúc công ty nắm giữ các dịch

vụ tài chính. Các công ty nắm giữ này có thể do các công ty thương mại hoặc tài chính sở hữu. Thực tế, chương trình Kho bạc sẽ cho phép các ngân hàng thực hiện đầy đủ các kinh doanh chứng khoán và bảo hiểm. Chương trình này cũng đề nghị việc chuẩn bị riêng vốn cho các chi nhánh bảo hiểm, chứng khoán, quỹ tương trợ và điều hành nghiêm ngặt các công ty nắm giữ các dịch vụ tài chính đó để ngăn ngừa chi nhánh bảo hiểm gặp rủi ro lớn.

Đánh giá : Lợi ích của việc cho phép các ngân hàng đi vào các kinh doanh chứng khoán và bảo hiểm là ở chỗ nó mở ra các hoạt động có lợi nhuận tiềm ẩn cho các ngân hàng, sao cho các ngân hàng được "khỏe mạnh" hơn. Mặt khác, việc mở rộng các hoạt động của các ngân hàng tới những lĩnh vực này lại có thể làm cho các ngân hàng mang lấy rủi ro lớn hơn. Thực vậy, việc mở rộng lĩnh vực hoạt động đó giống y như điều đã làm cho cho các ngân hàng tiết kiệm và cho vay trong luật lệ về hoạt động ngân hàng năm 1980 và năm 1982 và việc mang lấy rủi ro nhiều hơn là một yếu tố chính gây ra những tổn thất khổng lồ cho những người đóng thuế đã xảy ra sau này. Việc cho phép các công ty thương mại hoặc các hãng chứng khoán sở hữu những công ty nắm các dịch vụ tài chính, và các công ty giữ các dịch vụ tài chính này đến lượt mình lại sở hữu các ngân hàng, có thể dẫn đến những cuộc xung đột lợi ích trong đó các ngân hàng cấp các món cho vay cho các công ty chủ sở hữu, việc này là quá rủi ro. Tuy vậy, chương trình Kho bạc chắc chắn có những điều khoản để ngăn ngừa những cuộc khủng hoảng về lợi ích, một số nhà phân tích nghi ngờ liệu những điều khoản này sẽ có đủ hiệu lực hay không.

Các điều khoản về vốn ngân hàng

Cơ quan Kho bạc đề nghị rằng việc điều hành hoạt động ngân hàng phải gắn trực tiếp hơn vào số vốn ngân hàng. Các ngân hàng sẽ được xếp theo 5 loại tùy theo số vốn của họ. Số vốn càng nhỏ, việc điều hành sẽ càng phải cứng rắn. Các ngân hàng có vốn ít về nguyên tắc sẽ bị giảm bớt tiền chia lãi cổ phần hoặc bán các tài sản có ở một giai đoạn sớm hơn, như thế khiến cho các chi phí vỡ nợ mà FDIC gánh chịu sẽ thấp hơn. Chỉ các ngân hàng được chuẩn bị tốt về vốn sẽ được cho phép trở thành một bộ phận của các công ty nắm giữ các dịch vụ tài chính. Các ngân hàng được chuẩn bị tốt về vốn cũng sẽ có phí bảo hiểm tiền gửi thấp hơn so với những ngân hàng chuẩn bị tồi về vốn.

Đánh giá. Tất cả những điều khoản về vốn ngân hàng của chương trình Kho bạc được nhằm vào việc khuyến khích các ngân hàng tăng thêm vốn. Vốn ngân hàng tăng lên làm giảm các ý muốn đầu tư vào rủi ro đạo đức bởi vì ngân hàng này lúc ấy có nhiều hơn để mất nếu nó vỡ nợ và do đó ít có thể mang quá nhiều rủi ro. Ngoài ra, việc khuyến khích các ngân hàng thêm vốn sẽ làm giảm bớt các tổn thất tiềm ẩn đối với FDIC bởi vì vốn ngân hàng tăng lên như là một cái đệm giữ cho ngân hàng khó vỡ nợ. Gắn mức phí bảo hiểm tiền gửi vào số tiền vốn vỡ nợ chỉ là một dạng bảo hiểm tiền gửi tính trên cơ sở rủi ro trong đó những ngân hàng an toàn hơn có chi phí bảo hiểm thấp hơn.

Củng cố việc điều hành

Các ngân hàng thương mại và các ngân hàng tiết kiệm và cho vay hiện đang được điều hành bởi 4 cơ quan với quyền lực pháp lý chồng chéo nhau : FDIC, Dự trữ Liên bang, Văn phòng Quản lý và Văn phòng Giám sát tiết kiệm. Kế hoạch Kho bạc đề nghị rằng số lượng các cơ quan điều hành được giảm xuống còn 2 : (1) một cơ quan điều hành mới, cơ quan Ngân hàng Liên bang (the Federal Banking Agency), nó sẽ điều hành tất cả các ngân hàng được trao đặc quyền liên bang và các công ty tiết kiệm và (2) Dự trữ Liên bang, cơ quan này sẽ điều hành các ngân hàng được trao đặc quyền tiểu bang. Với cấu trúc này, mỗi một tổ chức điều hành thay vì chịu sự điều hành của một số cơ quan điều hành như hiện nay. FDIC sẽ không có hoạt động điều hành, nó sẽ hành động duy nhất như một cơ quan bảo hiểm, tập trung vào việc đối phó với những tổ chức không thanh toán được nợ.

Đánh giá. Việc củng cố điều hành hoạt động ngân hàng trong đó một tổ chức chỉ có một cơ quan điều hành chứ không phải có nhiều (hệ thống hiện hành) loại bỏ được sự trùng lặp về kết quả đạt được, giảm bớt sự lộn xộn và không ổn định cho các ngân hàng về việc họ sẽ bị điều hành như thế nào, và giữ cho các ngân hàng tránh một sự điều chỉnh bất lợi đối với một cơ quan khác, do đó giảm bớt việc sửa đi sửa lại. Một số nhà phê bình của Kế hoạch Kho bạc gợi ý rằng nó vẫn chưa đạt mức cần thiết bởi vì hiệu quả sẽ được tăng lên nếu chỉ có một cơ quan điều hành thay vì có 2.

Một đặc điểm còn phải bàn của Kế hoạch Kho bạc là ở chỗ nó loại bỏ FDIC ra khỏi công việc điều hành. Vì FDIC hầu như trực tiếp gánh chịu chi phí của các vụ vỡ nợ ngân hàng, trong đó chính tất cả những cơ quan điều hành, có thể

là ít bị đặt trước vấn đề người ủy thác - người đại lý nhất, và có ý muốn mạnh nhất về việc giữ cho các ngân hàng được bảo hiểm tránh mang lấy quá nhiều rủi ro. Như thế, việc loại bỏ vai trò điều hành các ngân hàng của FDIC có thể dẫn đến một sự điều hành kém chặt chẽ và sinh ra nạn "cờ bạc quan liêu", việc này có thể dẫn đến các bảo lãnh ngân hàng sẽ đắt hơn trong tương lai.

Đánh giá chung về chương trình

Tuy chương trình Kho bạc bao gồm những điều khoản để giảm bớt rủi ro về phía các ngân hàng, nhiều nhà phê bình cảm thấy rằng nó vẫn để mặc các ngân hàng với một ý muốn quá lớn thực hiện các rủi ro đạo đức qua việc mang lấy rủi ro. Các giới hạn đối với bảo hiểm tiền gửi không thể là hữu hiệu đối với việc giảm thái độ cư xử mang lấy rủi ro của các ngân hàng khi chương trình Kho bạc còn chứa một lỗ hổng quan trọng : Nó không thay đổi chính sách "quá lớn không để vỡ nợ". Do một ngân hàng lớn biết rằng những người gửi tiền của họ sẽ không rút tiền gửi khi họ thực hiện những hoạt động rủi ro bởi vì chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" ngăn ngừa không để những người gửi tiền chịu bất kỳ tổn thất nào, nên ngân hàng này có những ý muốn mạnh mẽ mang lấy quá nhiều rủi ro. Tuy chương trình Kho bạc tạo ra các khích lệ phụ thêm cho ngân hàng tăng thêm vốn, việc tăng vốn này có thể không đủ để ngăn ngừa các tổn thất lớn cho FDIC. Điều này đặc biệt đúng vì chương trình này không thúc đẩy các phương thức tính toán chặt chẽ theo giá trị thị trường là phương thức sẽ giúp cho các cơ quan điều hành có thể có một sự đánh giá chính xác hơn về vốn ngân hàng.

Sự thất bại của chương trình Kho bạc nhằm cải tổ bảo hiểm tiền gửi (để nhờ đó các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức được giảm một cách căn bản) khiến cho các đặc điểm quan trọng khác của chương trình này còn là vấn đề phải bàn thêm. Thiếu sự cải tổ bảo hiểm tiền gửi đủ đến mức các ý muốn mang lấy rủi ro được giảm về căn bản, thì việc cho phép các ngân hàng thực hiện những hạng mục kinh doanh mới, ví dụ như các chứng khoán có bảo đảm và bảo hiểm đều có thể làm tăng rủi ro của ngân hàng và là một nguyên nhân cho thảm họa. Chủ tịch Ủy ban hoạt động ngân hàng Hạ viện, Henry B. Gonzalez đã tuyên bố hùng hồn sự chống đối của ông ta đối với chương trình Kho bạc như sau : "Đây cũng vẫn là cỗ xe trước trí lực của con ngựa đã gây tai họa cho việc điều hành công nghiệp tiết kiệm và cho vay ở thời kỳ đầu những năm 1980. Chúng ta hãy đặt ra các giới hạn tốc độ và đào tạo cảnh sát trước khi chúng ta mở một tuyến đường sắt siêu tốc cho các tổ chức tài chính".

TÓM TẮT

1. Bảo hiểm tiền gửi phải chịu đựng 2 vấn đề nghiêm trọng : (1) chọn lựa đối nghịch, trong đó những người đầu cơ hoặc những kẻ tội phạm công khai khai thác kiểm soát các ngân hàng với các món tiền gửi được bảo hiểm, và (2) rủi ro đạo đức, trong đó các ngân hàng có những ý muốn đầu tư có quá nhiều rủi ro.

2. Do việc sửa đổi điều hành và một tập hợp những rủi ro lịch sử, các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đã tăng lên trong các năm 1980 và đưa đến các tổn thất khổng lồ cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay và việc ban hành luật pháp cần thiết cho việc bảo lãnh vào năm 1989.

3. Đạo luật về Cường chế thi hành, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính (FIRREA) năm 1989 cung cấp vốn cho việc bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm và cho vay, đã lập ra Công ty Ủy thác thanh lý để quản lý việc giải quyết những tổ chức tiết kiệm không thanh toán được nợ, đã loại bỏ Hội đồng Ngân hàng cho vay mua nhà liên bang và đã trao nhiệm vụ điều hành của cơ quan này cho Văn phòng Giám sát tiết kiệm, đã loại bỏ FSLIC còn vai trò bảo hiểm và trách nhiệm điều hành của nó đã được trao cho FDIC, đã áp đặt các hạn chế đối với các hoạt động

tiết kiệm tương tự những hạn chế thực tế trước năm 1982, đã tăng các bắt buộc về vốn lên bằng các bắt buộc mà các ngân hàng thương mại phải theo, và đã tăng quyền lực cường chế thi hành của các cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm.

4. Các nhà điều hành và các nhà chính trị cũng chịu tác động của vấn đề người ủy thác - người đại lý, vì vậy họ có thể không có đủ ý muốn làm giảm đến tối thiểu chi phí bảo hiểm tiền gửi mà những người đóng thuế gánh chịu. Bởi vậy những người điều hành và các nhà chính trị đã nới lỏng các tiêu chuẩn về vốn, bãi bỏ những hạn chế đối với việc nắm giữ các tài sản rủi ro và thực hiện phương thức kiên nhẫn điều hành, do thế, làm tăng chi phí bảo lãnh tiết kiệm và cho vay.

5. Các đề nghị cho việc cải tổ hệ thống điều hành hoạt động ngân hàng bao gồm việc : loại bỏ bảo hiểm tiền gửi, hạ thấp các giới hạn đối với số tiền được bảo hiểm, loại bỏ chính sách "quá lớn không để phá sản", đồng bảo hiểm, bảo hiểm tiền gửi ở các "ngân hàng hẹp tâm", bảo hiểm tư nhân, bảo hiểm tiền gửi linh theo rủi ro, loại bỏ việc hạn chế mở chi nhánh, và việc tính toán theo giá trị thị trường cho các đòi hỏi về vốn.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Hãy nêu một ví dụ về chọn lựa đối nghịch và một ví dụ về rủi ro đạo đức trong cơ chế bảo hiểm tư nhân.

2* Nếu các công ty bảo hiểm tai nạn cung cấp bảo hiểm cháy mà không có một điều khoản hạn chế nào, thì sẽ đưa đến hình thức nào của các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức ?

3. Hình thức điều hành ngân hàng nào được dùng để giảm các vấn đề chọn lựa đối nghịch cho việc bảo hiểm tiền gửi ? Liệu nó thường xuyên có tác dụng không ?

4* Các điều lệ ngân hàng nào được ban hành để giảm các vấn đề rủi ro đạo đức mà bảo hiểm tiền gửi tạo ra ? Liệu chúng có loại bỏ hoàn toàn vấn đề rủi ro đạo đức.

5. Phí tổn và lợi ích của chính sách "quá lớn không để vỡ nợ" là gì ?

6* Vì sao cuộc khủng hoảng S & L đã không xảy ra trước những năm 1980 ?

7. Vì sao chiến lược kiên nhẫn điều hành là nguy hiểm đối với một cơ quan bảo hiểm tiền gửi ?

8* Việc ban hành FIRREA năm 1989 là việc ban hành luật pháp về hoạt động ngân hàng toàn diện nhất kể từ những năm 1930. Hãy mô tả các đặc điểm chính của luật lệ này.

9. Việc ban hành FIRREA năm 1989 sẽ có giải quyết được cuộc khủng hoảng hiện thời trong hoạt động ngân hàng hay không ? Nếu có đủ vì sao ? Nếu không thì vì sao ?

10* Một số người ủng hộ chiến dịch vận động cải tổ tin rằng việc chính phủ cấp tiền cho các cuộc vận động chính trị và việc hạn chế chi tiêu cho chiến dịch vận động có thể giảm vấn đề người đại lý - người ủy thác trong hệ thống chính trị của chúng ta. Bạn

có tán thành hay không ? Hãy giải thích.

11. Cuộc khủng hoảng S & L có thể bị kết luận là do vấn đề người đại lý - người ủy thác gây ra như thế nào ?

12* Bạn có nghĩ rằng việc loại bỏ hoặc hạn chế số lượng tiền gửi được bảo hiểm là một ý tưởng đúng hay không ? Hãy giải thích.

13. Bạn có nghĩ rằng việc loại bỏ sự can thiệp của một hệ thống hoạt động ngân hàng quốc tế sẽ có lợi cho nền kinh tế hay không ? Hãy giải thích.

14* Phí bảo hiểm tiền gửi cao hơn mà các ngân hàng phải đóng cho các tài sản có rủi ro hơn có thể làm lợi cho nền kinh tế hay không ?

15. Việc tính toán các bất buộc về vốn ngân hàng theo giá trị thị trường có thể có lợi cho nền kinh tế như thế nào ? Nó sẽ có khó khăn trong việc thực hiện như thế nào ?

CHƯƠNG 12

Các tổ chức tài chính phi ngân hàng

LỜI DẪN

Tuy các ngân hàng là một tổ chức tài chính mà chúng ta thường giao dịch nhất, nhưng không phải tất cả các tổ chức tài chính đều chỉ là các ngân hàng. Giả sử bạn mua bảo hiểm của một công ty bảo hiểm, vay một món trả dần của một công ty tài chính để mua một xe hơi mới, hoặc mua một số cổ phiếu qua sự giúp đỡ của một người môi giới. Trong mỗi vụ giao dịch này bạn đang giao tiếp với một tổ chức tài chính phi ngân hàng. Trong nền kinh tế của chúng ta, các tổ chức tài chính phi ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong việc khơi các nguồn vốn từ những người cho vay - những người tiết kiệm tới những người vay - những người chi tiêu y như một ngân hàng. Hơn thế, quá trình đổi mới tài chính (ở Mỹ) đã tăng tính quan trọng của các tổ chức tài chính phi ngân hàng. Qua đổi mới, các tổ chức tài chính phi ngân hàng nay cạnh tranh trực tiếp hơn với các ngân hàng qua các dịch vụ tương tự như hoạt động ngân hàng. Chương này nghiên cứu một cách chi tiết hơn xem các tổ chức tài chính phi ngân hàng chủ yếu hoạt động như thế nào và họ được điều hành ra sao.

CÁC CÔNG TY BẢO HIỂM

Hàng ngày chúng ta đối mặt với khả năng xảy ra những tai họa nào đó, chúng

có thể đưa đến các tổn thất tài chính lớn. Tiền thu nhập của một cặp vợ chồng có thể mất đi do cái chết hoặc bệnh tật. Một tai nạn xe hơi có thể phải sửa chữa tốn kém hoặc các chi phí cho người bị thương. Bởi vì tổn thất tài chính do những khủng hoảng có thể là rất lớn so với các nguồn tài chính của chúng ta, để bảo vệ chính bản thân chúng ta cần mua một hợp đồng bảo hiểm. Hợp đồng đó sẽ thanh toán cho chúng ta một khoản tiền nếu các sự kiện tai họa xảy ra. Các công ty bảo hiểm sinh mạng chuyên môn hóa trong việc bán các hợp đồng bảo hiểm chu cấp thu nhập nếu một cá nhân bị chết, bị mất năng lực vì bệnh tật, hay về hưu. Các công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản chuyên môn hóa trong việc hợp đồng bảo hiểm các tổn thất do hậu quả của các tai nạn, cháy hoặc trộm cắp.

Các nguyên tắc quản lý bảo hiểm

Các công ty bảo hiểm, tương tự như các ngân hàng, thực hiện kinh doanh trung gian tài chính chuyển một dạng từ tài sản này thành một dạng khác cho công chúng. Các công ty bảo hiểm sử dụng các phí bảo hiểm thu được nhờ bán các hợp đồng bảo hiểm để đầu tư vào các tài sản có, ví dụ như các trái khoán, các cổ phiếu, các món vay thế chấp hoặc các món vay khác; rồi từ những tài sản có này được dùng thanh toán cho những khiếu nại đòi bồi thường theo các hợp đồng đã bán. Thực tế, các công ty bảo hiểm chuyển các tài sản có, ví dụ như các trái khoán, các cổ phiếu và các món cho vay thành các hợp đồng bảo hiểm, việc đó tạo ra nhiều dịch vụ (ví dụ, dàn xếp khiếu nại đòi bồi thường, các chương trình tiết kiệm, các đại lý bảo hiểm tin cậy). Nếu quá trình sản xuất chuyển đổi tài sản của một công ty bảo hiểm cung cấp có hiệu quả cho khách hàng của mình những dịch vụ bảo hiểm xứng đáng với giá hạ và nếu nó thu được lợi tức cao trong các vụ đầu tư của mình thì nó sẽ tạo ra lợi nhuận; còn nếu không thì nó sẽ chịu tổn thất.

Trong Chương 9, các khái niệm kinh tế về chọn lựa đối nghịch, và rủi ro đạo đức đã cho phép chúng ta hiểu được một vài nguyên tắc quản lý ngân hàng; nhiều trong số này cũng áp dụng cho các hoạt động cho vay của các công ty bảo hiểm. Ở đây một lần nữa, chúng ta lại dùng các khái niệm chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức đó để giải thích nhiều phương thức thực hành quản lý đặc trưng cho công nghiệp bảo hiểm nói trên.

Trong trường hợp một hợp đồng bảo hiểm, rủi ro đạo đức xảy ra khi có bảo hiểm sẽ khuyến khích bên được bảo hiểm mang lấy rủi ro, việc này làm tăng khả năng của một vụ thanh toán tiền bảo hiểm. Ví dụ, một cá nhân có bảo hiểm mất trộm ban đêm, có thể họ không thực hiện nhiều biện pháp để phòng để ngăn

ngừa mất trộm, bởi vì đã có công ty bảo hiểm đền bù cho người đó phần lớn các tổn thất nếu người đó bị mất trộm. Chọn lựa đối nghịch xảy ra khi những người dễ nhận được nhất các tiền bảo hiểm lớn là những người muốn mua bảo hiểm nhất. Ví dụ, một người đang bị một chứng bệnh khó qua khỏi sẽ muốn mua một hợp đồng bảo hiểm y tế sinh mạng lớn nhất có thể có ; vì thế công ty bảo hiểm này bị đặt trước những tổn thất tiềm ẩn to lớn. Cả lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức đều có thể đưa đến các tổn thất lớn cho các công ty bảo hiểm bởi vì chúng tạo ra những khoản thanh toán cao cho các khiếu nại đòi bảo hiểm. Do đó việc làm tối thiểu hóa lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức để giảm các khoản thanh toán này là một mục tiêu cực kỳ quan trọng đối với các công ty bảo hiểm và mục tiêu này giải thích một loạt các phương thức thực hành bảo hiểm sau đây.

Sàng lọc. Để giảm bớt sự lựa chọn đối nghịch, các công ty bảo hiểm cố gắng sàng lọc những người mang bảo hiểm rủi ro tốt khỏi những người mang bảo hiểm rủi ro tồi. Do vậy các phương thức tập hợp thông tin có hiệu quả là một nguyên tắc quan trọng trong quản lý bảo hiểm.

Khi bạn nộp đơn xin bảo hiểm ô tô, việc đầu tiên mà nhân viên bảo hiểm làm là hỏi bạn những câu về hồ sơ lái xe của bạn (số phiếu vượt tốc độ, các tai nạn), kiểu loại xe bạn sẽ bảo hiểm và ngay cả các vấn đề cá nhân (tuổi, tình trạng hôn nhân). Nếu bạn muốn bảo hiểm sinh mạng, bạn sẽ qua một hàng rào tương tự, nhưng bạn được hỏi những câu còn mang tính chất cá nhân hơn về những thứ như sức khỏe, các thói quen hút thuốc, việc dùng thuốc và rượu của bạn. Công ty bảo hiểm sinh mạng thậm chí còn khám nghiệm bạn bằng cách lấy mẫu máu và nước tiểu. Giống như một ngân hàng tính toán điểm tín dụng để đánh giá một con người có thể vay tiền, công ty bảo hiểm này sử dụng thông tin bạn cung cấp để quy bạn vào một cấp rủi ro - một phép đo thống kê về khả năng bạn có thể có khiếu nại đòi bồi thường. Dựa vào thông tin này, công ty bảo hiểm đó có thể quyết định chấp nhận hoặc bác bỏ yêu cầu bảo hiểm của bạn, bởi vì bạn đưa ra một bảo hiểm rủi ro quá lớn và như vậy sẽ là một khách hàng không có lợi nhuận đối với công ty bảo hiểm này.

Phí bảo hiểm rủi ro. Đối với công ty bảo hiểm, việc thu phí bảo hiểm trên cơ sở mức độ rủi ro của một người được bảo hiểm (được gọi là các **phí bảo hiểm rủi ro**) là một nguyên tắc quản lý bảo hiểm đúng đắn. Chọn lựa 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.

Để hiểu vì sao một công ty bảo hiểm thấy cần thiết có các phí bảo hiểm rủi ro, chúng ta hãy xem xét một ví dụ về các phí bảo hiểm rủi ro mà thoạt nhìn có vẻ không công bằng. Harry và Sally, cả 2 sinh viên đại học không có phiếu tai nạn hoặc phiếu lái xe quá tốc độ, nộp đơn xin bảo hiểm ô tô. Thường thường, Harry sẽ chịu phí bảo hiểm cao hơn nhiều so với Sally. Các công ty bảo hiểm làm như vậy bởi vì những người đàn ông trẻ có mức tai nạn cao hơn nhiều, tính trung bình, so với những phụ nữ trẻ. Tuy vậy, giả sử một công ty bảo hiểm không tính các phí bảo hiểm của nó trên cơ sở một sự phân loại rủi ro, mà chỉ tính một phí bảo hiểm trên cơ sở số lượng trung bình rủi ro nam giới và nữ giới. Lúc ấy Sally sẽ tốn nhiều tiền và Harry tốn quá ít. Sally có thể đến một công ty bảo hiểm khác và có một giá thấp hơn, lúc đó Harry sẽ ký vào hợp đồng bảo hiểm của mình. Vì phí bảo hiểm của Harry không đủ cao cho việc thanh toán cho các tai nạn mà anh ta có thể có, tính trung bình công ty này sẽ bị tổn thất vì Harry. Chỉ với một phí bảo hiểm dựa trên một phân loại rủi ro, Harry chịu phí tổn nhiều hơn và công ty bảo hiểm này có thể có lợi nhuận⁽¹⁾.

Những điều khoản hạn chế. Những điều khoản hạn chế trong các hợp đồng là một công cụ quản lý để giảm bớt rủi ro đạo đức. Các điều khoản như vậy làm những người giữ hợp đồng nản lòng không thực hiện những hoạt động rủi ro làm cho một khiếu nại bồi thường bảo hiểm khó có thể xảy ra. Một điều khoản hạn chế người giữ hợp đồng hưởng lợi vì hành vi cư xử khiến cho một khiếu nại đòi bồi thường dễ có thể xảy ra. Ví dụ, các công ty bảo hiểm sinh mạng có những khoản trong các hợp đồng của họ nhằm loại bỏ tiền trợ cấp chết nếu người được bảo hiểm tự tử trong phạm vi hai năm đầu tiên mà hợp đồng này có hiệu lực. Các điều khoản hạn chế cũng có thể đòi hỏi một thái độ cư xử nào đó về phía người được bảo hiểm để cho một khiếu nại đòi bồi thường khó có thể xảy ra. Một công ty cho thuê xe mô tô ba bánh có thể yêu cầu cung cấp các mũ an toàn cho người thuê để tránh mọi trách nhiệm gắn với việc cho thuê. Vai trò của những điều khoản hạn chế không khác vai trò của các qui định hạn chế các hợp đồng vay nợ được mô tả ở Chương 8 : Cả 2 dùng để giảm rủi ro đạo đức bằng cách loại bỏ thái độ cư xử không mong muốn.

(1) Bạn có thể nhận ra ví dụ nêu ở đây đúng là "vấn đề những quả chanh" mô tả ở Chương 8.

Việc phòng ngừa gian lận. Các công ty bảo hiểm cũng đối mặt với rủi ro đạo đức bởi vì một cá nhân bảo hiểm có một ý muốn nói dối công ty và tìm cách có một khiếu nại đòi bồi thường cho dù khiếu nại này không có căn cứ. Ví dụ, một người đã không tuân theo các điều khoản hạn chế của một hợp đồng bảo hiểm có thể vẫn muốn tìm kiếm một khiếu nại. Tệ hơn, một người có thể đưa ra những khiếu nại mà thực tế đã không xảy ra. Như vậy, một nguyên tắc quản lý quan trọng cho những 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. Sẵn sàng hủy bỏ các hợp đồng là một công cụ quản lý bảo hiểm khác. Các công ty bảo hiểm có thể kiểm chế rủi ro đạo đức nếu họ đe dọa hủy bỏ một hợp đồng khi người nào đó đang được bảo hiểm có những hoạt động mà dễ khiếu nại đòi bồi thường. Nếu công ty bảo hiểm ô tô của bạn cho thấy lái xe nào bị quá nhiều phiếu quá tốc độ họ sẽ hủy bỏ quyền bảo hộ của anh ta điều đó sẽ làm bạn bớt ý muốn chạy quá tốc độ.

Khoản khấu trừ. Khoản khấu trừ là một khoản tiền cố định được khấu bớt từ tổn thất của người được bảo hiểm khi được thanh toán. Ví dụ, một khoản khấu trừ 250 đôla của một hợp đồng bảo hiểm ô tô có nghĩa là khi bạn chịu một tổn thất 1000 đôla do một tai nạn, công ty bảo hiểm chỉ thanh toán cho bạn 750 đôla. Các khoản khấu trừ là một công cụ quản lý phụ cấp cho các công ty bảo hiểm giảm rủi ro đạo đức. Khoản khấu trừ là phần bạn gánh chịu một tổn thất cùng với công ty bảo hiểm khi khiếu nại đòi bồi thường được thực hiện. Bởi vì bạn cũng bị tổn thất khi gặp một tai nạn, nên bạn sẽ lái xe cẩn thận hơn. Như thế một khoản khấu trừ khiến cho người được bảo hiểm hành động phù hợp hơn với những gì có lợi cho công ty mà người đó mua bảo hiểm ; tức là, rủi ro đạo đức đã được giảm xuống. Do rủi ro đạo đức đã được giảm, nên chi phí bảo hiểm của công ty đã hạ thấp hơn cả so với mức phải bồi thường là nhờ tác dụng của khoản khấu trừ.

Đồng bảo hiểm. Khi một người được bảo hiểm cùng gánh chịu một tỉ lệ tổn thất với công ty bảo hiểm, sự dàn xếp như thế được gọi là **đồng bảo hiểm**. Ví dụ, một số chương trình bảo hiểm y tế đảm nhận 80% hóa đơn thanh toán y tế và người được bảo hiểm thanh toán 20% sau khi số tiền khấu trừ nào đó được thỏa mãn. Đồng bảo hiểm có tác dụng giảm rủi ro đạo đức hoàn toàn giống như cách thức mà một khoản khấu trừ tác động. Do người được bảo hiểm phải gánh chịu một tổn thất cùng với công ty bảo hiểm, người đó giảm bớt ý muốn thực hiện

những hoạt động như là việc đi chữa bệnh một cách không cần thiết, là việc có liên quan đến các khiếu nại muốn đòi bồi thường nhiều tiền hơn. Như thế, đồng bảo hiểm là một công cụ quản lý khác rất hữu ích cho các công ty 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 một khách hàng sẵn lòng thanh toán để có thêm tiền bồi thường. Tiền bồi thường bảo hiểm càng lớn thì người được bảo hiểm càng dễ tham gia hơn trong các hoạt động rủi ro, khiến cho việc thanh toán bảo hiểm dễ có thể xảy ra và do đó rủi ro đạo đức lớn hơn. Ví dụ nếu một người có một hợp đồng bảo hiểm sinh mạng 10 triệu đôla, cô ta có thể lái xe một cách liều lĩnh bởi vì cô ta biết gia đình cô ta sẽ thu lợi khổng lồ nếu cô ta chết. Nhưng nếu cô ta có một hợp đồng 10.000 đôla thì cô ta phải lái xe cẩn thận hơn bởi vì cô ta biết rằng gia đình cô ta sẽ không giàu có sau cái chết của cô ta. Các công ty bảo hiểm phải luôn luôn đảm bảo rằng tiền bồi thường bảo hiểm của họ không cao đến mức dễ rủi ro đạo đức dẫn đến các tổn thất lớn.

Toàn bộ các nguyên tắc quản lý bảo hiểm này - việc giới hạn số tiền bảo hiểm, đồng bảo hiểm, khoản khấu trừ, việc hủy bỏ bảo hiểm, ngăn ngừa gian lận, và các điều khoản hạn chế - giúp các công ty bảo hiểm giảm bớt chọn lựa đối nghịch cũng như rủi ro đạo đức. Như chúng ta đã thấy, các công cụ quản lý này làm cho những người được bảo hiểm khó kiếm lợi bằng cách thực hiện những hoạt động làm tăng số tiền bồi thường. Với những lợi nhuận nhỏ hơn có thể có được, những người mang rủi ro bảo hiểm tối (tức là những người dễ có thể thực hiện những hoạt động mạo hiểm), thấy có ít lợi trong bảo hiểm do đó ít có thể tìm đến bảo hiểm. Ví dụ, một người có bệnh sắp chết ít có thể mua bảo hiểm sinh mạng nếu số tiền bồi thường theo hợp đồng đó là nhỏ. Trái lại, người đó sẽ ráo riết hoạt động để có một hợp đồng bảo hiểm nếu số tiền nói trên là lớn. Những công cụ quản lý bảo hiểm làm giảm rủi ro đạo đức và do đó cũng làm giảm chọn lựa đối nghịch nhờ thế giúp tăng được tính sinh lợi của các công ty bảo hiểm.

Tóm tắt. Để công việc quản lý có hiệu quả, đòi hỏi một số biện pháp thực hành : tập hợp thông tin và sàng lọc những người có xu thế mua bảo hiểm các phiếu bảo hiểm dựa trên cơ sở rủi ro, các điều khoản hạn chế việc ngăn ngừa gian lận, hủy bỏ bảo hiểm, các khoản khấu trừ, đồng bảo hiểm, và những mức giới hạn đối với số tiền bảo hiểm. Tất cả những phương thức thực hành này dùng để giảm rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch.

Nay chúng ta đã có một hiểu biết chung về việc các công ty bảo hiểm cần hoạt

động như thế nào, chúng ta sẽ nghiên cứu một cách chi tiết hơn hai loại công ty bảo hiểm khác nhau : các công ty bảo hiểm sinh mạng và các công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản.

Các công ty bảo hiểm sinh mạng

Công ty bảo hiểm sinh mạng đầu tiên ở Mỹ (Presbyterian Ministers' Fund ở Philadelphia) được thiết lập năm 1759 và hiện còn tồn tại. Hiện có khoảng 2000 công ty bảo hiểm sinh mạng, chúng được tổ chức theo hai dạng : một dạng là các công ty cổ phần và một dạng là công ty bảo hiểm tương trợ. Các công ty cổ phần (Stock Companies) do các cổ đông sở hữu, còn những công ty tương trợ về mặt kỹ thuật do những người có hợp đồng bảo hiểm sở hữu. Tuy rằng trên 90% các công ty bảo hiểm sinh mạng được tổ chức theo dạng các công ty cổ phần, những công ty bảo hiểm sinh mạng lớn nhất (gồm Prudential Insural Company và Metropolitan life) được tổ chức theo dạng các công ty bảo hiểm tương trợ, thực vậy, trên 1/2 số tài sản có trong công nghiệp này do các công ty bảo hiểm tương trợ sở hữu.

Các công ty bảo hiểm sinh mạng chưa từng trải qua các vụ vỡ nợ lan rộng như các ngân hàng thương mại, do đó chính phủ liên bang thấy không cần điều hành công nghiệp này : thay vào đó, việc điều hành được giao cho các tiểu bang có các công ty này hoạt động. Sự điều hành của tiểu bang nhằm vào : các phương thức thực hành bán bảo hiểm, việc dự phòng đủ các tài sản lỏng để bồi thường tổn thất và việc hạn chế đối với số lượng các tài sản có rủi ro (ví dụ như các cổ phiếu) mà các công ty này có thể nắm giữ. Thẩm quyền điều hành nói chung là thuộc một ủy viên bảo hiểm tiểu bang.

Bởi vì mức độ tử vong của dân chúng nói chung có thể dự báo với một độ chắc chắn lớn, các công ty bảo hiểm sinh mạng có thể dự báo chính xác số tiền thanh toán cho những người có bảo hiểm sẽ là bao nhiêu trong tương lai. Kết cục, họ nắm giữ các tài sản có loại dài hạn và đặc biệt không lỏng - các trái khoán công ty và món cho vay thế chấp thương mại cũng như một số cổ phiếu công ty.

Có hai dạng hợp đồng bảo hiểm sinh mạng chủ yếu : bảo hiểm sinh mạng thường xuyên (như bảo hiểm sinh mạng toàn vẹn, bảo hiểm sinh mạng phổ thông, bảo hiểm sinh mạng thay đổi) hoặc bảo hiểm sinh mạng nhất thời, ví dụ bảo hiểm theo kỳ hạn. Các hợp đồng bảo hiểm sinh mạng lâu dài có phí bảo hiểm không thay đổi trong toàn bộ thời gian sống của hợp đồng đó. Trong những năm đầu của hợp đồng này, tiền đóng bảo hiểm vượt quá số tiền cần bảo hiểm để phòng chết bởi vì xác suất chết lúc đó thấp. Như thế, hợp đồng này tạo nên một giá trị tiền mặt trong những năm đầu của nó, nhưng trong những năm sau, số

tiền đó giảm sút vì phí bảo hiểm không đổi đó trở nên nhỏ hơn số tiền cần thiết để bảo hiểm đề phòng chết (xác suất của cái chết bây giờ cao hơn). Người được bảo hiểm có thể vay lại số tiền nói trên của hợp đồng bảo hiểm sinh mạng đó, hoặc có thể khiếu nại đòi hủy hợp đồng.

Bảo hiểm có kỳ hạn, ngược lại, có một phí bảo hiểm được giữ cho tương xứng hàng năm với số tiền cần thiết để bảo hiểm đề phòng cái chết trong suốt thời gian của kỳ hạn (ví dụ một năm hoặc năm năm). Kết cục, các hợp đồng bảo hiểm có kỳ hạn có các phí bảo hiểm tăng theo thời gian khi xác suất chết tăng lên. Các hợp đồng bảo hiểm có kỳ hạn không có giá trị tiền mặt và như thế, khác với các hợp đồng bảo hiểm sinh mạng lâu dài, nó là bảo hiểm thuần túy và không có ý nghĩa tiết kiệm.

Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn

Số lượng các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn ở Mỹ lên tới trên 3000, trong số đó có hai công ty lớn nhất là State Farm Insurance (Công ty bảo hiểm nông trại tiểu bang) và Allstate Insurance (Công ty bảo hiểm mọi tiểu bang). Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn được tổ chức giống như cả các công ty cổ phiếu và các công ty tương trợ và được điều hành bởi các tiểu bang có các công ty này hoạt động theo cách tương tự như các công ty bảo hiểm sinh mạng. Trong những năm gần đây, các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn đã không làm ăn trôi chảy, và hậu quả là giá bảo hiểm đã tăng vọt. Cuộc "khủng hoảng bảo hiểm" này thường thấy được nêu trên báo chí, xem Bài đọc thêm 12.1.

Các chính sách đầu tư của các công ty này chịu tác động bởi 2 yếu tố cơ bản. Thứ nhất, do phải chịu thuế thu nhập liên bang, phần lớn nhất trong số tài sản có của họ là những trái khoán địa phương được miễn thuế. Thứ hai, do các tổn thất tài sản là ít chắc chắn hơn so với mức tử vong trong một khối dân chúng, các công ty này có ít khả năng dự tính họ sẽ phải thanh toán bao nhiêu cho những người được bảo hiểm so với các công ty bảo hiểm sinh mạng. Do đó các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn nắm giữ nhiều tài sản lỏng hơn so với các công ty bảo hiểm sinh mạng; các trái khoán địa phương và các chứng khoán Chính phủ Mỹ tính theo tiền đã vượt quá 1/2 tài sản có của họ và hầu hết phần tài sản có còn lại là các trái khoán công ty và cổ phiếu công ty.

Công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn sẽ bảo hiểm để phòng các tổn thất do hầu hết mọi bất trắc mang lại như cháy, mất trộm, lơ dềnh, sơ suất, động đất, tai nạn xe hơi v.v.. Nếu một tổn thất nào đó có thể được bảo hiểm là quá lớn đối với bất

kỳ một hãng nào, thì thường một vài hãng sẽ cộng tác với nhau phát một hợp đồng bảo hiểm để chia phần gánh chịu rủi ro. Hoạt động chia phần gánh chịu rủi ro nổi tiếng nhất là của hãng Lloyd's of London, trong đó các công ty bảo hiểm khác nhau có thể bảo hiểm một phần của một hợp đồng bảo hiểm. Lloyd's of London đã tuyên bố rằng nó sẽ bảo hiểm để phòng bất kỳ một sự đột biến nào - với một giá nào đó.

CÁC QUỸ TRỢ CẤP

Trong việc thực hiện chức năng trung gian tài chính chuyển đổi tài sản, các quỹ trợ cấp đem lại cho công chúng một loại bảo vệ khác - thanh toán tiền thu nhập hưu trí. Những người thuê nhân công, các liên hiệp hoặc các cá nhân có thể

BÀI ĐỌC THÊM 12.1

Cuộc khủng hoảng bảo hiểm

Với lãi suất cao trong những năm 1970, các công ty bảo hiểm có thu nhập đầu tư cao giúp họ có thể giữ cho giá bảo hiểm thấp. Tuy nhiên, giữa những năm 1980, thu nhập đầu tư đã giảm với sự sụt giảm lãi suất, trong khi đó sự tăng số lượng các vụ kiện có liên quan đến bảo hiểm tài sản và tai nạn và sự phát triển nhanh chóng ở ạt về giá trị tiền bồi thường trong các vụ kiện như vậy đã gây nên tổn thất nặng nề cho các công ty. Để có lại được lợi nhuận, các công ty bảo hiểm đã tăng giá của họ một cách mạnh mẽ - đôi khi tăng phí bảo hiểm gấp đôi, hoặc thậm chí gấp 3 và thậm chí đã từ chối cung cấp bồi thường. Việc này đã dẫn đến sự phản ứng trong số các khu vực hậu cứ: ví dụ, một số tiểu bang như California đã thông qua một cuộc trưng cầu dân ý để kéo lùi giá bảo hiểm. Do đã giảm sinh

lợi, các công ty bảo hiểm đã quảng cáo ráo riết cho những giới hạn đối với các món tiền thanh toán bảo hiểm, nhất là tiền thanh toán cho sự sơ suất trong y tế. Vì việc tìm kiếm lợi nhuận, các công ty bảo hiểm cũng đang mở chi nhánh vào các lãnh thổ mà họ không được trao đặc quyền bằng cách bảo hiểm tiền thanh toán lãi của những trái khoán địa phương và công ty, cũng như của các chứng khoán hỗ trợ vay thế chấp. Điều đáng quan tâm nhất lúc ấy là các công ty bảo hiểm có thể mang lấy rủi ro quá mức để nâng lợi nhuận của họ lên. Mỗi quan tâm này được thấy rõ bởi vì số các vụ công ty bảo hiểm không thanh toán được nợ đã tăng đều đặn từ dưới 5 vụ một năm ở đầu những năm 1980 tới khoảng 50 vụ một năm vào những năm 1990. Phải chăng có một cuộc khủng hoảng theo kiểu Tiết kiệm và Cho vay đang hình thành?

đề ra những chương trình trợ cấp, các chương trình này thu nhận tiền vốn do các người tham dự chương trình đó nộp vào. Tuy mục đích của tất cả các chương trình trợ cấp là như nhau, các chương trình này có thể khác nhau theo một số đặc tính.

Thứ nhất là điều kiện để thuộc vào chương trình, tức là số thời gian mà một cá nhân phải được ghi tên vào chương trình trợ cấp đó (do là một thành viên của một liên hiệp hoặc do là một người làm thuê cho một công ty) trước khi được quyền nhận trợ cấp. Nói chung các công ty đòi hỏi một người làm thuê làm việc 5 năm cho công ty trước khi người đó được coi là đủ điều kiện thuộc về một chương trình và có thể nhận các trợ cấp, nếu người làm thuê đó rời bỏ công ty đó trước khi đủ 5 năm, dù là tự ý ra đi hoặc bị thải hồi, tất cả quyền hưởng trợ cấp bị mất.

Thứ hai là phương pháp thanh toán : nếu các khoản trợ cấp được xác định bằng các khoản đóng góp vào chương trình và các khoản thu nhập, thì sự trợ cấp này là một chương trình đóng góp được định rõ ; nếu các khoản tiền thanh toán thu nhập tương lai (các khoản trợ cấp, được đề ra từ trước), thì sự trợ cấp này là một chương trình trợ cấp được định rõ. Đối với trường hợp một chương trình trợ cấp được định rõ, có thêm một đặc tính nữa có liên hệ đến việc chương trình đó được cấp vốn như thế nào. Do đặc tính này phức tạp hơn, chúng ta sẽ xem xét nó một cách chi tiết hơn.

Một chương trình trợ cấp được định rõ, gọi là **được cấp vốn đủ** nếu các khoản đóng góp vào chương trình này và các thu nhập chúng qua các năm đủ để thanh toán các khoản trợ cấp được định rõ khi đến kỳ hạn thanh toán. Nếu các khoản đóng góp và các khoản thu nhập không đủ, thì chương trình như vậy được gọi là chương trình **được cấp vốn thiếu**. Ví dụ, nếu Jane Brown góp 100 đôla mỗi năm vào một chương trình trợ cấp của cô ta và lãi suất là 10%, sau 10 năm các khoản đóng góp của cô và các thu nhập do chúng mang lại sẽ đáng giá 1753 đôla⁽²⁾. Nếu món trợ cấp được định rõ này đối với chương trình trợ cấp của cô ta

(2) 100 đôla này được đóng góp vào trong năm thứ 1 trở thành có giá trị $100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1)^{10} = 259,37 \text{ đôla}$ vào cuối năm thứ 10 ; 100 đôla được đóng góp vào trong năm thứ hai sẽ trở thành có giá trị $100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1)^9 = 235,79 \text{ đôla}$... và 100 đôla đóng góp vào năm thứ 10 sẽ trở thành có giá trị $100 \text{ đôla} \times (1 + 0,1) = 110 \text{ đôla}$ vào cuối năm thứ 10. Khi cộng tất cả những kết quả này với nhau, chúng ta có giá trị tổng cộng của các đóng góp này và các thu nhập của chúng sau 10 năm là : $259,37 \text{ đôla} + 235,79 \text{ đôla} + 214,36 \text{ đôla} + 194,87 \text{ đôla} + 177,16 \text{ đôla} + 161,05 \text{ đôla} + 146,41 \text{ đôla} + 133,10 \text{ đôla} + 121 \text{ đôla} + 110 \text{ đôla} = 1753 \text{ đôla}$.

thanh toán cho cô ta 1753 đôla hoặc ít hơn sau 10 năm, thì chương trình được cấp vốn đủ bởi các đóng góp của cô ta và các thu nhập sẽ đủ cho cuộc thanh toán này. Nhưng nếu khoản trợ cấp được định rõ này là 2000 đôla, thì chương trình gọi là được cấp vốn thiếu bởi vì các đóng góp của cô ta và các thu nhập không đủ trang trải món tiền trợ cấp đã định rõ 2000 đôla này.

Các chương trình trợ cấp riêng

Các chương trình trợ cấp riêng được quản lý bởi một ngân hàng, một công ty bảo hiểm sinh mạng, hoặc một người quản lý quỹ trợ cấp. Trong các chương trình trợ cấp do những người thuê nhân công đỡ đầu, các khoản đóng góp thường được chia sẻ giữa người thuê và người làm thuê cho người đó. Một sự hấp dẫn về thuế quan trọng đối với các chương trình này là ở chỗ những khoản đóng góp của người làm thuê nhân công là những khoản khấu trừ thuế. Vì các khoản trợ cấp được thanh toán do quỹ trợ cấp hàng năm có thể dự tính ở mức độ chính xác cao, các quỹ trợ cấp đầu tư vào các chứng khoán dài hạn, với hơn 1/2 giá trị tài sản có của họ là các trái khoán và các cổ phiếu.

Các chương trình trợ cấp của nhiều công ty là các chương trình được cấp vốn thiếu bởi vì họ dự tính thanh toán hết nghĩa vụ trợ cấp của họ nhờ các thu nhập hiện hành khi các khoản trợ cấp đến hạn thanh toán. Chứng nào các công ty còn có đủ thu nhập, việc cấp vốn thiếu không gây ra vấn đề gì, nhưng việc này không luôn luôn như vậy. Do các khó khăn tiềm ẩn trong việc cấp vốn thiếu của công ty, do quản lý tồi, do các thủ đoạn gian lận, và do những lạm dụng khác của các quỹ trợ cấp riêng gây ra (các quỹ trợ cấp của những người lái xe tải là nổi tiếng), Quốc hội đã ban hành Đạo luật về bảo đảm thu nhập hưu trí của những người làm công (the Employee Retirement Income Security Act-ERISA) năm 1974. Đạo luật này đã thiết lập tiêu chuẩn tối thiểu cho việc báo cáo và tiết lộ thông tin, đặt ra các quy tắc về điều kiện để thuộc vào chương trình và mức độ của việc cấp vốn thiếu, và đã đặt các hạn chế về các phương thức thực hành đầu tư.

ERISA cũng đã lập ra Công ty Bảo đảm Trợ cấp (được gọi là "Penny Benny", công ty này thực hiện vai trò tương tự vai trò của FDIC. Nó bảo hiểm các khoản trợ cấp lên tới một giới hạn 2250 đôla một tháng một người nếu một công ty với một chương trình trợ cấp thuộc loại cấp vốn thiếu đi đến chỗ phá sản hoặc không thể thanh toán các nghĩa vụ trợ cấp của mình vì những lý do khác. Penny Benny thu của các chương trình trợ cấp các phí bảo hiểm để thanh toán cho sự bảo hiểm

này. Không may là Penny Benny người bảo hiểm các trợ cấp của một trong 3 người làm công, đang đụng phải những khó khăn tài chính nghiêm trọng, điều đó có thể cản đến một sự bảo lãnh liên bang (xem Bài đọc thêm 12.2).

BÀI ĐỌC THÊM 12.2

Các hiểm họa của Penny Benny : Một sự lặp lại của việc bảo lãnh trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay

Những tai họa hiện nay của "Penny Benny" cơ quan bảo hiểm trợ cấp của Chính phủ, đã thể hiện nhiều trong số các đặc trưng của cuộc khủng hoảng công nghiệp tiết kiệm và cho vay mà chúng ta đã thảo luận ở chương trước. Khi một công ty được bảo hiểm với một chương trình trợ cấp được cấp vốn thiếu đã lâm vào tình trạng phá sản, Penny Benny phải thanh toán trợ cấp hưu trí cho những người làm công của công ty đó. Một lần nữa chúng ta thấy nguyên lý rủi ro đạo đức tác dụng. Một công ty dễ có thể cấp vốn thiếu cho chương trình trợ cấp của họ bởi vì nếu họ lâm vào phá sản, Penny Benny sẽ thanh toán các phiếu trợ cấp của chương trình ấy. Ví dụ, vụ phá sản của công ty thép LTV vào tháng 2 năm 1987 đã đưa đến việc Penny Benny thanh toán 400 triệu đôla một năm cho riêng những người hưởng trợ cấp của LTV, mặc dù Penny Benny khi ấy chỉ mới nhận được 280 triệu đôla phí bảo hiểm. Như chúng ta đã thấy, để giữ các chi phí của những chương trình bảo hiểm của Chính phủ trong tầm tay, cơ quan bảo hiểm phải giảm bớt rủi ro đạo đức qua việc giám sát các hãng mà nó đang bảo hiểm để bảo đảm chắc chắn rằng các hãng ấy không đang đặt cơ quan này trước quá nhiều rủi ro. Trong trường hợp trên của

Penny Benny, điều này có nghĩa là Penny Benny phải kiểm tra sổ sách của các chương trình trợ cấp để bảo đảm chắc chắn rằng họ đang không cấp vốn thiếu quá đáng. Việc giám sát cuộc giám sát của công nghiệp tiết kiệm và cho vay là một lý do gây ra các tổn thất khổng lồ cho cơ quan bảo hiểm chính phủ cho công nghiệp đó. FSLIC ; đáng tiếc chúng ta thấy một mẫu tương tự cho Penny Benny, trong khoảng thời gian từ năm 1978 tới năm 1988, số lượng các quỹ trợ cấp đã gấp đôi và lên tới hơn 1 triệu, và vì số lượng các cuộc kiểm tra sổ sách của các chương trình trợ cấp đã giảm từ 8000 xuống còn 2000. Kết quả, dưới 1% chương trình trợ cấp riêng có bảo hiểm của Penny Benny được kiểm tra mỗi năm. Không có gì ngạc nhiên với sự thất bại như thế của Penny Benny trong việc kiểm soát rủi ro đạo đức, các tài sản nợ của nó tăng đa các trách nhiệm của nó đối với các chương trình trợ cấp gặp khó khăn đã tăng lên ở một tốc độ đáng báo động và nay được ước tính vượt quá tài sản có của nó khoảng 15 tỉ đôla. Những người đóng thuế chắc chắn sẽ bị tổn thất với một cuộc bảo lãnh to lớn khác của chính phủ mà tâm cơ của nó sẽ còn đang tăng, trừ khi chính phủ thực hiện một nỗ lực có phối hợp để giảm bớt việc cấp vốn thiếu của các chương trình trợ cấp công ty.

Các chương trình trợ cấp công cộng

Chương trình trợ cấp công cộng quan trọng nhất là bảo hiểm xã hội, nó bảo hiểm cho hầu hết mọi cá nhân làm thuê cho giới tư nhân. Vốn thu được từ những người lao động qua FICA (Đạo luật đóng góp bảo hiểm liên bang) được tính từ những séc thanh toán và từ thuế theo bảng lương của các chủ thuê nhân công. Các khoản trợ cấp bảo hiểm xã hội bao gồm tiền thu nhập hưu trí, tiền thanh toán y tế và trợ giúp người tàn tật.

Khi Bảo hiểm xã hội được thành lập năm 1935, chính phủ liên bang đã dự định cho nó hoạt động như một quỹ trợ cấp riêng. Tuy nhiên không giống như một chương trình trợ cấp riêng, các khoản trợ cấp thanh toán không bị gán vào những đóng góp trong quá khứ của một người tham gia, do đó nói chung các khoản trợ cấp này được thanh toán theo những đóng góp hiện hành. Hệ thống "trả khi có đủ tiền" ("pay - as - you-go") này đã dẫn đến một sự cấp vốn thiếu to lớn của quỹ Bảo hiểm xã hội, ước tính trên 1000 tỉ đôla.

Các vấn đề của hệ thống Bảo hiểm xã hội này có thể trở nên tồi tệ hơn trong tương lai bởi vì số người Mỹ già đi ngày càng nhiều sẽ dẫn đến số người hưu trí lớn hơn so với số người đang làm việc. Quốc hội vẫn đang vật lộn với các vấn đề của hệ thống bảo hiểm xã hội từ nhiều năm nay và có tiến bộ trong việc tạo việc làm giảm được vốn cấp thiếu là nhờ cách tăng các khoản đóng góp FICA và giới hạn các khoản trợ cấp.

Các chính quyền tiểu bang và địa phương và chính phủ liên bang, giống như những người chủ thuê tư, cũng đã đặt ra các chương trình trợ cấp cho những người làm thuê cho họ. Các chương trình này hầu như tương tự về hoạt động như các chương trình trợ cấp riêng và nắm giữ những tài sản có tương tự. Việc cấp vốn thiếu của các chương trình cũng thường thấy và một số nhà đầu tư trái khoán địa phương lo ngại rằng nó có thể dẫn đến những khó khăn tương lai về khả năng của các chính quyền tiểu bang và địa phương trong việc thanh toán nợ của họ.

CÁC CÔNG TY TÀI CHÍNH

Các công ty tài chính thu vốn bằng cách phát hành thương phiếu hoặc cổ phiếu và trái khoán và dùng tiền thu được để cho vay (thường là các món tiền nhỏ) đặc biệt thích hợp với các nhu cầu của các doanh nghiệp và người tiêu dùng.

Quá trình trung gian tài chính của các công ty tài chính có thể được mô tả bằng cách nói rằng họ vay những món tiền lớn nhưng lại thường cho vay những món tiền nhỏ - một quá trình hoàn toàn khác với quá trình của những ngân hàng thương mại, các ngân hàng này phát hành các món tiền gửi với số lượng tiền nhỏ và sau đó thường cho vay với món tiền lớn.

Một đặc điểm then chốt của các công ty tài chính so với các ngân hàng thương mại và các tổ chức tiết kiệm là ở chỗ họ gần như không bị điều hành. Các tiểu bang điều hành số tiền cực đại mà họ có thể cho các cá nhân người tiêu dùng vay và các hạn kỳ của những hợp đồng nợ, nhưng không có một hạn chế nào về việc mở chi nhánh, về những tài sản có mà họ nắm giữ và họ thu nhận vốn như thế nào. Việc không có các hạn chế giúp cho các công ty tài chính có thể làm phù hợp một cách tốt hơn các món cho vay của họ với những nhu cầu của khách hàng hơn là các tổ chức ngân hàng.

Có 3 dạng công ty tài chính.

1. Các công ty tài chính bán hàng thực hiện các món cho vay cho những người tiêu dùng để mua các món hàng từ một nhà bán lẻ hoặc một nhà sản xuất riêng. Ví dụ Sears Roebuck Acceptance Corporation tài trợ cho các việc mua tiêu dùng tất cả các hàng hóa và dịch vụ ở các cửa hàng Sear, trong khi đó General Motor Acceptance Corporation tài trợ các vụ mua xe hơi GM. Các công ty tài chính bán hàng trực tiếp cạnh tranh với các ngân hàng về cho vay tiêu dùng và được người tiêu dùng sử dụng bởi vì các món cho vay thường được thực hiện nhanh hơn và tiện lợi hơn tại nơi mua hàng.

2. Các công ty tài chính người tiêu dùng thực hiện các món cho vay cho người tiêu dùng để mua những món hàng riêng, ví dụ như đồ đạc và các dụng cụ gia đình để cải thiện nhà cửa hoặc để giúp thanh toán những món nợ nhỏ. Các công ty tài chính người tiêu dùng là các công ty riêng biệt (như Household Finance Corporation) hoặc do các ngân hàng sở hữu (Citicorp sở hữu Person - to - Person Finance Company, họ có các văn phòng hoạt động ở khắp nước). Nói chung, các công ty này cho những người tiêu dùng nào vay mà không có tín dụng từ những nguồn khác và thu các lãi suất cao hơn.

3. Các công ty tài chính kinh doanh cung cấp các dạng tín dụng đặc biệt cho các doanh nghiệp bằng cách mua những khoản tiền sẽ thu (các hóa đơn nợ của hàng) có chiết khấu. Việc cung cấp tín dụng này được gọi là bao thanh toán. Ví dụ, một hãng may quần áo có thể có những hóa đơn chưa thanh toán 100.000

đôla cho các cửa hàng bán lẻ nợ (các cửa hàng bán lẻ này đã mua quần áo của hãng đó). Nếu hãng đó cần tiền mặt để mua 100 máy khâu mới, nó có thể bán các khoản tiền sẽ thu đó cho một công ty tài chính, ví dụ với giá 90.000 đôla, công ty tài chính này bây giờ được quyền đòi 100.000 đôla tiền nợ đó ở các cửa hàng bán lẻ nói trên. Ngoài việc bao thanh toán, các công ty tài chính kinh doanh cũng chuyên môn hóa trong việc cho thuê thiết bị (ví dụ như các toa xe, các máy bay, các computer), là những thứ họ mua và sau đó cho các nhà kinh doanh thuê một số năm.

CÁC QUỸ TƯƠNG TRỢ

Các quỹ tương trợ là những trung gian tài chính thu nhận vốn của nhiều nhà đầu tư nhỏ bằng cách bán cho họ những cổ phần và dùng các món tiền thu được này để mua các chứng khoán. Nhờ quá trình chuyển đổi tài sản có khi phát hành các cổ phần với hạng tiền nhỏ và mua các lô lớn chứng khoán, các quỹ tương trợ có thể thu được lợi về sự giảm giá theo quy mô đối với tiền hoa hồng môi giới và về việc mua các danh mục chứng khoán đa dạng hóa. Việc này cho phép những nhà đầu tư nhỏ thu được các khoản lợi do chi phí giao dịch nhỏ hơn khi mua những chứng khoán, cũng như do giảm rủi ro khi đa dạng hóa danh mục các chứng khoán mà họ nắm giữ. Ban đầu, các quỹ tương trợ chỉ đầu tư duy nhất vào các cổ phiếu, nhưng nay nhiều quỹ chuyên môn hóa trong các công cụ vay nợ. Các quỹ mua các cổ phiếu có thể còn chuyên môn hóa sâu hơn, và chỉ đầu tư duy nhất vào các chứng khoán nước ngoài hoặc vào những ngành công nghiệp đặc biệt, ví dụ ngành năng lượng hoặc kỹ thuật cao. Các quỹ mua công cụ vay nợ cũng có thể chuyên môn kinh doanh các trái khoán công ty, trái khoán chính phủ Mỹ, trái khoán địa phương loại miễn thuế hoặc các chứng khoán dài hạn hay ngắn hạn ⁽³⁾.

Các quỹ tương trợ được cấu trúc theo hai cách. Cấu trúc phổ biến nhất là một **quỹ kết thúc mở**, theo đó các cổ phần có thể được mua lại bất kỳ lúc nào với một giá được gắn với giá trị tài sản có của quỹ này. Các quỹ tương trợ cũng có thể được tổ chức thành một **quỹ kết thúc đóng**, trong đó một số cố định các cổ phần

(3) Các quỹ trái khoán miễn thuế ra đời sau năm 1976 khi một thay đổi trong luật thuế cho phép các quỹ tương trợ cho các cổ đông sự miễn thuế đối với thu nhập lãi suất từ các trái khoán địa phương.

không thể chuộc lại được bán theo giá chào hàng ban đầu sau đó được mua bán trên thị trường trao tay như một cổ phiếu thường. Giá thị trường của các cổ phần này dao động theo giá trị của các tài sản có mà quỹ này nắm giữ. Tuy vậy khác với quỹ kết thúc mở, giá của những cổ phần này có thể nằm trên hay nằm dưới giá trị của những tài sản có mà quỹ này nắm giữ tùy theo các yếu tố như tính lỏng của các cổ phần này, hoặc phẩm chất công việc quản lý quỹ. Tính chất phổ biến rộng rãi hơn của các quỹ kết thúc mở được giải thích bởi tính lỏng hơn của các cổ phần có thể mua lại được của họ so với các cổ phần không thể mua lại được của các quỹ kết thúc đóng.

Đầu tiên, các cổ phần của phần lớn những quỹ tương trợ kết thúc mở đã được những người bán hàng bán ra, thường đây là những người môi giới, họ được thanh toán một khoản hoa hồng. Do hoa hồng này được thanh toán vào lúc mua và được trừ ngay lập tức vào giá trị mua lại của các cổ phần này, các quỹ này được gọi là các quỹ chịu hoa hồng. Phần lớn các quỹ tương trợ hiện nay là quỹ không chịu hoa hồng; tức là chúng được bán trực tiếp cho công chúng mà không có hoa hồng bán. Trong cả hai loại quỹ này, những người quản lý thu được tiền bằng lệ phí quản lý do cổ đông thanh toán. Các lệ phí này là vào khoảng 0,5% giá trị tài sản có của quỹ trong một năm.

Các quỹ tương trợ chịu sự điều hành của Ủy ban hối đoái và chứng khoán, Ủy ban này được trao quyền tiến hành kiểm soát hầu như toàn bộ đối với các công ty đầu tư theo Đạo luật công ty đầu tư (the Investment Company Act) năm 1940. Các điều lệ đòi hỏi công khai theo định kỳ thông tin về các quỹ này cho công chúng và các hạn chế đối với các phương pháp thu hút kinh doanh.

Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ

Một bổ sung quan trọng cho gia đình các quỹ tương trợ là quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Loại quỹ tương trợ này đầu tư vào các công cụ nợ ngắn hạn (thị trường tiền tệ) có chất lượng rất cao, ví dụ như các tín phiếu kho bạc, thương phiếu, và các giấy chứng nhận tiền gửi của ngân hàng. Có một số dao động về giá trị thị trường của những chứng khoán này, nhưng do hạn kỳ thanh toán của chúng nói chung là ít hơn 6 tháng, sự thay đổi nói trên về giá trị thị trường là nhỏ khiến các quỹ này cho phép các cổ phần của họ được mua lại ở một giá cố định. (Những thay đổi về giá trị thị trường của các chứng khoán nói trên nằm trong lợi tức do quỹ thanh toán). Do các cổ phần này có thể được mua lại ở một giá cố định, các quỹ này cho phép cổ đông mua lại các cổ phần bằng cách phát séc quá một số tiền tối thiểu (thường là 500 đôla) theo tài khoản của quỹ tại một

ngân hàng thương mại. Nhờ cách này, các cổ phần trong những quỹ tương trợ thị trường tiền tệ tác dụng như các món tiền gửi có thể phát séc, các cổ phần này thu được lãi suất thị trường đối với các chứng khoán vay nợ ngắn hạn.

Năm 1977, tài sản có của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ là dưới 4 tỉ đôla, năm 1980 đã tăng lên trên 50 tỉ đôla và nay là khoảng 500 tỉ đôla. Hiện nay, các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ nắm trên 1/2 giá trị tài sản có của tất cả các quỹ tương trợ. Bạn sẽ thấy vì sao các quỹ này là trung gian tài chính tăng trưởng nhanh nhất của những năm 1970 ở Chương 13, chương đó mô tả quá trình đổi mới tài chính.

SỰ TRUNG GIAN TÀI CHÍNH CỦA CHÍNH PHỦ

Chính phủ đã gắn vào trung gian tài chính theo hai cách cơ bản : thứ nhất, lập ra các cơ quan tín dụng liên bang, những cơ quan này trực tiếp tiến hành sự trung gian tài chính và thứ hai, sự bảo đảm của chính phủ cho các món cho vay tư nhân.

Các cơ quan tín dụng liên bang

Để thúc đẩy việc cung cấp chỗ ở, chính phủ đã lập ra 3 cơ quan chính phủ để cung cấp vốn cho thị trường vay thế chấp bằng cách bán các trái khoán và sử dụng tiền thu được này để mua các món vay thế chấp : Hiệp hội thế chấp quốc gia của liên bang (the Federal National Mortgage Association - FNMA) được gọi là "Fannie Mae", Hiệp hội thế chấp quốc gia của chính phủ (the Government National Mortgage Association - GNMA) hoặc còn gọi là "Ginnie Mae" và Công ty thế chấp cho vay mua nhà của liên bang (the Federal Home Loan Mortgage Company - FHLMC) hoặc còn gọi là "Freddie Mac". Trừ GNMA là một cơ quan liên bang và như thế là một thực thể của chính phủ Mỹ, các cơ quan còn lại là các cơ quan được bảo trợ của liên bang và chúng hoạt động như các công ty tư nhân ràng buộc chặt chẽ vào chính phủ. Kết quả là, món nợ của các cơ quan được bảo trợ không được sự hỗ trợ của chính phủ Mỹ như trường hợp các trái khoán kho bạc.

Tuy nhiên, vì lý do thực dụng chính phủ liên bang sẽ không thể để các cơ quan được bảo trợ này vỡ nợ.

Nông nghiệp là một lĩnh vực trong đó sự trung gian tài chính của các cơ quan chính phủ đóng một vai trò quan trọng. Hệ thống tín dụng nông trại (the Farm Credit System) gồm các ngân hàng hợp tác xã (bank for Cooperatives). Các ngân

hàng tín dụng trung gian liên bang (Federal Intermedeate Credit Bank) và Các ngân hàng đất liên bang (Federal Land Banks) phát hành các chứng khoán và sau đó dùng tiền thu được để cho các nông gia vay.

Các sinh viên cũng hưởng lợi ở sự trung gian tài chính của chính phủ. Hiệp hội marketing cho vay sinh viên (the Student Loan Marketing Association) còn gọi là "Sallie Mae", cung cấp vốn cho việc học lên trước hết bằng cách mua các món cho vay sinh viên được các công ty tài chính tư nhân cấp theo chương trình cho vay sinh viên có đảm bảo (the Guaranteed Student Loan Program).

Trong các năm gần đây, các trung gian tài chính của chính phủ đang trải qua những khó khăn tài chính. Hệ thống tín dụng nông trại là một ví dụ. Xu hướng phá sản nông trại đang gia tăng có nghĩa là có các tổn thất nhiều tỉ đôla cho các ngân hàng tín dụng nông trại và kết cục là các ngân hàng này đã đòi hỏi sự bảo lãnh 4 tỉ đôla của chính phủ năm 1987. Do mức bị vỡ nợ cao ở các món cho vay sinh viên, Sallie Mae cũng đã trải qua các tổn thất đối với một số danh mục cho vay. Có một số quan ngại ở Washington về "sức khỏe" của các cơ quan tín dụng liên bang. Để tránh các vụ bảo lãnh của chính phủ như thế cho các ngân hàng tín dụng nông trại, chính quyền Bush đã đưa ra những quy tắc mới đòi hỏi những cơ quan như vậy tăng vốn của họ để họ có một cái đệm lớn hơn đủ bù lại bất kỳ tổn thất tiềm ẩn nào.

Các bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay : một cuộc khủng hoảng khác đang đợi xảy ra ?

Một vai trò quan trọng khác của chính phủ trong việc đẩy mạnh sự trung gian tài chính lâu nay là việc cung cấp các bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay. Sự bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay tác dụng đúng như sự bảo hiểm : nó bảo hiểm cho người vay món đó, ví dụ một ngân hàng, tránh mọi tổn thất nếu người vay không trả được nợ. Trong thị trường nhà ở, những bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay được Cơ quan Quản trị cung cấp nhà ở liên bang và Cơ quan Quản trị các cựu chiến binh thực hiện. Bộ giáo dục bảo đảm các món cho vay sinh viên, và Cơ quan Quản trị nhà ở của nông gia bảo đảm cho các món tiền cho nông gia vay.

Những bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay đã tăng trưởng ở một tốc độ nhanh trong 20 năm qua - tăng gấp 10 lần trong giai đoạn này. Những bảo đảm đó đã đặc biệt giành được sự chú ý của Quốc hội bởi vì chúng hỗ trợ cho các hoạt động mà các nhà chính trị tin tưởng vào, như việc sở hữu trường và nhà ở và tuy vậy không liên hệ đến bất kỳ khoản chi tiêu trực tiếp nào về phía chính

phủ. Một nguyên tắc kinh tế quan trọng mà bạn nghe thấy ở mọi lúc là : "Bạn đừng làm một điều gì không có mục đích" và đây là sự thật chắc chắn đối với chính phủ. Vấn đề với những bảo đảm của chính phủ đối với tiền cho vay cũng giống như vấn đề bảo hiểm của chính phủ đối với tiền gửi. Cả hai là những hệ thống bảo hiểm dẫn đến các vấn đề rủi ro đạo đức và chúng đưa đến các tổn thất cho chính phủ. Do các ngân hàng và các tổ chức khác cho vay không phải chịu bất kỳ tổn thất nào nếu các món cho vay bị vỡ nợ, nên họ rất ít thận trọng đối với việc ai là người họ cho vay tiền.

Các tổn thất cho các cơ quan chính phủ để bảo đảm đối với tiền cho vay là do hậu quả các thủ tục cho vay lỏng lẻo có thể rất lớn. Điều tệ hại rõ rệt về mặt này là mức bị vỡ nợ trên 30% các món cho vay có bảo đảm của chính phủ trong các thương trường. Năm 1990 Quốc hội phải giật mình khi nghe cơ quan kế toán trung ương dự báo rằng các tổn thất của chính phủ cho những bảo đảm tiền cho vay có thể vượt quá 100 tỉ đôla. Như thế, những người đóng thuế phải chịu thiệt hại do bảo lãnh tổn kém có cùng một tâm vốc như sự bảo lãnh cho công nghiệp tiết kiệm và cho vay.

CÁC TỔ CHỨC Ở NHỮNG THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Sự hoạt động nhịp nhàng của các thị trường chứng khoán, trong đó các trái khoán và các cổ phiếu được mua bán, liên quan đến một vài tổ chức tài chính, bao gồm những người môi giới chứng khoán, những nhà buôn chứng khoán, các ngân hàng đầu tư và các trung tâm giao dịch có tổ chức. Không một tổ chức nào trong số này được liệt vào danh sách các nhà trung gian tài chính bởi vì họ không thực hiện chức năng trung gian thu nhận vốn bằng cách phát hành những tài sản nợ và sau đó, dùng các vốn này để mua các tài sản có. Tuy thế, họ là quan trọng trong quá trình khơi nguồn vốn từ những người tiết kiệm tới những người có các cơ hội đầu tư sinh lợi.

Tuy nhiên, trước hết, chúng ta cần nhớ lại sự khác biệt giữa các thị trường chứng khoán cấp một và cấp hai đã thảo luận ở Chương 3. Trong một thị trường cấp một, một chứng khoán mới được phát hành do một cơ quan chính phủ hay công ty bán ra để vay vốn từ các người mua đầu tiên. Một thị trường cấp hai sau đó, mua bán các chứng khoán đã được bán trước đó ở thị trường cấp một nói trên (và do đó gọi là chứng khoán cấp hai). Các **ngân hàng đầu tư** là các hãng tham gia việc bán lần đầu các chứng khoán trong thị trường cấp một, trong khi đó những người môi giới chứng khoán và những người buôn chứng khoán tham gia

việc mua bán chứng khoán ở các thị trường cấp hai, một số trong các thị trường đó được tổ chức thành các trung tâm giao dịch.

Các ngân hàng đầu tư

Khi một công ty muốn vay vốn (dựng vốn), nó thường thuê các dịch vụ của một ngân hàng đầu tư để giúp bán các chứng khoán của mình (dù tên gọi như vậy, ngân hàng đầu tư không phải là một ngân hàng theo nghĩa thông thường ; tức không phải là một trung gian tài chính, nhận các món tiền gửi rồi đem chúng ra cho vay). Một số trong những hãng ngân hàng đầu tư Mỹ nổi tiếng là Morgan Stanley, Merrill Lynch, Salomon Brothers First Boston Corporation và Goldman, Sachs.

Các ngân hàng đầu tư tham gia việc bán các chứng khoán như sau : Trước hết, họ góp ý cho công ty bán chứng khoán về việc phát hành trái khoán hoặc cổ phiếu. Nếu họ gợi ý rằng công ty này phát hành các trái khoán, các ngân hàng đầu tư cho lời khuyên về hạn kỳ thanh toán và các tiền thanh toán lãi sẽ phải như thế nào. Khi công ty này quyết định phát hành loại công cụ tài chính nào, nó chào hàng các công cụ đó cho những **người bảo đảm** - tức là những ngân hàng đầu tư, các ngân hàng này bảo đảm với công ty giá các chứng khoán đó và rồi bán chúng cho công chúng. Nếu cỡ của phát hành đó nhỏ, thì chỉ một ngân hàng đầu tư bảo đảm phát hành (thường hãng ngân hàng đầu tư ban đầu được thuê để góp ý cho phát hành đó) - như vậy ngân hàng đầu tư giới hạn những rủi ro có thể có.

Những người bảo đảm đó bán các chứng khoán này cho công chúng rộng rãi bằng cách tiếp xúc trực tiếp với những người có thể mua chúng, ví dụ như các ngân hàng, các công ty bảo hiểm, và bằng cách đặt các quảng cáo trên các nhật báo như tờ *The Wall Street Journal* (Hình 12.1). Một hoạt động ngân hàng đầu tư gây tranh luận đặc biệt trong những năm gần đây là việc bảo đảm cho "các trái khoán bấp bênh" ("trái khoán tồi") (xem Bài đọc thêm 12.3).

Các hoạt động của các ngân hàng đầu tư cũng như hoạt động của các thị trường cấp một được điều hành một cách nghiêm ngặt do Ủy ban hối đoái và chứng khoán, Ủy ban này đã được thành lập theo các Đạo luật về hối đoái và chứng khoán năm 1933 và năm 1934 để bảo đảm các thông tin đầy đủ tới được các nhà đầu tư tương lai.

Những người phát hành các chứng khoán mới cho công chúng rộng rãi (số tiền lớn hơn 1,5 triệu đôla một năm với một hạn kỳ thanh toán dài hơn 270 ngày) phải đệ trình một bản kê khai đăng ký với Ủy ban hối đoái và chứng khoán (SEC)

Hình 12.1. Một quảng cáo cho một phát hành chứng khoán mới. Ba trong số những ngân hàng đầu tư quan trọng nhất (được liệt kê về phía đáy của tờ quảng cáo) tham gia vào việc bảo đảm các chứng khoán này cho công ty UAL, công ty mẹ của United Airlines. Như bạn có thể thấy từ phần đáy của tờ quảng cáo này, một phần của các cổ phần đó đang được bán ở nước ngoài, một chứng minh việc quốc tế hóa các thị trường tài chính tăng lên.



This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy any of the Securities. The offer is made only by the Prospectus.

1,500,000 Shares

UAL Corporation

Common Stock

Price \$146 a Share

Copies of the Prospectus may be obtained in any State from only such of the undersigned as may legally offer these Securities in compliance with the securities laws of such State.

1,300,000 Shares

This portion of the offering is being offered in the United States and Canada by the undersigned

MORGAN STANLEY & CO.
Incorporated

THE FIRST BOSTON CORPORATION

MERRILL LYNCH & CO.

200,000 Shares

This portion of the offering is being offered outside the United States and Canada by the undersigned

MORGAN STANLEY INTERNATIONAL

CREDIT SUISSE FIRST BOSTON LIMITED

MERRILL LYNCH INTERNATIONAL LIMITED

March 27, 1991

Chú thích : nội dung tờ quảng cáo trên

Bản thông báo này không phải là một lời chào hàng để bán, cũng không phải một sự thúc dục một lời chào hàng để mua bất kỳ chứng khoán nào trong số này. Lời chào đó chỉ được đưa ra bởi tờ chào hàng, 1500000 cổ phần. Công ty UAL, Cổ phiếu thường. Giá bán 146 đôla 1 cổ phần. Các bản sao của tờ chào hàng có thể nhận được tại bất cứ bang nào nhưng chỉ từ những người đứng tên - người mà có thể chào bán một cách hợp pháp các chứng khoán này theo các luật chứng khoán của các bang như vậy - 1300000 cổ phần. Phần này của chào hàng đang được chào bán tại Mỹ và Canada bởi những người đứng tên dưới đây : MORGAN STANLEY & CO. THE FIRST BOSTON CORPORATION MERRILL LYNCH & Co. 200.000 cổ phần. Phần này của chào hàng đang được chào bán bên ngoài nước Mỹ và Canada bởi những người đứng tên dưới đây (3 dòng cuối).

và phải cung cấp cho các nhà đầu tư tiềm năng một bản chào hàng chứa đựng mọi thông tin thích đáng về các chứng khoán này. Sau khi bản kê khai đăng ký đó được đệ trình với SEC người phát hành phải đợi 20 ngày. Nếu trong khoảng thời gian chờ đợi 20 ngày đó, SEC không phản đối bản đăng ký nói trên, thì các chứng khoán đó có thể được bán.

BÀI ĐỌC TIẾM 12.3

Các trái khoán hấp bênh và sự thăng trầm của Michael Milken và Drexel Burnham

Trước những năm 1980, các ngân hàng đầu tư chỉ nhận bảo đảm những trái khoán của các công ty với các hạng trái khoán "cấp đầu tư" Ba trở lên. Một số hãng trước đó đã suy sụp vì thời huỗi khủi khắn, do vậy được gọi là những thiên thần suy sụp, đã có các trái khoán công ty với hạng thấp hơn Ba, và các trái khoán này đã được gán cho cái tên "các trái khoán hấp bênh" với nghĩa xấu của nó. Năm 1977, Michael Milken thuộc Drexel Burnham, một hãng hoạt động ngân hàng đầu tư đã mở đầu việc bán cho công chúng những lô trái khoán hấp bênh mới được phát hành không phải của các "thiên thần" suy sụp mà là của những công ty trước đó còn chưa đạt được vị trí "cấp đầu tư". Các trái khoán hấp bênh đã trở thành một yếu tố quan trọng trong thị trường trái khoán công ty với số vốn dư vượt quá 200 tỉ đôla vào cuối những năm 1980.

Việc bảo đảm cho các trái khoán hấp bênh của Drexel Burnham đã đưa nó từ vị trí một hãng hoạt động ngân hàng đầu tư đứng hàng thứ 3 lên hàng thứ 2 trong số các ngân hàng lớn nhất thuộc công nghiệp này (sau Golman, Sachs), và nó cũng đã khiến cho Michael Milken giàu có lạ thường, chỉ riêng năm 1987, món tiền mà Drexel bù đắp cho ông ta là 550 triệu đôla. Nhưng vận đỏ không kéo dài. Milken và các hoạt động trái khoán hấp bênh đã là

vấn đề gây hấn cãi bởi vì chúng đã giúp đổ thêm dầu vào làn sóng nắm quyền kiểm soát và mua hết cổ phần theo kiểu đôn bầy trong những năm 1980 (đã được thảo luận ở Phụ lục Chương 8). Tháng 9 năm 1988, SEC kết tội Milken và những người khác của Drexel về việc huồn hán tay trong và các vi phạm khác đối với luật chứng khoán; tháng 3 năm 1989, Milken bị truy tố (với sự huộc tội tới 98 điểm) vì đã làm tiền bằng mánh khốe gian lận, gian lận thuế và chứng khấn. Tháng 12 năm 1988, Drexel đã bào chữa tội cho 6 lời huộc tội làm tiền bằng mánh khốe gian lận và đồng ý nộp 650 triệu đôla tiền phạt. Michael cũng đã bào chữa 6 lời huộc tội như thế vào tháng 4 năm 1989 và sau đó đã bị kết án 10 năm tù sau khi nộp phạt 600 triệu đôla. Với sự sụt giảm giá của các trái khoán hấp bênh vào năm 1989 và đầu những năm 1990, Drexel rồi cuộc đã bị bñ tay. Ngày 13-2-1990, Drexel Burnham tuyên bố phá sản và chấm dứt hoạt động. Một nhân viên của Drexel Burnham đã hình luận như sau: "Nó gây cảm giác như *"Treasure of the Sierra Madre"*, (một phim của Humphrey Bogart)". "Chúng tôi đã leo lên những ngọn núi đã làm việc như những con chó và đã đào được rất nhiều vàng. Rồi chúng tôi mất hết và đã kết thúc ở tình trạng y như khi chúng tôi mới bắt đầu".

Những người môi giới và những người buôn chứng khoán

Những người môi giới và những người buôn chứng khoán tiến hành buôn bán ở các thị trường cấp hai. Những người môi giới là những người trung gian thuận túy, 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 phù hợp những người mua và những người bán, một chức năng nhờ đó họ được thanh toán các khoản hoa hồng môi giới. Khác với những người môi giới, những người buôn nối những người mua và những người bán bằng cách đứng ra sẵn sàng mua và bán các chứng khoán ở một giá đã định. Do đó, những người buôn nắm giữ các danh mục những chứng khoán và sinh sống bằng cách bán các chứng khoán này với một giá hơi cao hơn so với giá mà họ mua chúng - tức là nhờ vào "khoảng cách" giữa giá mua và giá bán. Đây là một lĩnh vực kinh doanh có rủi ro lớn, bởi vì những người buôn nắm giữ các chứng khoán, chúng có thể lên giá hay giảm giá ; trong các năm gần đây một vài hãng chuyên môn hóa về trái khoán đã sụp đổ. Ngược lại, những người môi giới không bị đặt trước rủi ro bởi vì họ không nắm giữ chứng khoán trong khi tiến hành các hoạt động kinh doanh của họ.

Nhiều hãng, được gọi là **các hãng môi giới**, thực hiện các hoạt động ở cả 3 thị trường chứng khoán tức là họ hành động như những người môi giới, như những người buôn và như những ngân hàng đầu tư. Hãng lớn nhất ở Mỹ là Merrill Lynch, tuy nhiên vẫn là loại nhỏ nếu xét theo tiêu chuẩn Nhật Bản - (xem Bài đọc thêm 12.4), các hãng nổi tiếng khác là Paine Webber, Dean Witter Reynolds và Shearson Lehman Hutton. SEC không chỉ điều hành hoạt động ngân hàng đầu tư của các hãng đó, mà cũng còn hạn chế những người môi giới và những người buôn không được mô tả sai lệch các chứng khoán và mua bán thông tin nội bộ, là thứ thông tin không cho công chúng rộng rãi mà chỉ giành cho những người quản lý của một công ty.

Các lực lượng cạnh tranh này đưa đến một phát triển quan trọng : Các hãng môi giới đã bắt đầu tiến hành những hoạt động mà theo truyền thống thì do các ngân hàng thương mại thực hiện. Năm 1977, Merrill Lynch đã mở ra tài khoản quản lý tiền mặt (CMA) của hãng này, tài khoản này cung cấp một nhóm các dịch vụ tài chính bao gồm các thẻ tín dụng, các món vay tức thời, các đặc quyền phát séc, đầu tư tự động các khoản tiền thu được (do bán các chứng khoán) vào quỹ tương trợ thị trường tiền tệ, và việc quản lý sổ sách thống nhất hóa. Các tài khoản quản lý tiền mặt đã được các hãng môi giới khác chấp nhận và lan rộng nhanh chóng. Kết quả là sự khác biệt giữa các hoạt động ngân hàng và các hoạt

động của những tổ chức tài chính phi ngân hàng đã trở nên mờ đi. Walter Wriston nguyên là người lãnh đạo Citicorp (công ty nắm giữ ngân hàng lớn nhất nước), đã nói : "Ngân hàng của tương lai đã tồn tại và nó được gọi là Merrill Lynch".

BÀI ĐỌC THÊM 12.4

Vai trò quốc tế của các hãng chứng khoán Nhật Bản

Nước Nhật không chỉ có các ngân hàng lớn nhất thế giới mà nó cũng có các hãng chứng khoán lớn nhất thế giới. Nomura Securities, hãng chứng khoán lớn nhất thế giới với một giá trị thị trường vượt quá 50 tỉ đôla. Thậm chí hãng nhỏ nhất trong số các hãng chứng khoán "Big Four" của Nhật Bản cũng lớn gấp hơn 5 lần hãng Merrill Lynch, hãng lớn nhất của Mỹ.

Vai trò của các hãng chứng khoán Nhật Bản trong nền tài chính quốc tế cho đến rất gần đây vẫn còn nhỏ. Trong năm 1981, mậu dịch Nhật Bản về các chứng khoán nước ngoài là dưới 10 tỉ đôla, nhưng nay nó là vào khoảng 3 ngàn tỉ đôla. Trong những năm gần đây, người Nhật đã chiếm gần một nửa của số trái khoán kho bạc Mỹ

do nước ngoài mua, và họ kiểm soát cả (hay sở hữu một phần) hơn 1/4 của 40 (hoặc khoảng đó) các hãng buôn chủ chốt trong lĩnh vực buôn trái khoán kho bạc Mỹ. Mậu dịch Nhật Bản về cổ phiếu Mỹ cũng đã tăng trưởng từ dưới 5 tỉ đôla một năm vào đầu những năm 1980 tới hơn 100 tỉ đôla. Vai trò quan trọng của Nhật Bản đang tăng lên trong các thị trường chứng khoán quốc tế bởi 2 yếu tố : (1) Việc loại bỏ, được bắt đầu trong thời gian đầu của những năm 1980, các quy định Nhật Bản vốn đã giới hạn khả năng của người Nhật mua các chứng khoán nước ngoài và (2) Mức tiền tiết kiệm cao của Nhật Bản, điều đã làm cho Nhật Bản trở thành một dân tộc cho vay lớn nhất thế giới.

Các trung tâm giao dịch có tổ chức

Như đã thảo luận ở Chương 3, các thị trường cấp hai có thể được tổ chức hoặc thành các thị trường trao tay, trong đó việc mua bán được thực hiện nhờ các nhà buôn, hoặc thành các trung tâm giao dịch có tổ chức, trong đó việc mua bán được thực hiện trong một địa điểm trung tâm. Thị trường chứng khoán New York - (NYSE), mua bán nhiều nghìn chứng khoán, là trung tâm giao dịch có tổ chức lớn nhất thế giới được tổ chức như vậy, trong khi đó Thị trường chứng khoán Mỹ - (AMEX) cũng là một trung tâm như vậy, nhưng đứng hàng thứ 2 và nhỏ hơn nhiều. Một số các trung tâm giao dịch vùng, cỡ nhỏ, các trung tâm này chỉ buôn bán một số nhỏ các chứng khoán (dưới 100), tồn tại ở các nơi như Boston và Los Angeles.

Các trung tâm giao dịch chứng khoán có tổ chức thường hoạt động như sự lai ghép của một thị trường bán đấu giá (trong đó những người mua và những người bán tiến hành mua bán với nhau tại một địa điểm trung tâm) và một thị trường của người buôn (trong đó những nhà buôn tạo ra thị trường này qua việc mua và bán các chứng khoán với giá đã định). Các chứng khoán được mua bán theo giá thấp nhất của trung tâm đó với sự giúp đỡ của một loại nhà buôn kiêm người môi giới đặc biệt, gọi là một **chuyên gia**. Một chuyên gia khớp các đơn đặt mua và đơn đặt bán được nêu ra ở cùng một giá và như thế là thực hiện chức năng môi giới. Tuy nhiên, nếu các đơn đặt mua và đơn đặt bán không khớp nhau, chuyên gia này mua các cổ phiếu hoặc bán một lượng nào đó nằm trong các danh mục các chứng khoán của người đó - theo cách này người đó đã thực hiện chức năng nhà buôn. Bằng cách đảm nhận cả 2 chức năng này, chuyên gia đó duy trì việc mua bán theo đơn đặt hàng một nhóm chứng khoán mà người đó có thể đảm nhận.

Các trung tâm giao dịch có tổ chức để mua bán chứng khoán cũng được SEC điều hành. SEC không phải chỉ có thẩm quyền áp đặt các quy định để quản lý các người môi giới và các nhà buôn can dự vào các giao dịch, mà nó cũng có thẩm quyền thay đổi các quy tắc cho các trung tâm giao dịch đặt ra. Ví dụ, đầu năm 1975, SEC đã không cho phép sự tồn tại của các quy tắc đặt ra các mức hoa hồng môi giới tối thiểu. Kết quả là đã có một sự sụt giảm mạnh về các mức hoa hồng môi giới, đặc biệt đối với các nhà đầu tư có tổ chức (các quỹ tương trợ và các quỹ trợ cấp) những nhà đầu tư này mua các lô lớn cổ phiếu. Đạo luật bổ sung về các chứng khoán năm 1975 công nhận hành động nói trên của SEC bằng cách coi các quy tắc định ra các hoa hồng môi giới tối thiểu là bất hợp pháp.

Hơn thế, Đạo luật bổ sung về chứng khoán đã chỉ đạo SEC tạo dễ dàng cho một hệ thống thị trường quốc gia, hệ thống này củng cố việc mua bán tất cả các chứng khoán được liệt kê ở các trung tâm giao dịch vùng và quốc gia cũng như các chứng khoán được mua bán trên thị trường trao tay bằng cách sử dụng Hiệp hội quốc gia của những người mua bán chứng khoán yết giá tự động (NASDAQ). Computer và thông tin viễn thông tiên tiến, các kỹ thuật làm giảm chi phí liên lạc các thị trường này, đã khuyến khích sự mở rộng một hệ thống thị trường quốc gia. Như thế, chúng ta thấy rằng luật pháp và kỹ thuật computer hiện đại đang lái tình trạng trên đây đến một công nghiệp chứng khoán cạnh tranh hơn.

Sự quốc tế hóa ngày càng tăng của các thị trường vốn cũng đã khuyến khích một xu thế khác trong mua bán chứng khoán. Ngày càng có nhiều công ty nước ngoài được liệt kê tại các trung tâm giao dịch chứng khoán Mỹ, ví dụ như tại NYSE. Ngoài ra, các thị trường này, đang tiến việc đến mua bán cổ phiếu một cách quốc tế hóa suốt 24 giờ một ngày.

SỰ TÁCH BIỆT NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI VÀ CÔNG NGHIỆP CHỨNG KHOÁN

Trước năm 1933, hoạt động ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại thường đã do cùng một tổ chức tài chính thực hiện. Sự kết hợp hoạt động ngân hàng đầu tư và ngân hàng thương mại đã dẫn đến các cuộc xung đột lợi ích tiềm ẩn, bởi vì chủ các ngân hàng đầu tư có thể bán các chứng khoán (loại không còn cách nào khác để bán được) cho các quỹ ủy thác mà ngân hàng do họ sở hữu có thể đang quản lý cho một chương trình trợ cấp công ty hoặc cá nhân riêng lẻ. Do đó, các hoạt động có tính chất ngân hàng đầu tư của một ngân hàng có thể thu được lợi nhuận dựa vào phí tổn của các quỹ ủy thác đó. Và nếu các chứng khoán không thể bán được này được bản thân ngân hàng đó mua, những người gửi tiền có thể bị đặt trước một rủi ro lớn hơn về sự vỡ nợ của ngân hàng đó.

Sau các vụ vỡ nợ ngân hàng năm 1930-1933 và sự náo động của công chúng đối với các vụ kiện có chứng cứ về những sự lạm dụng của các bộ phận ủy thác của ngân hàng, các áp lực chính trị được tạo ra để loại bỏ các cuộc xung đột lợi ích và để xúc tiến một hệ thống hoạt động ngân hàng ít có xu hướng vỡ nợ. Đáp ứng với áp lực này, Quốc hội đã ban hành Đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1933, gọi là Đạo luật Glass-Steagall. Đạo luật này cấm các ngân hàng thương mại thực hiện việc bảo đảm và buôn bán các chứng khoán công ty (các ngân hàng thương mại được phép bán các lô chứng khoán chính phủ mới phát hành) và giới hạn các ngân hàng mua các chứng khoán nợ được các cơ quan điều hành ngân hàng chấp thuận. Cũng vậy, đạo luật đó đã cấm các ngân hàng đầu tư không được thực hiện các hoạt động ngân hàng thương mại. Thực tế đạo luật Glass-Steagall đã tách các hoạt động ngân hàng thương mại khỏi công nghiệp chứng khoán.

Theo quy định của đạo luật Glass - Steagall, các ngân hàng thương mại đã phải bán tháo mọi nghiệp vụ ngân hàng đầu tư. Ví dụ, First National Bank ở Boston đã chuyển các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư sang First Boston Corporation, nay là một trong số các ngân hàng đầu tư lớn nhất ở Mỹ. Các ngân hàng đầu tư nói chung đã ngừng kinh doanh những món tiền gửi, tuy rằng J.P.Morgan đã ngừng các hoạt động kinh doanh có tính chất ngân hàng đầu tư và được công nhận như một ngân hàng thương mại, nhưng một số quan chức cao cấp của J.P.Morgan đã tổ chức ra Morgan Stanley, một trong số những ngân hàng đầu tư lớn nhất ngày nay.

Trường hợp cho phép các ngân hàng kinh doanh chứng khoán

Những người biện hộ việc cho phép các ngân hàng tham dự vào các hoạt động của thị trường chứng khoán phản bác rằng việc ngân hàng cho các ngân hàng thương mại theo đuổi các hoạt động này để cạnh tranh với các hãng môi giới là một việc không công bằng. Các hãng môi giới đã có khả năng theo đuổi những hành động có tính chất hoạt động ngân hàng truyền thống với sự phát triển của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và các tài khoản quản lý tiền mặt. Vì sao các ngân hàng không được phép cạnh tranh với các hãng môi giới trong các lĩnh vực kinh doanh truyền thống của các hãng đó, tức là việc bán các chứng khoán công ty và việc quản lý các quỹ tương trợ?

Một ý kiến phản bác khác nữa để ủng hộ việc cho phép các ngân hàng được kinh doanh chứng khoán là ở chỗ việc thâm nhập đó của các ngân hàng sẽ làm tăng sự cạnh tranh. Việc thâm nhập của các ngân hàng nghĩa là, trong trường hợp một phát hành mới các chứng khoán, sẽ có thêm nhiều người thầu đứng ra bảo đảm cho phát hành đó. Kết quả, chênh lệch giữa giá được bảo đảm cho công ty phát hành chứng khoán và giá mà công chúng rộng rãi trả cho chứng khoán đó sẽ giảm. Việc giảm này có nghĩa là cả những người vay tiền và cả các người cho vay trong các thị trường tài chính đều có lợi: Những người phát hành chứng khoán (những người vay tiền) sẽ nhận được một giá cao hơn cho các chứng khoán của họ và do đó sẽ chịu một chi phí lãi suất thấp hơn, trong khi đó, những người mua các chứng khoán này (những người cho vay) sẽ có thể mua các chứng khoán nói trên ở một giá thấp hơn, nhờ đó họ sẽ được một lãi suất cao hơn.

Sự thật là các chênh lệch bảo đảm đối với các trái khoán cấp đầu tư đã sụt giảm nhiều do các ngân hàng thương mại đã được phép bảo đảm cho các chứng khoán này là một chứng cứ mạnh mẽ để ủng hộ quan điểm này. Nếu các ngân hàng thương mại cũng được phép kinh doanh mới giới như thế thì cuộc cạnh tranh đã tăng lên trong công nghiệp này và sẽ giảm các khoản hoa hồng môi giới - đây là một lợi ích khác cho các nhà đầu tư.

Trường hợp chống lại việc cho phép các ngân hàng kinh doanh chứng khoán

Những người chống đối việc xâm nhập của các ngân hàng vào lĩnh vực kinh doanh chứng khoán phản bác rằng các ngân hàng có một lợi thế không công bằng trong việc cạnh tranh chống lại các hãng môi giới. Môn tiền gửi cung cấp

cho các ngân hàng một chi phí vốn thấp một cách giả tạo bởi vì họ được FDIC bảo hiểm. Các hãng môi giới, mặt khác chịu chi phí cao cho số vốn mà họ thu được vốn này thường do vay của các ngân hàng đó.⁽⁴⁾

Hoạt động kinh doanh chứng khoán này, đặc biệt các hoạt động ngân hàng đầu tư, liên hệ đến nhiều rủi ro hơn so với các hoạt động có tính chất ngân hàng truyền thống. Một ngân hàng đầu tư có thể gánh chịu các tổn thất quan trọng nếu nó không bán được các chứng khoán mà nó đã bảo đảm, với giá mà nó đã thỏa thuận thanh toán cho người phát hành chứng khoán đó.

Như thế, việc cho phép các ngân hàng thương mại thực hiện các hoạt động ngân hàng đầu tư có thể gây ra thêm các vụ nợ nần và tạo ra một hệ thống tài chính kém ổn định hơn. Vấn đề này sẽ thậm chí còn gay gắt hơn bởi vì sự tồn tại của bảo hiểm tiền gửi liên bang. Như chúng ta đã thấy ở chương trước, việc cho phép các ngân hàng thương mại giành được lợi ích từ các hoạt động rủi ro phụ thêm làm tăng thể tiềm ẩn cho rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch. Vì dễ có thể là những người đóng thuế sẽ bị đặt trước một cuộc bảo lãnh rất tốn kém của công nghiệp ngân hàng thương mại giống như vụ trong công nghiệp tiết kiệm và cho vay đã diễn ra.

Một ý kiến phản bác khác chống lại việc cho phép các ngân hàng thâm nhập vào các hoạt động kinh doanh chứng khoán là ở chỗ các ngân hàng thương mại đối mặt với một cuộc xung đột lợi ích tiềm ẩn nếu họ thực hiện bảo đảm cho các chứng khoán. Các tranh luận của Quốc hội ưu tiên cho việc ban hành Đạo luật Glass - Steagall năm 1933 đã nêu lên nhiều lạm dụng, các lạm dụng này đã gắn liền với các hoạt động có tính chất ngân hàng thương mại trong lĩnh vực hoạt động ngân hàng đầu tư. Các ngân hàng (khi ấy đang bảo đảm các phát hành chứng khoán mới) đã bán chúng cho các quỹ ủy thác mà họ đang quản lý khi họ đã không thể bán chúng cho một ai khác, và các quỹ ủy thác đó thường đã gánh chịu các tổn thất quan trọng về các chứng khoán này khi họ bán lại chúng sau đấy. Các trường hợp nổi bật nhất là bản thân một ngân hàng sẽ mua các chứng khoán mà nó đang bảo đảm khi các chứng khoán đó không thể bán được ở đâu

(4) Các ngân hàng cũng có lợi thế về thuế hơn các hãng môi giới là ở chỗ mọi chi phí lãi suất đều là được khấu trừ thuế ngay cả nếu các vốn thu được được dùng để mua các trái khoán địa phương. Còn các hãng môi giới, không được phép chiết khấu tiền thanh toán lãi suất đối với những khoản vốn được dùng để mua các trái khoán địa phương.

khác. Sự việc đó làm cho năng lực các tài sản có của ngân hàng này giảm sút có thể góp phần cho một vụ vỡ nợ xảy ra.

Những người đề nghị cho phép các ngân hàng đi vào kinh doanh chứng khoán chống lại sự phản bác này bằng cách nói rằng các thị trường chứng khoán và hoạt động ngân hàng thương mại hôm nay là các công nghiệp rất khác so với đặc trưng của chúng trước năm 1933. Sự điều hành ngân hàng và SEC có thể có khả năng ngăn ngừa nhiều trong số các lạm dụng đã xảy ra trước khi có Đạo luật Glass - Steagall. Các cơ quan có thẩm quyền điều hành nay có quyền lực lớn hơn nhiều so với trước năm 1933 để phát hiện và trừng phạt những người nào lạm dụng các hoạt động về chứng khoán trong hoạt động ngân hàng thương mại. Tuy những người đề nghị đó không bảo đảm rằng sẽ không có sự lạm dụng nào xảy ra, họ gợi ý rằng các lạm dụng sẽ không đủ thường xuyên do đó các chi phí bất kỳ kèm theo với chúng cũng sẽ nhỏ hơn nhiều so với các lợi ích của các cuộc cạnh tranh tăng lên trong công nghiệp chứng khoán này.

Sự tách biệt công nghiệp ngân hàng khỏi công nghiệp chứng khoán đang hướng vào đâu ?

Cuộc tranh luận về việc liệu các ngân hàng sẽ có liên hệ đến các hoạt động chứng khoán hay không đến nay vẫn chưa được giải quyết. Tuy nhiên, vì theo đuổi lợi nhuận các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác (như Merrill Lynch với tài khoản quản lý tiền mặt của nó) phớt lờ ý định của Đạo luật Glass - Steagall và xâm lấn lãnh địa truyền thống của nhau. Ngoài ra, ngay cả những công ty phi tài chính hàng đầu cũng đang đi vào hoạt động ngân hàng và kinh doanh trái khoán. Ví dụ, Sears đã mở các siêu thị tài chính trong các cửa hàng của mình, tại đó một khách hàng có thể mua bảo hiểm, mua chứng khoán, thực hiện các món tiền gửi và một quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và mua bất động sản.

Vì tỷ lệ thị trường mà các ngân hàng thương mại dành được về các dịch vụ tài chính từ trước vẫn đang sụt giảm, vào tháng giêng năm 1989 Dự trữ Liên bang đã cho phép các công ty nắm giữ ngân hàng bảo đảm các chứng khoán nợ công ty và bán bảo hiểm sinh mạng thế chấp đầu tiên. Chủ tịch Dự trữ Liên bang Alan Greenspan, ủng hộ việc cho phép các ngân hàng liên kết với các hãng chứng khoán, và vào tháng 9 năm 1990, Dự trữ Liên bang đã có một bước đi lịch sử cho phép ngân hàng thương mại J.P. Morgan đứng ra bảo hiểm cổ phiếu. FDIC cũng đã cho phép các ngân hàng đầu tư vào bất động sản và thực hiện một số hoạt động bảo hiểm, và chương trình Kho bạc đề nghị cho việc cải tổ hệ thống ngân

hàng rằng đạo luật Glass - Steagall được hủy bỏ thì có lợi : Các ngân hàng thực hiện tốt vốn sẽ được phép liên kết với các hãng chứng khoán, các quỹ tương trợ và các công ty bảo hiểm.

BÀI ĐỌC THÊM 12.5

Toàn cảnh

Sự tách biệt giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán trong các nước công nghiệp

Các nước công nghiệp chủ yếu cho phép có sự liên hệ khác nhau giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán. Có ba khuôn mẫu cho sự tách biệt của công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán.

Khuôn mẫu thứ nhất là "Ngân hàng vạn năng", khuôn mẫu này tồn tại ở Hà Lan, Đức, Thụy Sĩ. Thực tế hoàn toàn không có sự tách biệt giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán. Trong một hệ thống ngân hàng vạn năng, các ngân hàng thương mại cung cấp một loạt đầy đủ các dịch vụ ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm, tất cả các dịch vụ như thế có thể có trong một thực thể pháp lý đơn. Các ngân hàng được phép sở hữu một số cổ phần quan trọng trong các hãng thương mại và thường các ngân hàng làm như thế.

Hệ thống ngân hàng vạn năng phong cách Anh là khuôn mẫu thứ hai, khuôn mẫu này có ở Liên hiệp Vương Quốc Anh cũng như ở các nước có quan hệ mật thiết với Anh, ví dụ như Canada và Australia. Ngân hàng vạn năng phong cách Anh thực hiện đảm bảo chứng khoán, nhưng khác với ngân hàng vạn năng Đức theo 3

điểm : (1) Các công ty con có quyền pháp nhân riêng rẽ phổ biến hơn. (2) Các tài sản vốn cổ phần ngân hàng của các hãng thương mại ít phổ biến hơn, và (3) Các liên kết của các hãng ngân hàng và các hãng bảo hiểm là ít phổ biến hơn.

Khuôn mẫu 3 có một sự tách biệt pháp lý giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán tồn tại ở Mỹ và Nhật Bản. Một khác nhau quan trọng giữa hệ thống ngân hàng Mỹ và hệ thống ngân hàng Nhật Bản là ở chỗ các ngân hàng Nhật Bản được phép nắm giữ các phần vốn cổ phần quan trọng trong các hãng thương mại, ngược lại, ngân hàng Mỹ không thể. Ngồi ra, phần lớn các ngân hàng Mỹ sử dụng một cấu trúc công ty nắm giữ ngân hàng, nhưng các công ty nắm giữ ngân hàng lại là bất hợp pháp ở Nhật. Tuy có sự tách biệt về pháp lý giữa công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán theo đạo luật Glass - Steagall ở Mỹ và Đạo luật chứng khoán Nhật Bản, ở cả hai nước ngân hàng thương mại đang tiến hành ngày một nhiều các hoạt động chứng khoán và như thế đang tiến tới gần một kiểu ngân hàng vạn năng phong cách Anh.

Xu hướng điều hành có vẻ là một xu hướng chấp nhận cái gì đang diễn ra một cách xuôi xệ trên thị trường. Một yếu tố quan trọng là ở chỗ, các ngân hàng thương mại nước ngoài thường được phép thực hiện các kinh doanh chứng khoán, đem lại cho họ một công cụ cạnh tranh sắc bén nhằm vào các ngân hàng Mỹ (xem Bài đọc thêm 12.5). Như vậy các nhà điều hành có thể miễn cưỡng hạn chế các hoạt động về chứng khoán của các ngân hàng thương mại nếu việc này đặt các ngân hàng Mỹ vào một sự bất lợi cạnh tranh so với các ngân hàng nước ngoài. Xu hướng mất đi sự tách biệt của công nghiệp ngân hàng và công nghiệp chứng khoán, do vậy có thể tiếp tục và có sự cáo chung của Đạo luật Glass - Steagall có thể còn không xa.

TÓM TẮT

1. Các công ty bảo hiểm do các tiểu bang điều hành và các công ty này thu vốn bằng cách bán các hợp đồng bảo hiểm, các hợp đồng này thanh toán trả tiền bồi thường nếu sự kiện tai họa xảy ra. Các công ty bảo hiểm tài sản và tai nạn nắm giữ các tài sản có lòng hơn so với các công ty bảo hiểm sinh mạng bởi vì có sự kém chắc chắn hơn trong việc dự tính số tiền bồi thường mà họ sẽ phải thanh toán. Tất cả các công ty bảo hiểm phải đối mặt với vấn đề rủi ro đạo đức và chọn lựa đối nghịch, điều này giải thích vì sao phải sử dụng các công cụ quản lý bảo hiểm, ví dụ như tập hợp thông tin và sàng lọc những người có thể mua bảo hiểm, phí bảo hiểm được dựa trên cơ sở rủi ro, các điều khoản hạn chế, ngăn ngừa gian lận, hủy bỏ hợp đồng bảo hiểm, các khoản khấu trừ, đồng bảo hiểm, và các giới hạn đối với món tiền bảo hiểm.

2. Các chương trình trợ cấp mang lại tiền thanh toán thu nhập cho những người về hưu sau khi có sự đóng góp cho các chương trình đó trong nhiều năm. Nhiều chương trình cấp là loại cấp vốn thiếu, nghĩa là trong những

năm sắp tới các chương trình đó sẽ phải thanh toán trả các khoản tiền trợ cấp lớn hơn so với giá trị đóng góp mà họ thu được và thu nhập do các đóng góp đó mang lại. Vấn đề cấp vốn thiếu này đặc biệt gay gắt đối với các quỹ trợ cấp công cộng như Quỹ Bảo hiểm xã hội. Do các vụ lạm dụng, Quốc hội đã ban hành đạo luật về Bảo hiểm thu nhập hưu trí của người làm thuê (ERISA), Đạo luật này định ra các tiêu chuẩn tối thiểu cho việc báo cáo, cho điều kiện được thuộc về một chương trình trợ cấp và mức độ cấp vốn thiếu của các chương trình trợ cấp riêng. Đạo luật này cũng đã lập ra công ty bảo hiểm trợ cấp, công ty này bảo hiểm các khoản tiền trợ cấp.

3. Các công ty tài chính thu nhận vốn bằng cách phát hành thương phiếu, trái khoán và cổ phiếu, rồi dùng tiền thu được để thực hiện các món cho vay, các món cho vay này đặc biệt thích hợp với các nhu cầu của người tiêu dùng và các doanh nghiệp. Vì hầu như không bị điều hành so với các ngân hàng thương mại và các tổ chức tiết kiệm, các công ty tài chính đã có khả năng đi vào các hoạt

động tín dụng mới (ví dụ cho thuê thiết bị) một cách rất nhanh chóng.

4. Các quỹ tương trợ bán các cổ phần và dùng tiền thu được để mua các chứng khoán. Các quỹ kết thúc mở phát hành các cổ phần có thể mua lại được vào bất kỳ lúc nào ở một giá gần với giá trị tài sản của hãng này. Các quỹ kết thúc đóng phát hành các cổ phần không thể mua lại được, các cổ phần này được mua bán giống như bất kỳ các cổ phiếu nào khác. Các quỹ này kém phổ biến so với các quỹ kết thúc mở bởi vì các cổ phần của nó không bị coi là lỏng. Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ chủ yếu nắm giữ những chứng khoán chất lượng cao, hạn kỳ ngắn, giúp cho các cổ phần được mua lại ở một giá cố định bằng cách dùng các séc. Các cổ phần ở những quỹ này thực tế tác dụng như các món tiền gửi có thể phát séc và mang lại lãi suất theo thị trường. Tất cả các quỹ tương trợ đều do SEC điều hành.

5. Các ngân hàng đầu tư là những hãng

tham gia vào việc bán lần đầu các chứng khoán trong các thị trường cấp một, trong khi đó những hãng môi giới và các nhà buôn tham gia việc mua bán các chứng khoán ở các thị trường cấp hai, một trong số các thị trường này được tổ chức thành các trung tâm giao dịch. SEC điều hành các tổ chức tài chính trong các thị trường chứng khoán và bảo đảm rằng thông tin đầy đủ tới được các nhà đầu tư tương lai. Đạo luật về hoạt động ngân hàng năm 1933 (Glass - Steagall Act) đã tách biệt các hoạt động ngân hàng thương mại ra khỏi công nghiệp chứng khoán bằng cách cấm các ngân hàng thương mại không được thực hiện việc bán hoặc phân phối các chứng khoán được phát hành một cách riêng rẽ. Nhưng các lực lượng cạnh tranh đã phớt lờ ý định của Đạo luật Glass - Steagall và gây ra một sự thất bại trong việc tách biệt ngân hàng và công nghiệp chứng khoán.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Nếu mức độ chết khó dự tính hơn so với thực tế thì các công ty bảo hiểm sinh mạng sẽ thay đổi loại tài sản mà họ nắm giữ như thế nào ?

2. Vì sao các công ty bảo hiểm tai nạn và tài sản có khối lượng tài sản trái khoán địa phương lớn trong khi các công ty bảo hiểm sinh mạng không như vậy ?

* 3. Vì sao tất cả các chương trình trợ cấp có sự đóng góp xác định đều được cấp vốn đủ.

4. Điều gì giải thích cho việc sử dụng rộng rãi các khoản khấu trừ trong các hợp đồng bảo hiểm ?

* 5. Vì sao các công ty bảo hiểm hạn chế số tiền bảo hiểm mà một người giữ hợp đồng bảo hiểm có thể mua ?

6. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hoặc không rõ rệt : "Khác với các chương trình trợ cấp tư, các chương trình trợ cấp của chính phủ hiểm khi là những chương trình cấp vốn thiếu".

* 7. Nếu bạn cần một món tiền vì sao trước hết bạn phải tới một ngân hàng của địa phương bạn hơn là đến một công ty tài chính ?

8. Hãy giải thích vì sao các cổ phần trong quỹ tương trợ kết thúc đóng nói chung bán được ít hơn so với giá thị trường của các cổ phiếu mà họ nắm giữ ?

* 9. Vì sao bạn có thể mua một khoản vốn tương trợ loại không chịu hoa hồng thay vì một khoản vốn chịu hoa hồng ?

10. Vì sao một quỹ tương trợ thị trường tiền tệ có thể cho phép cổ đông của nó mua lại các cổ phần với giá cố định trong khi các quỹ khác không cho phép ?

* 11. Vì sao các bảo đảm tiền cho vay mà chính phủ thực hiện có thể là một phương pháp tốn phí cao để chính phủ trợ cấp cho một số hoạt động ?

12. Nếu bạn muốn mang lấy rủi ro, bạn sẽ chọn nghề nào : Nhà buôn, nhà môi giới, hoặc một chuyên gia, vì sao ?

* 13. Hoạt động ngân hàng đầu tư có phải là một nghề nghiệp tốt cho một người sợ rủi ro ? Vì sao có hoặc vì sao không ?

14. Giả sử bạn thiết lập một quỹ ủy thác do một ngân hàng đứng ra quản lý cho con bạn. Bạn sẽ tán thành hay phản đối ngân hàng này bảo đảm chứng khoán ?

* 15. Vì sao các hãng môi giới vận động ráo riết để duy trì đạo luật Glass - Steagall ?

CHƯƠNG 13

Sự đổi mới tài chính

LỜI DẪN

Hai mươi năm trước đây, nhiều trong số những công cụ tài chính mà nay chúng ta cho là điều tất nhiên, chưa hề tồn tại, ví dụ các tài khoản séc được hưởng lãi (như các tài khoản NOW). Hiện nay số những công cụ tài chính sẵn cho dân chúng với các món tiền lớn, vừa, nhỏ đầu tư vào đã mở rộng nhanh chóng và một số các tổ chức tài chính mới (như các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ) đã đi vào hoạt động. Điều gì giải thích cho sự thay đổi có tính chất cách mạng này trong hệ thống tài chính của chúng ta và cho việc tăng nhanh chóng các sản phẩm tài chính mới sẵn sàng cho người tiêu dùng?

Giống như các công nghiệp khác, công nghiệp tài chính đang tiến hành kinh doanh để thu lợi nhuận bằng cách bán các sản phẩm của nó. Nếu một công ty xà phòng nhận thấy rằng có một nhu cầu của một khu vực thị trường nào đó đối với một chất tẩy giặt quần áo có chất làm mềm vải, nó chế tạo ra một sản phẩm phù hợp nhu cầu này. Tương tự, các tổ chức tài chính tạo ra các sản phẩm để thỏa mãn các nhu cầu của chính họ cũng như các nhu cầu của các khách hàng của họ. Những đổi mới trong công nghiệp này được kích thích bởi cùng những yếu tố (như các thay đổi trong kỹ thuật và các điều kiện thị trường) giống như những yếu tố kích thích sự đổi mới trong các công nghiệp khác. Do các tổ chức tài chính phải đối mặt với nhiều quy định hạn chế hơn so với hầu hết các hãng trong các ngành công nghiệp khác, bản chất của các quy định ấy và các thay đổi của chúng là những yếu tố bổ sung quan trọng trong sự đổi mới tài chính.

Trong chương này, chúng ta dùng một phân tích kinh tế để giải thích vì sao

những đổi mới khác nhau đã xuất hiện. Sau đó chúng ta cố gắng dự báo tiến trình đổi mới tài chính trong tương lai - một nhiệm vụ quan trọng. Với nhịp điệu tiến triển như hiện nay, hệ thống tài chính trong tương lai sẽ chắc chắn là khác với hệ thống của chính chúng ta hiện nay.

PHÂN TÍCH KINH TẾ VỀ SỰ ĐỔI MỚI

Một phân tích bất kỳ nào giải thích sự đổi mới đều phải nhằm vào những động cơ thúc đẩy cho các sự đổi mới xảy ra. Các nhà kinh tế đồng tình rằng sự đổi mới được tạo ra bởi vì các cá nhân và các doanh nghiệp muốn làm cực đại các lợi nhuận ; nói khác đi, sự đổi mới - điều có thể vô cùng có lợi cho nền kinh tế - được điều khiển bằng ý muốn làm giàu (hoặc duy trì sự giàu có). Quan điểm này đưa đến một phân tích kinh tế đơn giản sau : ***Một sự thay đổi trong môi trường kinh tế sẽ kích thích một cuộc tìm kiếm các đổi mới có thể sinh lợi.***

Bắt đầu trong các năm 1960, các cá nhân và các tổ chức tài chính hoạt động trong các thị trường tài chính đã giáp mặt với các thay đổi quyết liệt trong môi trường kinh tế : Lạm phát và lãi suất tăng vọt và trở nên khó dự báo, trong khi đó kỹ thuật computer tiến bộ rất nhanh chóng. Các tổ chức tài chính thấy rằng nhiều trong số các phương pháp tiến hành kinh doanh cũ không còn sinh lợi : Các sản phẩm tài chính lâu nay họ vẫn đang chào bán cho công chúng thì lúc ấy không bán được. Nhiều nhà trung gian tài chính thấy rằng họ không còn khả năng thu được vốn với các công cụ tài chính truyền thống của họ, và với sự thiếu vốn sẽ sớm phải ngừng hoạt động kinh doanh. Nhằm để sống còn trong môi trường kinh tế mới, các tổ chức tài chính đã phải nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới tỏ ra có thể sinh lợi. Trong trường hợp của họ, sự cần thiết đã là mẹ đẻ của sự đổi mới.

Ngay cả trong các doanh nghiệp (tài chính hoặc phi tài chính) không bị đe dọa bởi môi trường kinh tế mới đó, các chủ doanh nghiệp đã nhận ra rằng các thay đổi trong môi trường tài chính này có thể được khai thác để trở nên giàu có. Họ đã bắt đầu tìm kiếm các sản phẩm tài chính mới có khả năng sinh lợi. Các nỗ lực của họ đã tạo ra nhiều triệu phú và đã dẫn đến sự phát triển của nhiều trong số những đổi mới tài chính hiện nay của chúng ta.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để hiểu rõ hơn vì sao những đổi mới tài chính được thảo luận ở chương này đã xuất hiện, luôn nhớ rằng các đổi mới tài chính này là kết quả của một sự tìm kiếm lợi nhuận.

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : CÁC ĐIỀU KIỆN THỊ TRƯỜNG THAY ĐỔI

Nay chúng ta đã có một khuôn mẫu kinh tế để hiểu sự đổi mới, chúng ta hãy xem xét một vài ví dụ về các đổi mới tài chính đã xảy ra do những thay đổi về các điều kiện thị trường. Sự thay đổi rõ nét nhất về các điều kiện thị trường trong các năm gần đây là việc tăng mạnh tính chất bất định của lãi suất. Trong các năm 1950, lãi suất của tín phiếu kho bạc loại 3 tháng dao động giữa 1% và 3,5% ; trong những năm 1970, nó đã dao động giữa 4% và 11,5%. Sự bất định này đã trở nên rõ rệt hơn trong các năm 1980, ở thời gian đó, lãi suất tín phiếu kho bạc loại 3 tháng nằm trong khoảng 5 đến 15%. Chúng ta thấy trong Bảng 4.2 ở Chương 4 rằng một sự tăng lãi suất từ 10% đến 20% sẽ gây tổn thất vốn gần 50% đối với một trái khoán 30 năm và một lợi tức âm trên 40%. Dao động lớn về lãi suất đưa đến lợi vốn hoặc tổn thất vốn và gây ra sự không chắc chắn về lợi tức đầu tư. Rủi ro có liên hệ đến tính chất không chắc chắn về các biến động lãi suất và lợi tức được gọi là **rủi ro lãi suất**, và tính chất bất định cao của các lãi suất như chúng ta thấy trong các năm 1970 và 1980 đã dẫn đến một mức độ rủi ro lãi suất lớn.

Do các thay đổi trong môi trường kinh tế kích thích một cuộc tìm kiếm các đổi mới có thể mang lại lợi nhuận, chúng ta dự tính rằng một sự tăng rủi ro lãi suất thúc đẩy việc sáng tạo những công cụ và thị trường tài chính mới, chúng giúp hạ thấp rủi ro đó. Ba ví dụ về các đổi mới tài chính trong những năm 1970 khẳng định cho dự báo trên : (1) sự ra đời của vay thế chấp lãi suất có thể điều chỉnh, (2) việc sáng tạo ra thị trường giao dịch kỳ hạn cho các công cụ tài chính và (3) việc sáng tạo ra thị trường giao dịch chọn lựa cho các công cụ nợ.

Vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh

Giống như các nhà đầu tư khác, các tổ chức tài chính thấy rằng việc cho vay sẽ có sức hấp dẫn hơn nếu rủi ro lãi suất thấp. Họ không muốn thực hiện một món cho vay thế chấp ở lãi suất 10% và 2 tháng sau họ thấy rằng họ đáng ra có thể được 12% ở món cho vay thế chấp đó. Để giảm rủi ro lãi suất, năm 1975 các ngân hàng tiết kiệm & cho vay ở California bắt đầu cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh, tức là các món cho vay thế chấp có lãi suất thay đổi khi lãi suất thị trường (thường là lãi suất tín phiếu kho bạc) thay đổi. Ví dụ, ban đầu một món cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh với lãi suất là 10%. Sáu tháng sau, lãi suất này có thể tăng hay giảm bằng số lượng tăng hay giảm của lãi suất

thị trường, ví dụ lãi suất tín phiếu kho bạc loại 6 tháng, và tiền thanh toán vay thế chấp sẽ thay đổi. Do các món vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh, cho phép các tổ chức cho vay thế chấp thu được lãi suất cao hơn đối với các món cho vay thế chấp khi lãi suất tăng, lợi nhuận được duy trì cao hơn trong suốt các giai đoạn đó.

Đặc điểm hấp dẫn này của các món cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh đã khuyến khích các tổ chức cho vay thế chấp phát hành cho vay thế chấp có lãi suất ban đầu thấp hơn so với lãi suất cho vay thế chấp lãi suất cố định qui ước, khiến cho chúng được ưa thích hơn với nhiều gia đình. Tuy nhiên, do tiền thanh toán thế chấp có thể tăng lên đối với các món cho vay thế chấp có lãi suất thay đổi, nên nhiều hộ gia đình vẫn tiếp tục ưu tiên các món vay thế chấp lãi suất cố định. Do vậy, cả 2 kiểu cho vay thế chấp đều phát triển rộng rãi.

Thị trường kỳ hạn các công cụ tài chính

Một thị trường kỳ hạn tiến hành các vụ mua bán theo các **hợp đồng kỳ hạn**, trong đó người bán thỏa thuận cung cấp một số hàng hóa được tiêu chuẩn hóa nào đó cho người mua vào một ngày được chỉ rõ trong tương lai theo một giá thỏa thuận sẵn.⁽¹⁾ Các thị trường kỳ hạn cho những hàng hóa như lúa mì, thịt lợn đã phổ biến từ lâu, nhưng các hợp đồng kỳ hạn trong đó thứ hàng hóa được tiêu chuẩn hóa là một loại công cụ tài chính đặc thù (**một hợp đồng tài chính kỳ hạn**), chỉ mới xuất hiện từ năm 1975. Để hiểu vì sao các thị trường kỳ hạn tài chính được phát triển, trước hết chúng ta cần hiểu một hợp đồng tài chính kỳ hạn là gì và nó giúp các nhà đầu tư có thể **tự bảo hộ** để phòng rủi ro lãi suất như thế nào.

Ví dụ, tháng 12 năm 1991, một hợp đồng tài chính kỳ hạn cho giấy chứng tiền gửi (CD) có thể ghi rõ 1 triệu đôla CD đó với hạn kỳ 3 tháng sẽ được người bán hợp đồng đó giao cho người mua vào tháng 6 năm 1992. Vào tháng này, người mua nói trên sẽ phải mua 1 triệu đôla CD đó với một lãi suất chiết khấu được qui

1. Một đặc điểm quan trọng của việc mua bán theo các hợp đồng kỳ hạn là ở chỗ có một sự thanh toán khoản lợi hay thiệt giá của 1 hợp đồng sau mỗi một ngày mua bán : tức là, nếu vào cuối của một ngày mua bán giá của hợp đồng đó giảm mất 100 đôla, thì người mua của nó phải thanh toán ngay lập tức 100 đôla vào tài khoản của người bán ; nếu giá đó tăng thêm 100 đôla, thì người bán phải thanh toán ngay lập tức 100 đôla vào tài khoản của người mua. Vào ngày đã chỉ định khi hàng hóa đó được giao đủ, thì người mua của hợp đồng này thanh toán cho người bán sự chênh lệch giữa giá mua đã thỏa thuận trên hợp đồng và số tiền mà người mua đó đã thanh toán trước vào tài khoản của người bán, với tổng số tiền bằng giá đã thỏa thuận trên hợp đồng lúc đầu.

định rõ bởi giá của hợp đồng đó. Giá hợp đồng này cho các CD (và các tín phiếu kho bạc) được nêu ra dưới hình thức một chỉ số giá bằng 100 trừ đi lãi suất chiết khấu của CD đó ; ví dụ, một giá 90 cho biết một lãi suất chiết khấu 10% cho CD này.

Để thấy hợp đồng kỳ hạn được mô tả ở đây có thể giúp một người mua tự bảo vệ như thế nào để phòng rủi ro lãi suất, hãy giả sử rằng vào tháng 12 năm 1991, Michelle, giám đốc dự tính rằng các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ mà bà ta phụ trách sẽ có một lượng tiền nhập là 1 triệu đôla vào tháng 6 năm 1992. Nếu Michelle mua một hợp đồng kỳ hạn CD vào tháng 12 năm 1991 với giá 90, thì ngay cả nếu các lãi suất đối với các CD giảm xuống dưới 10% vào tháng 6 năm 1992, Michelle vẫn bảo đảm cho quỹ tương trợ của bà ta một lãi suất 10% đối với 1 triệu đôla mà quỹ sẽ nhận được như thế bà ta đã có khả năng bảo hộ mình để phòng bất kỳ rủi ro lãi suất nào¹².

Tương tự, vào tháng 2 năm 1991, First National Bank có thể đưa ra một cam kết cho một trong số các khách hàng của nó vay 1 triệu đôla vào tháng 6 năm 1992 với lãi suất 10,5%. Nếu tháng 6-1992 lãi suất đối với các CD tăng tới 11% thì ngân hàng này sẽ chịu một tổn thất bởi vì chi phí lãi suất để thu được tiền vốn sẽ là 11%, trong khi lãi suất thu được từ món cho vay đó sẽ chỉ là 10,5%. Ngân hàng này có thể tự bảo vệ mình tránh rủi ro lãi suất này nếu nó là người bán cho Michelle hợp đồng giao dịch kỳ hạn nói trên, hợp đồng đó hứa giao các CD ấy vào tháng 6 năm 1992 với một lãi suất 10%. Nay ngân hàng đó biết rằng các CD mà nó sẽ giao cho Michelle vào tháng 6 năm 1992 sẽ có một lãi suất 10% - như thế nó đã khóa chặt lãi suất 10% vào chi phí thu nhận vốn để thực hiện món cho vay của mình. Hợp đồng tài chính kỳ hạn nói trên đã giúp cho ngân hàng đó có đủ khả năng bảo hộ mình để phòng một rủi ro lãi suất bất kỳ và ngân hàng ấy chắc chắn sẽ có một lợi nhuận nhờ món cho vay của nó.

Như thế, một thị trường tài chính kỳ hạn giúp cho cả người mua và người bán của các hợp đồng tài chính kỳ hạn có thể tự bảo hộ để phòng rủi ro lãi suất. Khi rủi ro lãi suất tăng lên trong các năm 1970, khả năng ngăn chặn thứ rủi ro này đã trở nên đặc biệt giá trị, khiến dễ có thể là một số lớn các nhà đầu tư sẽ sẵn lòng mua bán trong các thị trường tài chính kỳ hạn. Do khối lượng mua bán lớn sẽ đưa lại lợi nhuận cao cho những người đã tạo ra thị trường tài chính kỳ hạn, phân tích kinh tế của chúng ta về đổi mới tài chính dự báo rằng một thị trường

2. Để đơn giản hóa cuộc thảo luận này, các lãi suất trong các ví dụ của chúng ta được nêu ra trên một cơ sở lãi suất chiết khấu.

tài chính như vậy sẽ phát triển. Dự báo này đã trở thành hiện thực năm 1975 khi Phòng thương mại Chicago (trong đó các hợp đồng kỳ hạn cho hàng hóa như lúa mì, ngô, đậu nành và yến mạch đã được mua từ lâu) đã lập ra một thị trường tài chính kỳ hạn cho các chứng khoán của Hiệp hội cho vay thế chấp quốc gia của chính phủ (GNMA).

Thị trường tài chính kỳ hạn GNMA này đã thành công đến mức Hội đồng thương mại Chicago (CBT) sau đó đã mở các thị trường tài chính kỳ hạn cho các trái khoán kho bạc và trái phiếu kho bạc trong khi đó Thị trường tiền tệ quốc tế (IMM), một chi nhánh của Trung tâm thương mại Chicago (Chicago Mercantile Exchange - CME), đã tổ chức một thị trường kỳ hạn cho các tín phiếu kho bạc Mỹ, các CD ngân hàng và đôla châu Âu. Khối lượng mua bán trong các thị trường tài chính kỳ hạn này đã tăng tới một qui mô kỳ lạ, và nay các trái khoán kho bạc và đôla châu Âu nằm trong số 10 thứ đứng đầu của khoảng 100 loại hàng hóa tiêu chuẩn hóa được mua bán trong cả 2 thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường phi tài chính kỳ hạn.

Thị trường chọn lựa các công cụ nợ

Một công cụ tài chính khác giúp các nhà đầu tư có thể giảm rủi ro lãi suất là các hợp đồng chọn lựa. Một hợp đồng chọn lựa mang lại một quyền mua (một hợp đồng chọn mua - a call option) một chứng khoán theo một giá đã định, được gọi là giá thực hiện hoặc giá khớp. Ví dụ, một hợp đồng chọn mua kéo dài trong thời gian 6 tháng để mua các tín phiếu kho bạc loại 3 tháng với mệnh giá 1 triệu đôla theo giá thực hiện 975.000 đôla. Trong khi đó, một hợp đồng giao dịch chọn bán kéo dài trong 6 tháng để bán một trái khoán kho bạc với mệnh giá 100.000 đôla theo giá thực hiện 102.000 đôla.

Một hợp đồng chọn lựa giống như một hình thức bảo hiểm để phòng rủi ro lãi suất. Để hiểu điều này, chúng ta hãy nghiên cứu 2 ví dụ sau : Giả sử nhà đầu tư Irving sở hữu một trái khoán kho bạc với mệnh giá 100.000 đôla và mua một hợp đồng chọn bán kỳ hạn 3 tháng cho trái khoán này, hợp đồng đó cho anh ta quyền bán trái khoán ấy theo giá thực hiện là 102.000 đôla (việc đó đem lại một lãi suất hoàn vốn 10%) ; ngay cả trường hợp nếu lãi suất tăng lên trên 10% và giá của trái khoán này giảm xuống dưới giá thực hiện 102.000 đôla, Irving vẫn được bảo vệ tránh tổn thất bởi vì hợp đồng chọn lựa đó cho anh ta quyền bán trái khoán đó với giá 102.000 đôla. Tương tự, nếu Irving muốn mua trái khoán kho bạc, anh ta có thể chắc chắn rằng tối thiểu anh ta sẽ có thể thu được một lãi suất 10% bằng cách mua một hợp đồng chọn mua kỳ hạn 3 tháng cho một trái khoán với một giá thực hiện là 102.000 đôla. Nay, nếu lãi suất tụt xuống dưới 10%, hợp

đồng chọn lựa của anh ta cho phép anh ta mua trái khoán ấy với giá 102.000 đôla mang lại cho anh ta lãi suất 10%.

Vì các hợp đồng chọn lựa mang lại một hình thức bảo hiểm, người mua phải trả một giá để mua chúng được gọi một cách khá tự nhiên là "phí bảo hiểm". Như bạn sẽ dự tính, tính chất bất định tăng lên của các lãi suất những năm gần đây đã làm tăng nhu cầu đối với hình thức bảo hiểm này khiến cho một thị trường chọn lựa của các công cụ vay nợ có một lợi ích tiềm ẩn. Hội đồng giao dịch chọn lựa Chicago (Chicago Board Options Exchange - CBOE), trong đó những chọn lựa cho những cổ phiếu đã được mua bán từ năm 1973, đã bắt đầu việc mua bán hợp đồng chọn lựa cho các công cụ vay nợ vào năm 1981. Hiện nay, CBOE và các trung tâm giao dịch khác chào bán các hợp đồng chọn lựa không chỉ cho các trái khoán kho bạc và tín phiếu kho bạc, mà còn cho cả các hợp đồng tài chính kỳ hạn.

THEO DÕI TIN TÀI CHÍNH

Các giao dịch tài chính kỳ hạn

Giá của các hợp đồng tài chính kỳ hạn được công bố hàng ngày. Trên tờ The Wall Street Journal, các giá này nằm ở phần "Các công cụ lãi suất", một đoạn trích của nó nêu ở dưới đây :

Các thông tin sau đây cho mỗi hợp đồng được đưa vào các cột kế tiếp. (Hợp đồng giao các tín phiếu kho bạc vào tháng 6 năm 1991 được dùng làm ví dụ).

TREASURY BILLS (IMM) - \$1 mil. ; pts. of 100%

	Open	High	Low	Settle	Chg	Settle	Chg	Discount	Open
June	94.26	94.28	94.23	94.27	+ 01	5.73	61	32.241	
Sept	93.99	94.00	93.95	93.99	+ 02	6.81	62	6.817	
Dec	93.53	93.53	93.56	93.50	- 01	6.50	+ 01	659	

Est vol 4.393, vol Thur 5.812 ; open int 39.766 +641

Source : Wall Street Journal (Monday, March 25, 1991)

Open = giá mở cửa, giá này bằng 100,00 trừ lãi suất hoàn vốn của các tín phiếu kho bạc : 94,26 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

High = giá cao nhất được mua bán trong ngày đó :

94,28 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Low = giá thấp nhất được mua bán trong ngày đó : 94,23 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Settle = giá thanh toán, tức là giá đóng cửa ngày đó : 94,27 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Chg = thay đổi trong giá đóng cửa (giá thanh toán) so với giá của ngày giao dịch trước : thay đổi + 0,01 cho hợp đồng giao hàng tháng 6.

Discount Settle = lãi suất trên cơ sở chiết khấu cho các chứng khoán được giao, được tính theo giá thanh toán : 5,73% đối với các tín phiếu kho bạc giao tháng 6.

Discount Chg = thay đổi lãi suất (trên cơ sở chiết khấu) cho các chứng khoán được giao so với ngày giao dịch trước đây : -0,01 cho hợp đồng giao tháng 6.

Open interest = số hợp đồng chưa giải quyết 32,241 cho hợp đồng giao tháng 6.

Các thay đổi khác về điều kiện thị trường :

Những hãng môi giới giảm giá và các giao dịch kỳ hạn theo chỉ số cổ phiếu

Những thay đổi khác về các điều kiện thị trường đã có ý nghĩa quan trọng đối với việc đổi mới trong khu vực thị trường này. Như đã nói ở chương trước, trước năm 1975, các thị trường giao dịch chứng khoán có những qui tắc để cố định các khoản hoa hồng môi giới ở mức cao. Do các hãng môi giới không được phép cạnh tranh bằng giá cả nên họ đã cạnh tranh bằng chất lượng các dịch vụ mà họ cung cấp. Các hãng môi giới đã cung cấp cho các khách hàng của họ các báo cáo thường xuyên về các chứng khoán, đã có các bộ phận nghiên cứu lớn để đưa ra các phân tích tài chính, và thậm chí có các văn phòng đẹp để khách hàng của họ có thể đến theo dõi các thông báo giá cả.

Năm 1975, SEC không thừa nhận các qui tắc đặt ra hoa hồng môi giới cao ấy và từ đó, lợi nhuận chỉ có thể được tạo ra trong công nghiệp môi giới bằng việc cạnh tranh giá. Như sự phân tích của chúng ta về sự đổi mới tài chính báo trước, một hình thức môi giới mới xuất hiện được gọi là "một hãng môi giới giảm giá". Giống như các cửa hàng giảm giá có những giá thấp hơn và cung cấp ít dịch vụ hơn, các hãng môi giới giảm giá có hoa hồng môi giới thấp hơn nhưng lại giảm các dịch vụ mà họ cung cấp cho khách hàng. Ví dụ, họ không có cơ sở nghiên cứu lớn để đưa ra các phân tích tài chính và cung cấp các báo cáo thường xuyên cho các khách hàng nữa. Các hãng môi giới giảm giá này (lớn nhất là Charles Schwab and Company) đã hình thành ra một nền tảng chắc chắn cho kinh doanh môi giới và đã là yếu tố quan trọng trong việc làm giảm mức hoa hồng môi giới do thay đổi quy định từ năm 1975.

Sự sụt giảm rõ nét các hoa hồng môi giới xảy ra sau năm 1975 đã đặc biệt chú ý đối với những nhà buôn lớn số cổ phiếu, các quỹ trợ cấp, các quỹ tương trợ. Các chi phí rẻ hơn đối với những nhà đầu tư có tổ chức này có nghĩa là những nhà buôn có thể lôi cuốn thêm khách hàng với kết quả là họ trở thành một lực lượng quan trọng hơn trong khu vực thị trường này. Ngoài ra nhiều nhà đầu tư cỡ nhỏ đã nhận thấy rằng các quỹ tương trợ đang ở giai đoạn khó khăn trong việc cạnh tranh với thị trường này và các quỹ chỉ số (các quỹ tương trợ tập trung vào việc kiếm lợi tức tương tự như dựa vào các chỉ số thị trường chung) đã trở nên ngày càng phổ biến hơn. Tầm quan trọng tăng lên của các nhà đầu tư có tổ chức cùng

với việc tập trung cao vào việc theo dõi các chỉ số thị trường đã làm tăng nhu cầu một thị trường lỏng hơn trong một khối (nhóm) các cổ phiếu dùng để theo dõi thị trường này,

Với sự cần thiết như vậy trong khu vực thị trường nói trên, một sự mở rộng tự nhiên tới các thị trường đã thành công trong các hợp đồng tài chính kỳ hạn đã diễn ra năm 1982. Sự đổi mới tài chính ở đây là việc mua bán các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu tại Hội đồng thương mại Chicago (CBT), tại Thị trường thương mại Chicago (CME), tại Hội đồng thương mại Kansas City (KCBT) và tại Thị trường kỳ hạn New York (NYFE) - một chi nhánh của Thị trường chứng khoán New York. Việc mua bán các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu nay đang là vấn đề tranh cãi (xem Bài đọc thêm 13.1) vì các nhà phê bình khẳng định rằng nó đã làm tăng tính bất định của thị trường một cách trầm trọng, đặc biệt trong các sự kiện như cuộc đổ vỡ ngày Thứ 2 đen (19 tháng 10 năm 1987) hoặc việc tụt 190 điểm của chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones (thứ 6 ngày 13/10/1989) (phần lớn xảy ra vào giờ mua bán chốt).

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : CÁC TIẾN BỘ KỸ THUẬT

Sự phát triển kỹ thuật mới có thể kích thích việc đổi mới tài chính qua việc hạ thấp chi phí các dịch vụ và các công cụ tài chính mới và làm cho việc chào bán có lợi. Sử dụng kỹ thuật computer, đã hạ thấp một cách căn bản các chi phí trong quá trình giao dịch tài chính, đã trở nên thuận lợi cho mọi người sử dụng, dựa vào kỹ thuật mới này các tổ chức tài chính đã nghĩ ra được các dịch vụ và công cụ tài chính mới làm cho công chúng ưa thích. Ba ví dụ đó là các thẻ tín dụng, việc chứng khoán hóa và quốc tế hóa các thị trường tài chính, sẽ được thảo luận ở Bài đọc thêm 13.2.

Các thẻ tín dụng ngân hàng

Các thẻ tín dụng đã ra đời từ trước Chiến tranh Thế giới thứ 2 khá lâu. Nhiều cửa hàng riêng biệt (Sears, Macy's, Goldwater's) đã tổ chức ra các sổ mua chịu hàng tại các cửa hàng của họ bằng cách cung cấp cho các khách hàng những thẻ tín dụng, các thẻ này đã cho phép họ thực hiện các vụ mua hàng tại cửa hàng không cần tiền mặt. Trên phạm vi quốc gia thì mãi tới Chiến tranh Thế giới thứ 2 các thẻ tín dụng vẫn còn chưa được thiết lập. Sau Chiến tranh Thế giới thứ 2,

Diners Club đã đưa ra loại thẻ tín dụng trong các cửa hàng ăn trên khắp nước (và ở nước ngoài) mở đầu cho việc ứng dụng thẻ tín dụng trên phạm vi quốc gia. Hãng American Express và Carte Blanche đã bắt đầu các chương trình thẻ tín dụng tương tự, nhưng do chi phí hoạt động các chương trình này cao, nên các thẻ chỉ được phát hành tới các cá nhân và các doanh nghiệp có chọn lựa, đó là những người có khả năng mua các món hàng đắt tiền.

Tiền thu nhập của hãng phát hành các thẻ tín dụng là từ các món cho vay đối với người giữ thẻ tín dụng, từ tiền thanh toán mà các cửa hàng có bán hàng bằng các thẻ tín dụng (một tỉ lệ phần trăm của giá mua, ví dụ 5%). Các chi phí của một

BÀI ĐỌC THÊM 13.1

Việc mua bán theo chương trình và sự bảo hiểm danh mục chứng khoán : chúng có đáng bị khiển trách vì cuộc đổ vỡ thị trường cổ phiếu năm 1987 hay không ?

Do hậu quả của cuộc đổ vỡ Ngày thứ 2 đen (19/10/1987) trong đó thị trường cổ phiếu sụt giảm hơn 20% trong một ngày, các chiến lược mua bán liên quan đến các thị trường tài chính kỳ hạn dựa theo chỉ số giá cổ phiếu đã bị kết tội (ví dụ Ủy ban Brady) là thủ phạm trong vụ sụp đổ ở thị trường này. Một chiến lược như thế được gọi là "việc mua bán theo chương trình" liên quan đến việc mua bán trực tiếp bằng computer giữa các thị trường tài chính kỳ hạn theo chỉ số cổ phiếu và các cổ phiếu mà giá của chúng được phản ánh trong chỉ số giá cổ phiếu. Các việc mua bán theo chương trình được tiến hành để giữ giá của các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu và giá của các cổ phiếu nằm ngang nhau (quá trình này được gọi là quá trình ác bá). Ví dụ, khi giá của các hợp đồng tài chính kỳ

hạn theo chỉ số giá cổ phiếu thấp hơn giá của những cổ phiếu nằm dưới giữ vai trò chỉ số một quãng khá xa, thì giới mua bán theo chương trình mua các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá và bán ra các cổ phiếu nói trên. Các nhà bình luận của việc mua bán theo chương trình khẳng định rằng sự sụt giảm mạnh về giá các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu vào Ngày thứ 2 đen đã dẫn đến việc bán ra một lượng lớn cổ phiếu trong thị trường cổ phiếu đó nhằm giữ cho giá cổ phiếu nằm cân xứng với giá của các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu.

Một chiến lược mua bán khác, được gọi là "bảo hiểm danh mục chứng khoán" liên quan đến việc bảo hộ để phòng các suy giảm của thị trường cổ phiếu bằng

việc bán ra các hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu. Ý đồ đằng sau chiến lược đó là ở chỗ khi các giá cổ phiếu sụt giảm thì các giá hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu sụt giảm với chúng, do đó nhà đầu tư có thể thu được sự lợi vốn đối với các hợp đồng này, nó bù đắp các tổn thất đối với những cổ phiếu mà nhà đầu tư ấy đang nắm giữ. Một số chuyên gia kết tội rằng việc bảo hiểm danh mục chứng khoán đã làm nặng nề thêm cuộc đổ vỡ nói trên bởi vì họ cảm thấy rằng một ý muốn tăng cường bảo hộ các cổ phiếu dẫn đến bán hàng loạt các hợp đồng tài chính kỳ hạn ; điều đó giảm mạnh giá của các hợp đồng này ; và sự giảm này lại dẫn đến việc bán hàng loạt các cổ phiếu do giới mua bán theo chương trình bán hàng loạt cổ phiếu để giữ các giá trong giới hạn cân xứng.

Do họ thấy việc mua bán theo chương trình và / hoặc sự bảo hiểm chứng khoán có vai trò chủ yếu gây ra cuộc đổ vỡ thị trường tháng 10 năm 1987, những người

chỉ trích thị trường tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu đã ủng hộ việc hạn chế sự mua bán chúng. Đáp ứng lại, một số hãng môi giới cũng như các trung tâm giao dịch có tổ chức đã đặt ra những giới hạn đối với việc mua bán theo chương trình. Ví dụ, Thị trường chứng khoán New York đã kiểm chế việc mua bán theo chương trình được xử lý computer khi chỉ số trung bình công nghiệp Dow Jones thay đổi quá 50 điểm trong một ngày. Tuy nhiên, một số nhà kinh tế tài chính nổi tiếng (ví dụ, người đoạt giải Nobel Merton Miller thuộc Đại học Chicago) không chấp nhận giả thuyết rằng việc mua bán theo chương trình và việc bảo hiểm danh mục chứng khoán đã thúc đẩy cuộc đổ vỡ thị trường cổ phiếu nói trên. Họ tin rằng giá hợp đồng tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu trước hết phản ánh cũng các động lực kinh tế đã làm thay đổi giá cổ phiếu tức là những sự thay đổi trong việc đánh giá cơ bản về giá trị các cổ phiếu.

chương trình thẻ tín dụng tăng lên do các vụ vỡ nợ đối với món vay, do các thẻ bị mất trộm, và do các chi phí các liên quan đến quá trình giao dịch bằng thẻ tín dụng.

Các ngân hàng đã nhận ra sự thành công của Diners Club, American Express and Carte Blanche và muốn tham dự vào việc kinh doanh thẻ tín dụng có lợi nhuận này. Một vài ngân hàng thương mại đã cố gắng mở rộng việc kinh doanh thẻ tín dụng đó tới một thị trường rộng hơn vào các năm 1950, nhưng chi phí để cho các chương trình này hoạt động rất cao, do đó những cố gắng ban đầu của họ để thiết lập ngành kinh doanh thẻ tín dụng đã thất bại.

BÀI ĐỌC THÊM 13.2

Toàn cảnh

Việc quốc tế hóa các thị trường tài chính

Computer và thông tin viễn thông tiên tiến là một yếu tố quyết định theo sau việc quốc tế hóa các thị trường tài chính. Kỹ thuật chuyển các giá cổ phần và thông tin tức thời tới mọi nơi trên toàn thế giới đã làm cho các nhà buôn ở New York hay Tokyo không bị giam hãm nhiều giờ tại các trung tâm giao dịch cố tổ chức; họ có thể mua bán vào bất cứ lúc nào, ngày cũng như đêm. Chi phí thấp của thông tin viễn thông quốc tế đang tạo dễ dàng cho việc đầu tư ra nước ngoài, và chúng ta đang nhanh chóng chuyển tới một thế giới trong đó cổ phiếu và trái khoán sẽ được mua bán một cách quốc tế 24 giờ một ngày.

Tác động của thông tin viễn thông tiên tiến với việc quốc tế hóa các thị trường

tài chính đã được minh họa một cách gây ấn tượng bằng các sự kiện trong cuộc đổ vỡ Ngày thứ 2 đen năm 1987. Ngay trước cuộc đổ vỡ ngày 19/10/1987, đã có sự suy giảm quan trọng ở các thị trường cổ phiếu nước ngoài. Kết quả có một lượng phiếu bán khổng lồ vào lúc mở cửa các thị trường Mỹ vào ngày 19/10 và các giá cổ phiếu tại các trung tâm giao dịch đã tụt dốc. Sau đó, cuộc đổ vỡ này đã lan chuyển tới các thị trường nước ngoài, chúng cũng trải qua các suy sụp với mức độ trầm trọng tương tự. Dù tốt lên hoặc dù xấu đi, nay chúng ta đang sống trong một thế giới của các thị trường tài chính được phối hợp cao trong đó mọi người chúng ta phát đạt hoặc phá sản cùng với nhau.

Cuối những năm 1960, kỹ thuật computer được cải thiện, việc đó đã giảm chi phí các dịch vụ thẻ tín dụng, làm cho dễ có thể là các chương trình thẻ tín dụng ngân hàng dễ có thể mang lại lợi nhuận. Các ngân hàng đã cố đi vào hoạt động kinh doanh này một lần nữa, và nay những cố gắng của họ đã dẫn đến việc sáng tạo ra 2 chương trình thẻ tín dụng thành công: Bank Americard (lúc đầu, do Bank of America khởi sự, nhưng nay do một tổ chức độc lập gọi là VISA kế tục) và Master Card (Interbank Card Association). Các chương trình này đã thành công lớn, với số lượng thẻ tín dụng ngân hàng vào khoảng 200 triệu số. Những người tiêu dùng được hưởng lợi vì các thẻ tín dụng được chấp nhận một cách rộng rãi hơn khi thanh toán mua hàng hơn là các tấm séc (nhất là ở nước ngoài) và chúng cho phép người tiêu dùng vay tiền một cách dễ dàng hơn.

Chúng khoán hóa

Chúng khoán hóa là quá trình chuyển những tài sản chính không lỏng thành những công cụ thị trường vốn có thể chuyển nhượng được, và nó cũng được kích thích mạnh nhờ những tiến bộ trong kỹ thuật computer. Với việc ghi

chép sổ sách điện tử, các tổ chức tài chính thấy rằng với chi phí thấp họ có thể ghép một danh mục các món cho vay (ví dụ các món cho vay thế chấp) có hạng tiền nhỏ lại với nhau, thu thập các khoản tiền thanh toán gốc và lãi và sau đó chuyển chúng tới một bên thứ ba (thanh toán chúng). Trái quyền đối với các món tiền thanh toán gốc và lãi này có thể được đem bán cho một bên thứ 3 như một chứng khoán, và tổ chức tài chính thực hiện việc đó thu được một lợi nhuận, bằng dịch vụ chứng khoán hóa các khoản vay (thu thập các khoản thanh toán gốc và lãi và thanh toán chúng) và thu một khoản lệ phí.

Việc chứng khoán hóa khởi sự lần đầu tiên năm 1970 khi Hội cho vay thế chấp quốc gia của chính phủ (GNMA) đưa ra khái niệm về một chứng khoán "chuyển qua" tức là chứng khoán vay thế chấp khi nó bắt đầu một chương trình trong đó nó bảo đảm cho một vụ thanh toán gốc và lãi đúng hạn đối với một cụm các món cho vay thế chấp. Theo chương trình này, các tổ chức tài chính tư nhân, ví dụ các ngân hàng tiết kiệm cho vay, các ngân hàng thương mại có thể tập hợp một nhóm các món cho vay thế chấp có bảo đảm của GNMA thành một cụm, ví dụ, 1 triệu đôla và sau đó bán cụm này như một chứng khoán cho một bên thứ 3 (thường là một nhà đầu tư có tổ chức lớn, ví dụ như một quỹ tương trợ). Khi các cá nhân hoàn trả các món vay thế chấp của họ (các món vay thế chấp có bảo đảm GNMA) cho tổ chức tài chính đã cho họ vay, tổ chức tài chính này sẽ chuyển các khoản thanh toán này tới người sở hữu chứng khoán nói trên bằng cách gửi một séc có giá trị bằng tổng số tất cả các món thanh toán ấy. Do các khoản thanh toán ấy được GNMA bảo đảm, các "chứng khoán chuyển qua" có mức rủi ro bị vỡ nợ rất thấp.

Trong "chứng khoán chuyển qua" GNMA thông dụng, người mua có quyền sở hữu trực tiếp đối với danh mục các món cho vay thế chấp mà họ mua. Các kiểu chứng khoán cho vay thế chấp khác không cung cấp quyền sở hữu danh mục các món vay thế chấp đó cho người mua, và thay vào đó, chúng là các trách nhiệm thanh toán nợ của tổ chức đã cho vay các món vay thế chấp ấy, còn các món cho vay thế chấp này là vật thế chấp của tổ chức cho vay đó. Các chứng khoán cho vay thế chấp tiếp tục là dạng chứng khoán hóa phổ biến nhất. Chứng khoán hóa cho vay thế chấp đã mở rộng hết sức lớn, 2/3 của tất cả các món cho vay thế chấp mua nhà hiện tại là loại chứng khoán hóa, và có gần 1 ngàn tỉ đôla các món cho vay thế chấp chứng khoán hóa đang tồn dư.

Tuy vậy, việc chứng khoán hóa đã không dừng lại ở các món cho vay thế chấp: chứng khoán hóa các món cho vay mua ô tô, chứng khoán hóa những khoản

thu của thẻ tín dụng, chứng khoán hóa các món cho thuê thương mại và các món cho thuê computer đã bắt đầu vào giữa các năm 1980. Các món cho vay mua ô tô chứng khoán hóa, được gọi là CARS hoặc FASTBAC (xem Bài đọc thêm 13.3) với số phát hành chỉ có 900 triệu đôla vào năm 1985 đã tăng trưởng thành một thị trường 10 tỉ đôla năm 1986. Năm 1989, các khoản thu về thẻ tín dụng chứng khoán hóa đã có số dư vượt quá 30 tỉ đôla. Các chuyên gia dự tính rằng chứng khoán hóa không thể chấp sẽ là một thị trường trên 100 tỉ đôla trong ít năm tới đây.

Kỹ thuật computer cũng đã giúp cho các tổ chức tài chính có thể làm phù hợp chứng khoán hóa để tạo ra các chứng khoán có các dòng tiền thanh toán được coi là đặc biệt mong muốn trong thị trường này. Các trái khoán thế chấp có bảo đảm (CMO) là những trái khoán để chuyển đi các khoản thanh toán từ một danh mục vay thế chấp, là một ví dụ tốt về việc làm phù hợp như vậy. Việc computer hóa giúp cho CMO có thể được tách ra thành 4 cấp hoặc "đợt". Ba cấp đầu tiên nhận tiền thanh toán lãi theo lãi suất coupon đối với CMO này, với cấp I được nhận trước tiên các khoản thanh toán tiền gốc và tiền trả trước từ số tiền góp bảo đảm của các món vay thế chấp. Sau khi các trái khoán cấp I được thanh toán, các khoản thanh toán gốc và các khoản trả trước được dùng để tiếp tục thanh những cấp trái khoán còn lại. Cấp thứ 4, được gọi là trái khoán "tích lũy" hoặc trái khoán "Z", nhận được tiền lãi và gốc chỉ sau khi ba cấp khác đã được thanh toán. CMO có tiền lãi và gốc chỉ sau khi ba cấp khác đã được thanh toán. CMO có điều lợi là nó bao gồm những trái khoán có hạn kỳ thanh toán ngắn (cấp I) và hạn kỳ thanh toán dài 9 cấp 3 và Z), như vậy làm tăng thị trường tiềm ẩn của nó.

Việc chứng khoán hóa sẽ không thể thực hiện được nếu thiếu kỹ thuật computer hiện đại (bạn hãy hình dung ra chi phí để thu thập các khoản thanh toán và gửi trả chúng bằng tay), nhưng kỹ thuật không là yếu tố duy nhất thúc đẩy nó; chính phủ cũng đã đóng một vai trò quan trọng. Việc chứng khoán hóa được bắt đầu lần đầu tiên với sự bảo đảm của GNMA cho các khoản thanh toán tiền vay thế chấp và ngay cả hiện nay, liên quan đến phần lớn các tài sản được bảo đảm trực tiếp hay gián tiếp bởi chính phủ. Các qui tắc thuế cũng đã kích thích các công cụ chứng khoán hóa mới. Một sự thay đổi của các quy định của IRS (cơ quan thu thuế Quốc hội Mỹ) đã giúp cho việc đầu tư cho vay thế chấp bất động sản (REMIC) có thể tiến hành được, về cơ bản chúng là các CMO (nghĩa vụ cho vay thế chấp có bảo đảm) với sự đối xử thuận lợi hơn về thuế.

BÀI ĐỌC THÊM 13.3

Điều gì có trong một cái tên ?

Như mọi người trong kinh doanh quảng cáo đều biết, có một sản phẩm tốt vẫn chưa đủ, mà còn cần thêm một cái tên ưa thích. Ngay cả Wall Street Journal nay cũng công nhận rằng tên của một chứng khoán có thể là một công cụ marketing. Merrill Lynch đã khởi đầu xu hướng này khi nó đặt tên cho trái khoán giảm giá sâu của nó là TIGR (Treasury Investment Growth Receipts). Salomon Brothers tiếp sau ngay với cái tên CATS (Certificates of Accrual on Treasury Securities). Giới hoạt động chứng khoán hóa cũng đã cho ra đời loạt các tên của mình.

Salomon Brothers đã đặt tên cho chứng khoán cho vay mua ô tô của mình là CARs (Certificates of Automobile Receivables), trong khi đó Drexel Burnham đã gọi các món cho vay mua ô tô chứng khoán hóa của mình là FASTBATS (First Automotive Short-Term Bonds and Certificates). Các giấy bảo thu, thẻ tín dụng, chứng khoán hóa đã được đặt tên một cách khá tự nhiên là CARDS (Certificates for Amortizing Revolving Debt). Ai biết được họ sẽ tiếp tục nghĩ ra những cái tên đúng một nào khác nữa ?

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : SỰ NÉ TRÁNH CÁC QUY ĐỊNH HIỆN CÓ

Từ trước chúng ta đã thấy rằng việc đổi mới tài chính có thể xảy ra do sự mong muốn giảm rủi ro và khai thác kỹ thuật mới nhằm tạo ra lợi nhuận. Tương tự, việc điều hành có thể dẫn tới đổi mới tài chính qua việc tạo ra những ý muốn ở các hãng kinh doanh tìm cách đi vòng qua các quy định đang hạn chế khả năng kiếm lợi nhuận của họ. Edward Kane mô tả quá trình né tránh các quy định như "việc khai mỏ luôn lách". Sự phân tích kinh tế về đổi mới nói trên gợi ra rằng khi những gò ép do quy định gây ra là nặng nề đến mức mà người ta có thể tạo ra những lợi nhuận lớn bằng việc tránh né quy định, thì việc "khai mỏ luôn lách" và việc đổi mới dễ có thể xảy ra.

Như chúng ta đã thấy ở các chương trước, công nghiệp hoạt động ngân hàng là một trong những công nghiệp được điều hành một cách chặt chẽ nhất ở Mỹ. Do vậy, nó là một công nghiệp trong đó việc khai mỏ luôn lách đặc biệt dễ có thể xảy ra. Việc tăng lạm phát và lãi suất từ cuối những năm 1960 tới năm 1980 đã

khuyến cho những gò ép luật lệ áp đặt lên ngành công nghiệp này thậm chí nặng nề hơn. Trong những tình huống như vậy, chúng ta đã dự đoán rằng nhịp điệu đổi mới tài chính trong hoạt động ngân hàng sẽ nhanh hơn, và thực tế, nó quả là đã như vậy.

Các quy định đằng sau sự đổi mới tài chính

Hai nhóm quy định đã hạn chế một cách nghiêm trọng khả năng kiếm lợi nhuận của các ngân hàng : (1) các dự trữ bắt buộc, buộc các ngân hàng duy trì một phần nhất định các khoản tiền gửi vào ngân hàng của họ làm các khoản dự trữ và (2) các hạn chế về lãi suất có thể được thanh toán cho các món tiền gửi. Vì các lý do sau đây, các quy định này đã nằm trong số những sức mạnh chủ yếu đằng sau sự đổi mới tài chính trong những năm gần đây.

Các dự trữ bắt buộc. Chìa khóa để hiểu vì sao các dự trữ bắt buộc tác động đến đổi mới tài chính là nhận ra rằng thực tế, chúng tác động như một thứ thuế đánh vào các món tiền gửi. Do Fed không thanh toán lãi suất cho các khoản dự trữ, chi phí cơ hội của việc lưu giữ chúng là tiền lãi mà một ngân hàng có thể kiếm được nếu đem các khoản tiền dự trữ đó ra cho vay. Do đó với mỗi đôla tiền gửi các dự trữ bắt buộc áp đặt một chi phí lên ngân hàng đó bằng với lãi suất có thể thu được nếu các khoản dự trữ đó có thể được đem cho vay (i), nhân với phần tiền gửi bắt buộc giữ lại làm dự trữ (r_D). Khoản chi phí $i \times r_D$ được áp đặt lên ngân hàng đó đúng là một khoản thuế đánh vào số tiền gửi ngân hàng, $i \times (r_D)$.

Tránh các loại thuế nếu có thể - đây là một truyền thống mạnh mẽ, và các ngân hàng không hành động khác đi. Đúng như những người đóng thuế tìm kiếm các lối thoát để hạ thấp các hóa đơn thuế của họ, các ngân hàng tìm kiếm cách nâng cao lợi nhuận của họ bằng cách khai mỏ luồn lách và bằng cách tạo ra các sự đổi mới tài chính mới mẻ cho phép họ vượt qua "món thuế" đánh vào các món tiền gửi mà các dự trữ bắt buộc áp đặt cho họ.

Các hạn chế về lãi suất trả cho các món tiền gửi. Tới năm 1980, luật pháp về ngân hàng đã cấm các ngân hàng (trừ ở một số rất ít tiểu bang) không được thanh toán lãi suất cho các món tiền gửi ở dạng tài khoản séc, và thông qua Quy định Q, Fed đã đặt các giới hạn cực đại đối với lãi suất có thể được thanh toán cho các món tiền gửi có kỳ hạn. Sự mong muốn tránh các điều hạn chế này về lãi suất thanh toán cho các món tiền gửi (được gọi là **trần lãi suất tiền gửi**) - cũng đã tạo ra các đổi mới về tài chính.

Nếu lãi suất thị trường vượt quá các lãi suất cực đại mà các ngân hàng thanh toán cho các món tiền gửi có kỳ hạn theo Quy định Q, thì những người gửi tiền rút vốn khỏi các ngân hàng để đặt vào những chứng khoán mang lại lãi suất cao hơn. Việc mất đi các món tiền gửi này khỏi hệ thống ngân hàng đã hạn chế số tiền vốn mà các ngân hàng có thể cho vay (gọi là sự **giảm trung gian**) và như vậy đã hạn chế các lợi nhuận ngân hàng. Các ngân hàng muốn đi vòng qua các trần lãi suất tiền gửi bởi vì, làm như thế, họ mới có thể thu được vốn để cho vay và kiếm được lợi nhuận cao hơn.

Nay chúng ta có thể xem xét việc muốn né tránh những hạn chế đối với các khoản trả lãi suất đó và "thuê" do các dự trữ bắt buộc đã dẫn đến một vài sự đổi mới tài chính như thế nào.

Eurodollars và thương phiếu ngân hàng

Vào cuối những năm 1960, lạm phát đang gia tăng và (theo sự phân tích của chúng ta về hiệu ứng Fisher ở Chương 6) các lãi suất đã bắt đầu tăng. "Thuê" đánh vào các khoản tiền gửi cho dự trữ bắt buộc tạo ra, $i \times r_D$, cũng đã bắt đầu tăng, và các ý muốn né tránh loại "thuê" này cũng đã tăng. Ngoài ra, các lãi suất cao nghĩa là các lãi suất thị trường đã vượt quá lãi suất cực đại có thể thanh toán cho các món tiền gửi có kỳ hạn theo Quy định Q, và do các lãi suất thị trường sau đó đã tăng tới những mức cao kỷ lục vào năm 1969, các nhà đầu tư đã giảm tiền gửi có kỳ hạn để đầu tư vào các chứng khoán mang lại lãi suất cao hơn. Vào cuối các năm 1960, các ngân hàng thương mại rất muốn tìm các khoản tiền vốn mới sao cho chúng: (1) sẽ không phải chịu các dự trữ bắt buộc và do đó sẽ không phải chịu món thuế $i \times r_D$, và (2) không phải chịu cái trần lãi suất do Quy định Q đặt ra.

Như phân tích kinh tế về đổi mới trước đây dự báo, các ngân hàng đã bắt đầu phá các lối thoát và đã tìm ra 2 nguồn vốn tránh được các dự trữ bắt buộc và các trần lãi suất tiền gửi: Eurodollars và thương phiếu ngân hàng. Do Eurodollars (các món tiền gửi ở nước ngoài gọi tên theo đồng đôla) đã được vay từ các ngân hàng ở bên ngoài nước Mỹ, chúng không phải chịu các tiền dự trữ bắt buộc hoặc chịu các đòi hỏi của Quy định Q. Tương tự, thương phiếu do một công ty mẹ nắm giữ ngân hàng phát hành đã không bị xử lý như các món tiền gửi và do đó đã không phải chịu sự chi phối của các quy định này. Không có gì ngạc nhiên, các thị trường cho Eurodollars và thương phiếu ngân hàng đã bắt đầu mở rộng một cách nhanh chóng vào cuối những năm 1960.

Các tài khoản NOW, các tài khoản ATS và các RP ngắn hạn

Việc tăng các lãi suất vào cuối những năm 1960, điều đã khiến cho việc né tránh các hạn chế về lãi suất tiền gửi trở thành có lợi, cũng đã kích thích việc phát triển những loại tài khoản séc mới. Do các trần của Quy định Q, các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ đã bị cú đòn đặc biệt nặng do sự tăng lãi suất vào cuối những năm 1960 tạo ra. Họ đã mất số tiền vốn lớn vào tay những công cụ tài chính lãi suất cao hơn, và họ cần phải tìm những nguồn vốn mới để tiếp tục cho vay sinh lợi.

Năm 1970, do kết quả của việc "khai mở luồng lách" kiên nhẫn, một ngân hàng tiết kiệm tương trợ ở Massachusetts đã dò đúng vàng nhờ tìm ra một lối thoát trong việc bị cấm thanh toán lãi suất cho các tài khoản séc. Thực ra, bằng cách gọi một séc là một Lệnh rút tiền chuyển nhượng (NOW), các tài khoản mà NOW phát ra đã không là các tài khoản séc theo pháp luật. Như thế, các tài khoản NOW không phải chịu sự chi phối của các quy định áp dụng cho các tài khoản séc và có thể thanh toán tiền lãi. Vào tháng 5 năm 1972, sau 2 năm tranh chấp, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ ở bang Massachusetts đã được phép phát hành các tài khoản NOW có thanh toán lãi. Rồi sau đó, vào tháng 11 năm 1972, tòa án ở New Hampshire đã chấp thuận các tài khoản NOW.

Các tài khoản NOW đã thành công lập tức ở New Hampshire và Massachusetts, và chúng giúp các ngân hàng tiết kiệm & cho vay, tiết kiệm tương trợ ở các bang đó có thể kiếm được các lợi nhuận cao hơn bởi vì họ đã có khả năng lôi cuốn nhiều vốn hơn để sau đó đem chúng ra cho vay. Do các ngân hàng thương mại không muốn có sự cạnh tranh của những trung gian tài chính khác đối với các tiền gửi ở dạng tài khoản séc (vào lúc ấy theo pháp luật chỉ có các ngân hàng thương mại được phép phát hành các tài khoản séc), họ đã tiến hành một cuộc vận động để ngăn chặn sự lan rộng của các tài khoản này sang các tiểu bang khác. Kết quả là Quốc hội đã ban hành những luật lệ vào tháng 1/1974 hạn chế các tài khoản NOW đối với New England. Luật pháp năm 1980 sau cùng đã cho phép các tài khoản NOW tồn tại trên phạm vi quốc gia tại các ngân hàng tiết kiệm & cho vay, tiết kiệm tương trợ và các ngân hàng thương mại, trong khi ấy các tài khoản tương tự là các tài khoản rút tiền từng phần được phép có ở các liên hiệp tín dụng.

Một đổi mới khác giúp cho các ngân hàng có thể thanh toán một cách có hiệu quả tiền lãi cho các tài khoản séc đó là tài khoản ATS (automatic transfer from savings). Trong trường hợp này, một tài khoản séc tự động có các số dư cao hơn một mức tiền nào đó được chuyển vào một tài khoản tiết kiệm và từ đó được

hưởng lãi. Khi một séc được pháp theo một tài khoản ATS nói trên, số tiền cần thiết để bù cho tấm séc vừa phát được chuyển một cách tự động từ tài thiết để bù cho tấm séc vừa phát được chuyển một cách tự động từ tài khoản tiết kiệm nói trên vào tài khoản séc này. Như thế các số dư có hưởng lãi trong một tài khoản tiết kiệm thực tế là một phần tài khoản séc của người gửi tiền này, bởi vì chúng sẵn có để phát séc. Tuy vậy, theo pháp luật, chính tài khoản tiết kiệm đó chứ không phải tài khoản séc này mang lại lãi cho người gửi tiền ấy.

Các ngân hàng thương mại cung cấp một phương án về tài khoản ATS nói trên cho những công ty gửi tiền cho họ, nó dẫn đến việc sử dụng một "tài khoản lướt" (sweep account) để thực hiện các hợp đồng mua lại qua đêm (RP = repurchase agreements). Trong phương thức dàn xếp này, bất kỳ số dư nào cao hơn một số tiền nhất định nào đó trong tài khoản séc của một công ty vào cuối một ngày kinh doanh được "lướt nhanh" khỏi tài khoản này và được đầu tư vào các hợp đồng mua lại ngắn hạn (RPs), như thế mang lại cho công ty tiền lãi. (Như bạn có thể nhớ lại từ Chương 3, RP là một hợp đồng trong đó một công ty mua các tín phiếu kho bạc mà ngân hàng đồng ý mua lại vào ngày hôm sau với một giá hơi cao hơn). Một lần nữa, tuy tài khoản séc đó không thanh toán tiền lãi theo pháp lý, nhưng thực tế công ty nói trên đang nhận tiền lãi theo các số dư sẵn sàng để phát séc.

Sự đổi mới tài chính về các tài khoản ATS và các dàn xếp RP qua đêm đã được kích thích không chỉ bởi các trần lãi suất tiền gửi, mà còn bởi kỹ thuật mới. Nếu không có các computer với chi phí thấp để thực hiện một cách không tốn kém các giao dịch bổ sung cho các tài khoản này, thì không một đổi mới nào trong hai đổi mới này có thể mang lại lợi nhuận và do đó sẽ không được phát triển. Các yếu tố kỹ thuật thường kết hợp với các khuyến khích khác, ví dụ như sự mong muốn đi vòng qua các điều hạn chế các lãi suất tiền gửi, để tạo ra sự đổi mới về tài chính.

Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ

Sự mong muốn né tránh các trần lãi suất tiền gửi (các mức lãi suất tối đa được phép) và "thuê" mà tiền dự trữ bắt buộc áp đặt cho các món tiền gửi đã dẫn đến việc ra đời của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ phát hành các cổ phần, các cổ phần này là loại có thể mua lại được ở một giá cố định (thường là 1 đôla) bằng cách phát các séc. Ví dụ, nếu bạn mua 5000 cổ phần (5000 đôla), quỹ thị trường tiền tệ này dùng tiền vốn này để đầu tư vào các chứng khoán thị trường tiền tệ ngắn hạn (các tín phiếu kho bạc, các chứng từ gửi tiền, thương phiếu) chúng cho bạn các khoản tiền lãi. Ngoài ra, bạn có thể phát

séc lên tới 5000 đôla (được giữ như là các cổ phần trong quỹ thị trường tiền tệ nói trên). Tuy các cổ phần của quỹ tương trợ thị trường tiền tệ thực tế tác dụng như các món tiền gửi tài khoản séc mang lại tiền lãi, chúng không phải là các món tiền gửi (theo pháp lý) và do đó không phải chịu các tiền dự trữ bắt buộc hoặc các ngân cấm về tiền thanh toán lãi. Vì lý do này, chúng có thể mang lại các lãi suất cao hơn so với các món tiền gửi tại các ngân hàng.

Quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đầu tiên đã được lập ra do 2 nhân vật độc lập của Wall Street là Bruce Bent và Henry Brown, vào năm 1971. Tuy nhiên, các lãi suất thị trường thấp từ năm 1971 đến năm 1977 (chúng đã chỉ hơi cao hơn so với các trần $5^{1/4}$ đến $5^{1/2}$ của Quy định Q một chút) đã làm cho các quỹ này không đặc biệt có lợi so với các món tiền gửi ngân hàng. Đầu năm 1978, tình trạng nói trên thay đổi nhanh chóng khi các lãi suất thị trường bắt đầu vượt lên tới hơn 10%, cao hơn nhiều so với mức cực đại $5^{1/2}\%$ có thể được thanh toán cho các tài khoản tiết kiệm và cho các tiền gửi có kỳ hạn theo Quy định Q. Năm 1977, tài sản có của các quỹ nói trên đã tăng tới gần 10 tỉ đôla, năm 1979 tới trên 40 tỉ đôla và năm 1982 tới 230 tỉ đôla. Hiện nay các tài sản có của họ vào khoảng 500 tỉ đôla. Ít ra thì các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đã là một đổi mới tài chính thành công, đó đúng là điều mà chúng ta đã tự báo trước đây vào thời kỳ cuối những năm 1970 và đầu những năm 1980 khi các lãi suất đang vọt lên so với những mức cực đại mà Quy định Q áp đặt.

SỰ ĐỔI MỚI TÀI CHÍNH : SỰ ĐÁP ỨNG CỦA BÊN ĐIỀU HÀNH

Cũng như các tổ chức tài chính thay đổi để đáp ứng với sự điều hành, các cơ quan có thẩm quyền điều hành thay đổi các quy định của mình để đáp ứng với sự đổi mới tài chính. Quá trình này có thể xem như trò chơi mèo và chuột giữa các tổ chức tài chính và những người điều hành, trong đó họ thích nghi một cách liên tiếp với nhau.

Hai mục tiêu chính của các cơ quan có thẩm quyền điều hành đã chi phối sự đáp ứng của các cơ quan này so với sự đổi mới tài chính trong 25 năm qua : (1) thúc đẩy khuyến khích sở hữu nhà ở như đã được phản ánh trong các cố gắng của các cơ quan có thẩm quyền điều hành để bảo đảm các dòng tiền vốn đi vào các tổ chức phát hành cho vay thế chấp ; và (2) khuyến khích sự ổn định trong hệ thống tài chính như đã được phản ánh trong các cố gắng ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng.

Thay đổi việc điều hành hoạt động ngân hàng trong những năm 1960 và những năm 1970

Chúng ta đã thấy rằng một khi các lãi suất thị trường đã bắt đầu tăng vượt quá các mức cực đại theo Quy định Q về các lãi suất tiền gửi trong thời kỳ giữa các năm 1960, thì tiền vốn bắt đầu từ bỏ các tổ chức gửi tiền, nhất là các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ. Do các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ là những nơi phát hành các món cho vay thế chấp mua nhà quan trọng nhất, việc mất đi các món tiền gửi của họ có nghĩa là có rất ít vốn để phát hành các món cho vay thế chấp mua nhà. Do đó, để khuyến khích các dòng tiền vốn đi vào các tổ chức phát hành các món cho vay thế chấp này, Fed đã chỉnh lại các mức cực đại của quy định Q để cho phép các ngân hàng tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ thanh toán các lãi suất hơi cao hơn (khoảng 1/4 của một phần trăm) cho tiền gửi có kỳ hạn của họ so với các ngân hàng thương mại có thể thanh toán cho các tiền gửi không kỳ hạn của họ. Ngoài ra, để làm cho mọi tổ chức bình đẳng với nhau hơn, các mức lãi suất cực đại tiền gửi theo Quy định Q đã được mở rộng áp dụng tới các tổ chức trước đây chưa bị điều hành như các liên hiệp tín dụng.

Các cơ quan điều hành cũng đã theo đuổi một chiến lược thứ hai để làm nhụt bớt các công cụ thị trường tài chính nào sẽ cạnh tranh với các món tiền gửi. Họ đã thuyết phục được kho bạc Mỹ năm 1970 tăng hạng tiền tối thiểu của tín phiếu kho bạc tới 10.000 đôla, do đó những người tiết kiệm có món tiền nhỏ sẽ buộc phải gửi tiền tiết kiệm của họ vào các ngân hàng tiết kiệm & tương trợ và các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Ngoài ra các cơ quan điều hành đã khuyến khích các công ty nắm giữ ngân hàng và các công ty không phát hành các món nợ có hạng tiền nhỏ. Chiến lược này đã phân biệt đối xử chống lại những người tiết kiệm được các món tiền nhỏ (nói chung những người có thu nhập thấp), những người này đã bị cản trở không kiếm được các lãi suất thị trường. Ngược lại, những người tiết kiệm được các món tiền lớn (nói chung là những người có thu nhập cao) có đủ tiềm lực để mua các chứng khoán có hạng tiền lớn và thu được các lãi suất thị trường. Chiến lược phân biệt đối xử chống lại những người có thu nhập thấp nói trên vừa là dị thường vừa là có vẻ hơi nghịch lý ; phần lớn chúng ta không biện hộ cho một chính sách chống Robin - Hood tức là lấy của người nghèo cho người giàu.

Tuy các mức trần lãi suất tiền gửi đã tác dụng theo chương trình ngắn hạn để

cung cấp vốn cho các tổ chức phát hành các món cho vay thế chấp, sự đổi mới tài chính đã tác dụng để phá hủy các qui định này. Cuối những năm 1970, sự thành công của các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và các hợp đồng mua lại qua đêm đang làm cho các tổ chức phát hành các món cho vay thế chấp bị mất nhiều món tiền gửi đến nỗi tiềm lực tài chính của họ bị đe dọa nghiêm trọng. Một giải pháp tạm thời lúc ấy là cho phép các tổ chức này phát hành các chứng từ thị trường tiền tệ (money market certificates - MMC), các chứng từ này thanh toán lãi suất thị trường. Một đặc điểm đáng chú ý của sự thay đổi điều hành này là ở chỗ nó đã tiếp tục phân biệt đối xử chống lại những người tiết kiệm với các món tiền nhỏ, bởi vì các chứng từ này đã được phát hành ở hạng tiền 10.000 đôla. Các MMC hạng tiền lớn ngăn không cho những người tiết kiệm món tiền nhỏ chuyển sang các chứng từ này. Điều này giúp cho các tổ chức phát hành cho vay thế chấp có thể nắm giữ các món tiền gửi chịu phí tổn thấp của họ và như vậy có một chi phí chung về vốn thấp hơn.

Năm 1980, sau tất cả các thay đổi về điều hành để giúp đỡ các ngân hàng tiết kiệm & cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương trợ như thế. Việc tăng liên tục của các lãi suất đã đưa họ vào những khó khăn tài chính thậm chí còn nặng nề hơn, và các ngân hàng thương mại cũng bị đe dọa như thế. Đã đến lúc cần có một cải tổ tài chính quan trọng, và nó đã xuất hiện dưới hình thức ban hành đạo luật của Quốc hội - Đạo luật 1980 về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền và về kiểm soát tiền.

Đạo luật 1980 về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền và về việc kiểm soát tiền

Như thường thấy mỗi khi ban hành luật pháp quan trọng, người ta luôn cố gắng làm vui lòng càng nhiều càng tốt các bên đối lập để nâng cao cơ may cho luật pháp ấy được thông qua. Một mục đích quan trọng của Đạo luật về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền và về việc kiểm soát tiền (DIDMCA) khi ấy là giúp đỡ các tổ chức phát hành cho vay thế chấp (các công ty tiết kiệm & cho vay và các ngân hàng tương trợ tiết kiệm). Các tổ chức này được phép cạnh tranh một cách có hiệu quả hơn chống lại các ngân hàng thương mại qua việc cho họ được quyền rộng rãi hơn về các món cho vay mà họ có thể thực hiện. Ví dụ các tổ chức tiết kiệm và cho vay mà các món cho vay của họ trước đó đã bị hạn chế trong phạm vi cho vay thế chấp thì bây giờ đã được phép đầu tư tới 20% tài sản có của họ vào các món cho vay người tiêu dùng, thương phiếu và trái khoán công ty. Các ngân hàng tiết kiệm tương trợ đã được phép thực hiện cho vay thương mại lên tới

5% tài sản có của họ và đã được phép mở các tài khoản séc gắn liền với các món cho vay này. Ngoài ra, các tổ chức tiết kiệm & cho vay đã được phép mở rộng ra các phạm vi kinh doanh mới như các dịch vụ ủy thác và thẻ tín dụng.

DIDMCA cũng chấp nhận các tài khoản NOW và ATS trên phạm vi quốc gia tại tất cả các tổ chức gửi tiền, do đó đồng thời cho phép tất cả các tổ chức này cạnh tranh một cách hiệu quả hơn chống lại các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Nó cũng đã yêu cầu loại bỏ dần dần Quy định Q và hoàn tất việc đổ vào năm 1986, và lập ra Ủy ban về giải trừ quy định đối với các tổ chức gửi tiền (Depository Institutions Deregulation Committee) gồm các đại diện của Fed, kho bạc, FDIC, Hội đồng về ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang, và Cơ quan quản trị các liên hiệp tín dụng quốc gia để giám sát việc loại bỏ nói trên. Các điều khoản của DIDMCA không những chỉ có lợi cho các tổ chức phát hành cho vay thế chấp, mà chúng cũng tạo thuận lợi cho các ngân hàng thương mại và các liên hiệp tín dụng, như thế giành được sự ủng hộ của họ đối với việc ban hành luật pháp này. Các điều khoản này là hợp lòng dân bởi vì chúng cho phép những người gửi tiền thu được tiền thanh toán lãi cao hơn đối với tiền gửi của họ.

Các điều khoản khác của DIDMCA liên quan đến việc loại bỏ các trần lãi suất đối với các món cho vay thế chấp và đến việc loại bỏ trong 3 năm các lãi suất cực đại đối với một số cho vay kinh doanh và cho vay nông nghiệp vượt quá 25.000 đôla⁽³⁾. Cuối cùng DIDMCA đã qui định các dự trữ bắt buộc thống nhất đối với tất cả các tổ chức gửi tiền và đã cho phép tất cả các tổ chức này tiếp cận với các cơ sở của Dự trữ Liên bang, ví dụ như dịch vụ cửa sổ chiết khấu và các dịch vụ thanh toán séc của Fed. Nhóm các điều khoản cuối cùng này đặt tất cả các tổ chức nói trên vào một vị trí bình đẳng và đã khiến chúng dễ là đối tượng để Fed kiểm tra hơn. Fed đã tích cực biện hộ cho các điều khoản loại này để ngăn chặn tổn thất của các thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang và cải thiện việc kiểm soát tiền.

Tác động của DIDMCA. Sự phát triển rộng rãi của các món tiền gửi theo tài khoản NOW và ATS sau khi chúng được DIDMCA cho phép bắt đầu từ năm 1981 đã tăng đột ngột với số tiền gửi loại này từ 27 tỉ đôla tới 101 tỉ đôla từ năm 1980 đến 1982. Tuy nhiên, các trần lãi suất tiền gửi lúc ấy đang được dần dần loại bỏ và các lãi suất thị trường đã tăng tới các mức kỷ lục năm 1981-1982, các qui

(3). Tuy nhiên, cả 2 điều khoản này đã cho phép các tiểu bang áp dụng trở lại các trần lãi suất nếu họ đã ban hành trước ngày 1/4/1983.

tương trợ thị trường tiền tệ đã tiếp tục tăng trưởng nhanh chóng (tính trung bình là 76 tỉ đôla năm 1980 và 230 tỉ đôla năm 1982). Kết quả là, các ngân hàng tiết kiệm & cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ đang mất đi các món tiền gửi đồng thời chi phí cho số tiền vốn thu nhận được tăng cao hơn. Như chúng ta đã thấy ở Chương 11, kết quả là số các vụ vỡ nợ chưa từng có của các tổ chức này kể từ sau Chiến tranh Thế giới thứ II. Bởi thế, cần có các điều luật sửa đổi hơn nữa để giúp đỡ các tổ chức này.

Đạo luật về các tổ chức gửi tiền (Garn - St Germain) năm 1982

Vào tháng 10 năm 1982, Đạo luật về các tổ chức gửi tiền (Garn - St Germain) đã được thông qua để đối phó với tình trạng khẩn cấp tức thời xuất phát từ các vụ vỡ nợ ngân hàng tiết kiệm & cho vay và tiết kiệm tương trợ chưa từng có (hơn 250 vụ năm 1982). Để cạnh tranh hữu hiệu hơn với các quỹ thị trường tiền tệ, các tổ chức gửi tiền đã được phép chào bán các Tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (MMDA), chúng cung cấp các dịch vụ có thể so sánh với các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ và không bị chi phối bởi các mức lãi suất cực đại của Quy định Q hoặc của những dự trữ bắt buộc. Vì các tổ chức gửi tiền có thể thanh toán các lãi suất cao hơn cho các tài khoản này, do đó chúng ta đã trở nên được vô cùng ưa chuộng: Cuối năm, 1983, các món tiền gửi MMDA đã tăng tới gần 400 tỉ đôla và nay khoảng 500 tỉ đôla.

Đạo luật Garn - St Germain đã bổ sung các điều khoản để giúp các ngân hàng tiết kiệm & cho vay và tiết kiệm tương trợ. Vào năm 1984 các ngân hàng tiết kiệm & cho vay và tiết kiệm tương trợ có đặc quyền liên bang đã được phép đầu tư tới 10% tài sản có của mình vào cho vay thương mại, và số tiền cực đại cho người tiêu dùng vay đã được tăng tới 30% tài sản có của họ. Do có điều khoản đó đã đặt các tổ chức này vào vị trí từ ngang bằng hơn với các ngân hàng thương mại. Đạo luật Garn - St Germain đòi hỏi rằng từ ngay trong năm 1984, các mức lãi suất cực đại theo Quy định Q sẽ phải được áp dụng đều cho tất cả các tổ chức gửi tiền cho đến khi chúng hết hiệu lực vào năm 1986.

Một nhóm điều khoản cuối cùng đã được qui định để hỗ trợ FDIC và FSLIC đối phó với tình trạng khẩn cấp do các vụ vỡ nợ ngân hàng gây ra. Ví dụ, FDIC và FSLIC đã được trao quyền khẩn cấp để hợp nhất các tổ chức bị khó khăn qua các biên giới tiểu bang hoặc hợp nhất tổ chức tiết kiệm (các ngân hàng tiết kiệm tương trợ và tiết kiệm & cho vay) vào các ngân hàng thương mại.

Tác động của Đạo luật Garn - St Germain. Tác dụng thực sự của đạo luật Garn - St Germain được kết hợp với việc ban hành Đạo luật DIDMCA trước đó (vào năm 1980), là đã khiến cho hệ thống hoạt động ngân hàng thành ra một tổng thể cạnh tranh hơn : Tất cả các tổ chức gửi tiền khác nhau đã trở nên mờ nhạt. Tuy các qui định sửa đổi trong DIDMCA và Đạo luật Garn - St Germain đã tạo được lợi ích do có một hệ thống ngân hàng cạnh tranh hơn, nhưng nó cũng đã dẫn đến tăng thêm nhiều rủi ro ở các tổ chức tiết kiệm & cho vay, và điều này đã đưa đến hậu quả tai hại như chúng ta đã thấy ở Chương 11. Việc bảo lãnh công nghiệp tiết kiệm & cho vay trong Đạo luật về cường chế, khôi phục và cải tổ các tổ chức tài chính (FIRREA) năm 1989 đã được mô tả trong chương trước. Một đặc điểm quan trọng nữa của FIRREA là ở chỗ nó đã tăng cường sự điều hành công nghiệp tiết kiệm & cho vay. Nó tăng mạnh các đòi hỏi về vốn đối với các tổ chức tiết kiệm & cho vay, hạn chế các hoạt động đầu tư của chúng, và giao trách nhiệm giám sát công nghiệp này cho một cơ quan điều hành cứng rắn hơn, đó là FDIC.

Chiều hướng sửa đổi điều hành cũng đã tăng đối với công nghiệp hoạt động ngân hàng thương mại. Các đòi hỏi về vốn đã được tăng lên đối với các ngân hàng thương mại và một đòi hỏi mới về vốn theo mức độ rủi ro đang được đưa ra áp dụng. Trong thế giới các thị trường tài chính năng động của chúng ta với tác động quyết định của sự đổi mới tài chính đang có những cơ hội rủi ro. Điều này có thể là do việc điều hành của các cơ quan điều hành ngân hàng tăng lên nhằm giảm đến mức tối thiểu các vấn đề lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức do bảo hiểm tiền gửi tạo ra.

ỨNG DỤNG

SỰ TIẾN TRIỂN TRONG TƯƠNG LAI CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH

Trong khi sự tiến triển của hệ thống tài chính được giải thích một cách tốt đẹp bằng sự phân tích về đổi mới tài chính, một phân tích kinh tế hữu hiệu cũng giúp chúng ta dự báo tương lai. Đây là vấn đề cốt lõi bởi vì, may sao, các nhà kinh tế không với tới được những quả bóng pha lê. Vậy chúng ta sẽ sử dụng phân tích kinh tế về đổi mới tài chính đó để giải thích điều có thể xảy ra cho hệ thống tài chính của chúng ta trong các năm tới.

Hướng dẫn nghiên cứu

Trong các ví dụ sau đây, cố gắng sử dụng các phân tích được thảo ra trước đây trong chương này để dự báo điều gì bạn nghĩ sẽ xảy ra cho hệ thống tài chính đó trước khi đọc phần giải thích ở trong sách. Việc này sẽ củng cố các tư liệu và đồng thời cho bạn một vài cảm nghĩ về việc phân tích kinh tế được áp dụng cho thế giới thực như thế nào.

Điều gì xảy ra nếu rủi ro lãi suất giảm trong tương lai ?

Những năm 1970 và 1980 đã chứng kiến việc tăng chưa từng thấy của rủi ro lãi suất. Do "cái gì lên tất phải xuống", có khả năng là rủi ro lãi suất sẽ giảm đi trong tương lai. Sự giảm đi sẽ có tác dụng gì đối với hệ thống tài chính ?

Với rủi ro lãi suất thấp hơn, các nhà đầu tư sẽ có ít nhu cầu hơn trong việc bảo vệ bản thân chống lại rủi ro lãi suất. Một kết quả từ đó là việc tự bảo hộ sẽ ít đi trong các thị trường tài chính kỳ hạn và như vậy việc mua bán các hợp đồng tài chính kỳ hạn sẽ giảm. Ngoài ra, yêu cầu về bảo hiểm để phòng rủi ro lãi suất nhờ vào các thị trường chọn lựa các công cụ vay nợ sẽ giảm. Việc tăng trưởng trong cả hai thị trường này từng diễn ra trong những năm cuối thập kỷ 1970 và 80 sẽ chậm lại và các thị trường này thậm chí có thể thu hẹp. Nếu khối lượng việc mua bán giảm xuống đủ mức thì một số thị trường tài chính kỳ hạn và thị trường chọn lựa các công cụ vay nợ có thể biến mất ?

Điều gì xảy ra nếu lạm phát trong tương lai ?

Đã có nhiều thời kỳ trong lịch sử Mỹ trong đó mức lạm phát đã giảm. Nếu lạm phát sẽ giảm tới một mức thường xuyên thấp hơn hiện nay, hệ thống tài chính sẽ đáp ứng lại như thế nào ?

Một sự giảm lạm phát sẽ làm hạ thấp các lãi suất theo như hiệu ứng Fisher mà chúng ta đã mô tả ở Chương 6. Việc sụt giảm đó của các lãi suất lúc ấy sẽ làm thấp "thuế" và các tiền dự trữ bắt buộc đánh vào các món tiền gửi, $i \times r_0$. Do các ngân hàng sẽ ít có ý muốn né tránh "thuế" này hơn, họ có thể giảm bớt vay mượn từ các thị trường thương phiếu và Eurodollars là các thị trường hiện không phải chịu các khoản tiền dự trữ bắt buộc, và thay vào đó sẽ tìm kiếm các vụ kinh doanh tiền gửi. Một yếu tố khác sẽ làm tăng số lượng tiền gửi là ở chỗ "thuế" tiền gửi thấp hơn sẽ cho phép các ngân hàng thanh toán lãi suất cao hơn cho tiền gửi và như vậy khiến chúng có thêm sức cạnh tranh với các quỹ tương trợ thị trường

tiền tệ. Người gửi tiền lúc ấy sẽ thấy các tổ chức gửi tiền hấp dẫn hơn so với các quỹ thị trường tiền tệ, do đó số các tổ chức gửi tiền sẽ tăng thêm và số các quỹ thị trường tiền tệ sẽ giảm.

Các ví dụ ở đây cho thấy rằng phân tích kinh tế của chúng ta về đổi mới tài chính có thể giúp chúng ta báo trước việc hệ thống tài chính có thể đáp ứng với các thay đổi có thể xảy ra như thế nào. Các ví dụ bổ sung cho tính chất hữu ích của phân tích kinh tế này được nêu ở các bài tập vào cuối của chương này. Tuy nhiên, phân tích nói trên không thể dự báo chính xác mỗi một đổi mới tài chính trong tương lai, bởi vì dạng hiện tại của một đổi mới tài chính phản ánh quá trình khó hiểu của tài trí con người. Các thay đổi về kỹ thuật cũng đóng vai trò quan trọng trong sự đổi mới tài chính và việc báo trước các thay đổi kỹ thuật là một khó khăn ai cũng biết. Ai có thể hình dung ra rằng 30 năm trước đây các computer đã từng choán hết các căn buồng rộng lớn, sẽ được cải tiến thành computer cá nhân thích hợp trên một mặt bàn làm việc như hiện nay?

Sự thật là phân tích kinh tế tuy không bảo chúng ta mọi điều mà chúng ta muốn biết về sự phi thường trong đổi mới tài chính, nhưng nó không giảm giá trị. Phân tích kinh tế là một công cụ hữu ích - nhưng nó có các giới hạn của nó - một phần lớn nghệ thuật sử dụng các lý thuyết kinh tế để tìm hiểu điều gì đang xảy ra chung quanh chúng ta đang công nhận các mục đích để phân tích kinh tế là hữu ích.

TÓM TẮT

1. Phân tích kinh tế về đổi mới tài chính gợi ra rằng một thay đổi trong môi trường kinh tế sẽ kích thích một cuộc tìm kiếm sự đổi mới có thể mang lại lợi nhuận.

2. Các thay đổi về những điều kiện thị trường chúng kích thích cuộc tìm kiếm các lợi nhuận, đã dẫn đến các đổi mới tài chính, ví dụ các món cho vay thế chấp có lãi suất có thể điều chỉnh, các thị trường tài chính kỳ hạn, các thị trường chọn lựa cho các công cụ nợ, các nhà môi giới chiết khấu, và các thị

trường tài chính kỳ hạn theo chỉ số giá cổ phiếu.

3. Sự phát triển kỹ thuật mới cũng kích thích đổi mới tài chính bởi vì nó có thể làm giảm chi phí của việc cung cấp các dịch vụ và các công cụ tài chính mới, và như vậy khiến chúng ta có thể có lợi nhuận. Ba ví dụ về việc kỹ thuật mới đã tác dụng như thế nào để tạo ra đổi mới tài chính là: thẻ tín dụng ngân hàng, chứng khoán hóa, và quốc tế các thị trường tài chính.

4. Việc điều hành dẫn đến đổi mới tài chính qua việc khuyến khích việc "khai mở luôn lách". Ví dụ, bắt đầu vào cuối những năm 1960, các lãi suất cao hơn (do lạm phát cao hơn) đã kết hợp với trần lãi suất tiền gửi và "thuế" đối với tiền gửi để giới hạn các lợi nhuận ngân hàng. Sự mong muốn né tránh các quy định này đã khuyến khích sự đổi mới tài chính, bao gồm việc sử dụng ngày càng nhiều Eurodollars và các thương phiếu, các tài khoản NOW, các tài khoản ATS, RP qua đêm và các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ.

5. Giống như các tổ chức tài chính thay đổi để đáp ứng lại việc điều hành, các cơ quan có thẩm quyền điều hành thay đổi các quy định của họ để đáp ứng lại các đổi mới tài chính. Trong những năm 1960 và 1970

việc theo đuổi mục tiêu bảo đảm các dòng tiền vốn đi vào các tổ chức phát hành vay thế chấp đã dẫn các cơ quan có thẩm quyền điều hành đến việc khuyến khích phân biệt đối xử chống lại những người tiết kiệm có ít tiền và bịt các kẽ hở trong Quy định Q. Tuy nhiên chiến lược này đã tác dụng tốt trong chương trình ngắn hạn, cuối cùng đã dẫn đến các khó khăn tài chính nghiêm trọng cho các tổ chức gửi tiền. Nhằm khuyến khích một hệ thống tài chính ổn định hơn, một số sửa đổi quan trọng trong luật pháp (được thông qua năm 1980 và 1982) đã cho phép: mở các tài khoản NOW trên phạm vi quốc gia, các tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ (MMDA), các dự trữ bắt buộc thống nhất đối với tất cả các tổ chức tiền gửi và việc loại bỏ dần dần các trần lãi suất tiền gửi.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

* 1. "Thay vì coi tính tham ăn là một thói xấu, chúng ta nên coi đó như một phần tử tích cực trong xã hội của chúng ta, nó cải thiện đời sống của chúng ta". Hãy bình câu nói này theo nội dung đổi mới tài chính.

2. Điều gì giải thích sự xuất hiện các thị trường tài chính kỳ hạn cho các công cụ tài chính và các thị trường chọn lựa các công cụ nợ trong những năm 1970 và đầu những năm 1980?

*3. Nếu bạn dự tính vay một khoản có hạn kỳ 3 tháng sau đây 9 tháng, bạn có thể dùng thị trường tài chính kỳ hạn như thế nào để giảm rủi ro lãi suất cho bạn?

4. Ông hác giàu có của bạn vừa chết xong để lại cho bạn 1 triệu đôla, nhưng 6 tháng nữa bạn mới nhận được món thừa kế đó. Nếu lãi suất hiện nay cao, bạn có thể dùng thị trường tài chính kỳ hạn như thế nào để bảo đảm chắc chắn rằng bạn sẽ thu được một lãi suất cao đối với 1 triệu đôla khi bạn nhận được nó? Bạn có thể dùng thị trường chọn lựa như thế nào?

*5. Nếu các computer tác dụng nhanh được chế tạo từ 10 năm trước đây thì cố gắng đầu tiên của các ngân hàng đối với thẻ tín dụng mua hàng hứa phát hành lô lớn thành công hay thất bại? Vì sao thành công hoặc

vì sao không ?

6. Vì sao các ngân hàng đã giành thêm tiềm lực cho việc "khai mỏ luôn lách" trong giai đoạn cuối những năm 1960 và đầu những năm 1970 so với họ đã làm trong những năm 1950 ?

*7. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai hay không rõ rệt : "Một nguyên nhân quan trọng làm tăng trưởng thị trường Eurodollars là các quy định của chính phủ".

8. Vì sao trước đây dễ có thể là các tài khoản NOW được một ngân hàng tiết kiệm & cho vay hoặc một ngân hàng tiết kiệm tương trợ nghĩ ra chứ không phải một ngân hàng thương mại ?

*9. Việc điều hành hoạt động ngân hàng đã thành công như thế nào trong việc đạt được mục tiêu của nó là khuyến khích việc sở hữu nhà ở ? Hãy giải thích.

10. Luật pháp ban hành trong những năm 1980 đã giúp đỡ những người tiết kiệm ít tiền như thế nào ?

SỬ DỤNG PHÂN TÍCH KINH TẾ ĐỂ DỰ BÁO TƯƠNG LAI

*11. Nếu Fed bắt đầu thanh toán tiền lãi cho các khoản tiền dự trữ để cải thiện việc kiểm soát tiền tệ, thì điều gì đã có tác dụng đến hệ thống tài chính ?

12. Nếu các trung tâm giao dịch chứng khoán một lần nữa được phép đặt ra các hoa hồng mới giới tối thiểu thì việc gì sẽ xảy ra cho việc ứng dụng phân tích tài chính.

*13. Nếu lạm phát trở nên biến đổi nhiều trong tương lai thì bạn sẽ trông đợi thấy một sự tăng hay giảm về khối lượng mua bán ở thị trường tài chính kỳ hạn ? Ở thị trường chọn lựa các công cụ nợ ?

14. Nếu các tiền dự trữ bắt buộc được bãi bỏ trong tương lai như một số nhà kinh tế biện hộ, thì việc này sẽ có tác dụng gì đến các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ ?

*15. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho hệ thống tài chính nếu các trần lãi suất của Quy định Q được áp đặt trở lại ?

Phần IV

QUÁ TRÌNH CUNG ỨNG TIỀN TỆ

CHƯƠNG 14

Việc tạo ra bội số tiền gửi : Mở đầu quá trình cung ứng tiền tệ

LỜI DẪN

Trong bản tin buổi chiều bạn vừa nghe thấy rằng tuần trước lượng tiền cung ứng đã tăng 5 tỉ đôla. Tin này lập tức gây ra một chuỗi phản ứng. Các lãi suất có thể tăng bởi vì dân chúng dự tính rằng việc tăng lượng tiền cung ứng đó sẽ dẫn đến lạm phát ; thị trường cổ phiếu có thể sôi động bởi vì các thị trường tài chính dự tính một nền kinh tế mạnh hơn trong tương lai và các hãng có thể quyết định đầu tư nhiều hơn, trong khi ấy người tiêu dùng quyết định chi tiêu nhiều hơn. Các nhà chính trị cũng sẽ phản ứng với tin này : một số sẽ trách cứ Fed vì đã thúc đẩy lạm phát qua việc để cho lượng tiền cung ứng tăng lên quá nhiều, và những người khác sẽ trách cứ Fed đã không tăng lượng tiền cung ứng một cách đầy đủ nhằm loại bỏ thất nghiệp.

Các biến chuyển trong lượng tiền cung ứng tác động đến sức khỏe của nền kinh tế, do vậy tác động đến tất cả chúng ta, do đó bạn cần hiểu lượng tiền cung ứng được xác định như thế nào. Ai kiểm soát nó ? Điều gì làm cho nó thay đổi ? Việc kiểm soát nó có thể được cải thiện như thế nào ? Trong chương này và các chương kế tiếp, chúng ta sẽ trả lời cho các câu hỏi này qua việc cung cấp một mô tả chi tiết về quá trình cung ứng tiền tệ, tức là, cơ chế xác định mức cung ứng tiền tệ.

Do các món tiền gửi ở các ngân hàng là thành phần lớn nhất của lượng tiền cung ứng, việc hiểu các món tiền gửi này được tạo ra như thế nào là bước đầu cho việc hiểu quá trình cung ứng tiền tệ. Chương này đem lại cái nhìn bao quát về việc hệ thống ngân hàng tạo ra các món tiền gửi như thế nào. Ngoài ra, nó thảo luận về các khối cấu trúc cơ bản cần thiết cho các chương sau để bạn hiểu sâu sắc hơn lượng tiền cung ứng được xác định như thế nào.

BỐN TÁC NHÂN TRONG QUÁ TRÌNH CUNG ỨNG TIỀN TỆ

Sự phân bố các nhân vật trong câu chuyện cung ứng tiền tệ như sau :

1. Ngân hàng trung ương : cơ quan chính phủ có chức năng theo dõi bao quát hệ thống hoạt động ngân hàng và có trách nhiệm thực hiện việc chỉ đạo chính sách tiền tệ. Ở Mỹ, đó là hệ thống Dự trữ Liên bang.

2. Các ngân hàng (các tổ chức nhận tiền gửi) : những trung gian tài chính, họ nhận tiền gửi từ các cá nhân và các tổ chức và thực hiện cho vay - các ngân hàng thương mại, các công ty tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương trợ, và các liên hiệp tín dụng.

3. Những người gửi tiền : các cá nhân và các tổ chức nắm giữ tiền gửi ở các ngân hàng.

4. Những người vay tiền từ các ngân hàng : các cá nhân và các tổ chức họ vay tiền từ các tổ chức nhận tiền gửi hoặc từ các tổ chức phát hành các trái khoán, các trái khoán đó được các tổ chức nhận tiền gửi mua.

Trong 4 "tác Nhân", Ngân hàng trung ương - Hệ thống Dự trữ Liên bang là quan trọng nhất. Chúng ta trước hết phải hiểu chức năng của nó nhằm nghiên cứu kỹ lưỡng quá trình cung ứng tiền tệ.⁽¹⁾

TỔNG QUAN VỀ HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG

Hệ thống Dự trữ Liên bang, thường gọi là Fed hoặc Federal Reserve, là ngân hàng trung ương của nước Mỹ. Nó gồm 12 ngân hàng dự trữ liên bang trong các thành phố lớn (ví dụ New York, Chicago, Boston, Dallas, Atlanta, và San Francisco) và ban lãnh đạo của hệ thống Dự trữ Liên bang, đóng trụ sở tại Washington, D.C.

(1) Một phần thảo luận chi tiết hơn về cấu trúc và hoạt động của Fed có ở Chương 17 - 20.

Hệ thống Dự trữ Liên bang thực hiện một vài chức năng cơ bản :

1. Nó chỉ đạo chính sách tiền tệ bằng cách tác động vào thái độ cư xử của các ngân hàng, nhờ đó tác động đến lượng tiền cung ứng.

2. Nó thanh toán các séc, tức là, chuyển vốn giữa các ngân hàng để giải quyết các khiếu nại. Các khiếu nại này là do việc gửi các séc vào một ngân hàng, các séc ấy đã được phát ra theo một tài khoản tại một ngân hàng khác.

3. Nó thực hiện một chức năng điều hành qua việc đặt ra các qui tắc để các ngân hàng có thể hoạt động như thế nào.

Hoạt động của Fed và sự chỉ đạo chính sách tiền tệ của nó liên quan đến các hoạt động tác động đến bản quyết toán tài sản của nó (tài sản có và tài sản nợ). Ở đây chúng ta thảo luận một bản quyết toán tài sản đơn giản hóa, nó chỉ có 4 khoản mục cơ bản cho sự phân tích của chúng ta về quá trình cung ứng tiền tệ (Chương 18 có bản quyết toán tài sản đầy đủ).

Dự trữ Liên bang (the Fed)

Tài sản có	Tài sản nợ
Chứng khoán chính phủ Tiền cho vay chiết khấu	Đồng tiền lưu hành Tiền dự trữ

Tài sản nợ

Hai tài sản nợ trong bản quyết toán tài sản này : đồng tiền lưu hành và các khoản tiền dự trữ, thường được gọi là các tài sản nợ về tiền tệ của Fed. Chúng là một phần quan trọng của lượng tiền cung ứng bởi vì việc tăng một trong 2 thứ hoặc cả 2 thứ sẽ dẫn đến một sự tăng lượng tiền cung ứng (mọi thứ khác không thay đổi). Tổng tài sản nợ tiền tệ của Fed (đồng tiền lưu hành và tiền dự trữ) và các tài sản nợ tiền tệ của kho bạc Mỹ (tiền mặt kho bạc lưu hành, chủ yếu là tiền kim loại) được gọi là **cơ sở tiền tệ**. Khi thảo luận cơ sở tiền tệ, chúng ta sẽ chỉ tập trung tài vào tài sản nợ tiền tệ của Fed, bởi vì tài sản nợ tiền tệ của Kho bạc chỉ lên tới không quá 10% của cơ sở tiền nói trên.⁽²⁾

2. Không có gì đáng ngại khi bỏ qua các tài sản nợ tiền tệ của kho bạc trong lúc thảo luận về cơ sở tiền tệ vì kho bạc không thể tích cực cung ứng các tài sản nợ tiền tệ của nó cho nền kinh tế do các hạn chế của pháp luật (Xem Chương 18).

1. Đồng tiền đang lưu hành. Fed phát hành đồng tiền [các tấm giấy màu xanh lá cây trong ví tiền của bạn có dòng chữ Federal Reserve Note (giấy bạc của Dự trữ Liên bang) ở trên cùng]. Đồng tiền đang lưu hành là tổng số lượng tiền đang lưu thông trong tay dân chúng (tức ở bên ngoài các ngân hàng) - một thành phần quan trọng của lượng tiền cung ứng (Đồng tiền do các tổ chức nhận tiền gửi nắm giữ cũng là tài sản nợ của Fed nhưng được gộp vào các khoản dự trữ).

Giấy bạc Dự trữ Liên bang là các giấy nợ (IOU) từ Fed tới người mang nó và cũng là các tài sản nợ, nhưng không như hầu hết các giấy nợ, chúng hứa trả người mang đó chỉ bằng các giấy bạc Dự trữ Liên bang, tức là Fed thanh toán các IOU bằng các IOU khác. Vì vậy, nếu bạn mang một tờ 100 đôla tới Dự trữ Liên bang và yêu cầu thanh toán, bạn sẽ nhận được 2 tờ 50 đôla, 5 tờ 20 đôla, 10 tờ 10 đôla hoặc 100 tờ 1 đôla.

Mọi người sẵn lòng nhận các IOU từ Fed hơn so với tờ bạn hoặc tôi, bởi vì các tờ giấy bạc. Dự trữ Liên bang là một phương tiện được thừa nhận để trao đổi; tức là, chúng được chấp nhận là một phương tiện thanh toán và như vậy tác dụng như tiền (money). Đáng tiếc là cả tôi và bạn đều không thể thuyết phục dân chúng rằng các IOU của chúng ta là một cái gì đó giá trị hơn tờ giấy mà họ viết lên trên. ⁽³⁾

2. Các khoản tiền dự trữ. Tất cả các ngân hàng đều có một tài khoản ở Fed trong đó các ngân hàng nắm giữ các món tiền gửi. Các khoản tiền dự trữ bao gồm các món tiền gửi ở Fed cộng với các tiền mặt được lưu giữ cụ thể của các ngân hàng (được gọi là tiền kết bởi nó được để trong các két ngân hàng).

3. **Hạng mục tiền tệ** trong bản quyết toán tài sản nói trên chỉ nói về đồng tiền đang lưu hành, tức là, tổng số lượng tiền đang lưu hành trong tay dân chúng. Việc đồng tiền đã được Sở in tiền Mỹ in ra không phải là tài sản nợ của Fed. Ví dụ, hãy xem ý nghĩa của việc có 1 triệu đôla giấy nợ được in ra. Bạn trao cho người khác 100 đôla và giờ lại số lượng 999,900 đôla còn lại ở trong túi bạn. Khoản giấy nợ trị giá 999,900 đôla nói trên không làm cho bạn giàu lên hay nghèo đi và không tác động gì đến nợ nần của bạn. Bạn chỉ để ý đến các tài sản nợ 100 đôla do 100 đôla giấy nợ được lưu hành. Cũng áp dụng lập luận trên cho Fed đối với các giấy bạc Dự trữ Liên bang của nó.

Vì các lý do tương tự, thành phần đồng tiền của lượng tiền cung ứng, dù nó được định nghĩa thế nào cũng không quan trọng, chỉ bao gồm đồng tiền đang lưu hành đó. Nó không bao gồm bất cứ đồng tiền nào khác còn chưa nằm trong tay dân chúng. Sự việc là đồng tiền đã được in ra nhưng không lưu hành nghĩa là nó không là tài sản nợ của bất cứ ai và do đó không thể tác động đến thái độ cư xử của bất cứ ai. Do đó, việc gộp nó vào lượng tiền cung ứng không có ý nghĩa gì.

Các khoản tiền dự trữ là tài sản có của ngân hàng, nhưng là các tài sản nợ của Fed vì các ngân hàng có thể yêu cầu thanh toán theo chúng bất cứ lúc nào và Fed buộc phải thực hiện các trách nhiệm nợ của mình bằng cách thanh toán các giấy bạc. Dự trữ Liên bang. Như bạn thấy, một sự tăng các khoản tiền dự trữ, dẫn đến một sự tăng mức tiền gửi và do đó tăng lượng tiền cung ứng.

Tiền dự trữ có thể được chia làm 2 loại : tiền dự trữ mà Fed đòi hỏi các ngân hàng lưu giữ (**tiền dự trữ bắt buộc**) và tiền dự trữ mà các ngân hàng lưu giữ theo ý muốn (**tiền dự trữ quá mức**). Ví dụ Fed có thể đòi hỏi rằng mỗi một đôla tiền gửi tại một tổ chức nhận tiền gửi phải có một phần tỉ lệ nào đó (ví dụ 10 xu) được giữ làm dự trữ. Phần tỉ lệ này (10%) được gọi là **tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc**. Hiện nay Fed không trả lãi cho các tiền dự trữ.

Tài sản có

Hai tài sản có trong bản quyết toán tài sản trên đây của Fed là quan trọng vì 2 lý do. Trước hết, những thay đổi trong các khoản tài sản có đó dẫn đến các thay đổi về tiền dự trữ và tiếp sau là tới các thay đổi về lượng tiền cung ứng. Thứ 2, do các tài sản này (chứng khoán chính phủ và tiền cho vay chiết khấu) đem lại lãi suất trong khi các tài sản nợ (đồng tiền lưu hành và tiền dự trữ) không phải thanh toán lãi suất, Fed tạo ra nhiều tỉ đôla mỗi năm - tài sản có mang lại thu nhập, tài sản nợ không phải tốn kém gì. Tuy rằng Fed trao lại hầu hết các thu nhập của mình cho chính phủ liên bang, Fed có chi tiêu một số trong đó cho các "việc cần thiết" ví dụ để hỗ trợ việc nghiên cứu của các nhà kinh tế.

1. Các chứng khoán chính phủ. Loại tài sản này có gồm các tài sản chứng khoán của Fed do Kho bạc Mỹ phát hành. Như bạn sẽ thấy, Fed cung cấp tiền dự trữ cho hệ thống hoạt động ngân hàng bằng cách mua chứng khoán, do thế, làm tăng các tài sản có của nó. Một sự tăng chứng khoán chính phủ do Fed nắm giữ dẫn đến một sự tăng lượng tiền cung ứng.

2. Tiền cho vay chiết khấu. Fed có thể cung cấp tiền dự trữ cho hệ thống ngân hàng của nó bằng cách cho các ngân hàng vay chiết khấu. Một sự tăng tiền cho vay chiết khấu, cũng có thể là một nguồn gây ra sự tăng lượng tiền cung ứng. Lãi suất thu của các ngân hàng đối với tiền vay nói trên được gọi là **lãi suất chiết khấu**.

TẠO RA BỘI SỐ TIỀN GỬI : MỘT MÔ HÌNH ĐƠN

Với sự hiểu biết của chúng ta về các chức năng cơ bản của Dự trữ Liên bang và về việc các ngân hàng hoạt động như thế nào (Chương 9), nay chúng ta có các công cụ cần thiết để giải thích việc tiền gửi được tạo ra như thế nào. Khi Fed cung cấp cho hệ thống ngân hàng thêm 1 đôla tiền gửi dự trữ, thì tiền gửi tăng một bội số của số tiền này - quá trình này được gọi là **tạo ra bội số tiền gửi**. Chúng ta hãy bắt đầu Fed và xem các hành động của nó làm tăng tiền dự trữ như thế nào.

Fed cung cấp tiền gửi dự trữ cho hệ thống ngân hàng như thế nào

Có 2 cách để Fed có thể cung cấp thêm tiền dự trữ cho hệ thống ngân hàng :

1. Nó có thể cho các ngân hàng vay tiền
2. Nó có thể mua trái khoán chính phủ

1. Cho các ngân hàng vay tiền. Giả sử Fed cho First National Bank vay 100 đôla chiết khấu. Một khi Fed thực hiện món cho vay này, nó lập tức ghi có số tiền ấy vào tài khoản của First National Bank ở Fed. Tiền dự trữ của ngân hàng này tăng thêm 100 đôla, trong khi các tài sản vay từ Fed đã tăng thêm 100 đôla.

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	Tiền vay chiết khấu từ Fed	+ 100 đôla

Cũng các khoản đó xuất hiện trên tài khoản T của Fed nhưng ở các cột ngược lại, bởi vì đối với Fed tiền dự trữ là một tài sản nợ (có thể thanh toán theo yêu cầu) còn tiền cho vay chiết khấu là một tài sản có (mang lại thu nhập cho Fed).

Fed

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền cho First National Bank vay chiết khấu	+ 100 đôla	Tiền dự trữ	+ 100 đôla

Bạn có thể thấy rằng Fed có thể cung cấp tiền dự trữ cho hệ thống hoạt động ngân hàng bằng cách cho các ngân hàng vay tiền.

Mua trái khoán chính phủ. Việc mua (hoặc bán) trái khoán trong các thị trường tự do được gọi là **ng nghiệp vụ thị trường tự do**.

Giả sử Fed mua 100 đôla trái khoán từ First National Bank đó, và thanh toán cho ngân hàng này 1 séc phát ra từ ngân hàng dự trữ liên bang New York. Khi ấy, First National Bank gửi séc này vào Fed và nó được ghi có vào tài khoản tiền dự trữ của First National Bank. Kết quả thực của nghiệp vụ thị trường tự do này đối với bản quyết toán tài sản First National Bank là nó giảm tài sản chứng khoán (tài sản có) của ngân hàng này 100 đôla trong khi ấy nó tăng 100 đôla tiền dự trữ cho ngân hàng này.

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	- 100 đôla	
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	

Fed thấy rằng tài sản nợ của mình đã tăng thêm 100 đôla bởi vì tiền dự trữ đã tăng một số như thế, tuy vậy Fed biết mình đang nắm giữ thêm 100 đôla trái khoán, nó xuất hiện ở cột tài sản có với với tư cách là sự tăng thêm 100 đôla chứng khoán chính phủ. Tài khoản T của Fed là :

Fed

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán chính phủ	+ 100 đôla	Tiền dự trữ	+ 100 đôla

Bạn có thể thấy rằng Fed có thể tiến hành kiểm soát được tất cả mức tiền dự trữ bằng cách thay đổi tài sản chứng khoán chính phủ của mình (tài sản có) qua các nghiệp vụ thị trường tự do⁽⁴⁾

Với thông tin này, nay chúng ta xem xét việc một sự tăng tiền dự trữ có thể tạo ra tiền gửi như thế nào.

(4). Chương tiếp theo sẽ đi sâu hơn vào việc Fed dùng các nghiệp vụ thị trường tự do như thế nào để tác động vào các khoản tiền dự trữ. Ví dụ, chúng ta làm rõ rằng một nghiệp vụ thị trường tự do có cùng một tác dụng đối với các khoản tiền dự trữ nếu các trái khoán được mua từ giới phi ngân hàng chứ không phải từ các ngân hàng.

Việc tạo ra tiền gửi : một ngân hàng riêng lẻ

Sau khi Fed đã mua 100 đôla trái khoán từ First National Bank, ngân hàng này thấy rằng nó có thêm 100 đôla tiền dự trữ. Để phân tích xem ngân hàng này sẽ làm gì với khoản tiền dự trữ bổ sung này, giả sử rằng ngân hàng ấy không muốn nắm giữ tiền trữ quá mức bởi vì nó không thu được tiền lãi. Chúng ta bắt đầu phân tích với tài khoản T sau đây :

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	- 100 đôla	
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	

Bởi vì ngân hàng này không có thêm tiền gửi có thể phát séc, tiền dự trữ bắt buộc giữ nguyên như cũ và ngân hàng này thấy rằng khoản tiền dự trữ bổ sung 100 đôla của nó nghĩa là tiền dự trữ quá mức của nó đã tăng thêm 100 đôla. Chúng ta hãy giả sử rằng ngân hàng này quyết định thực hiện một món cho vay với số tiền bằng với tiền dự trữ quá mức 100 đôla tăng thêm nói trên. Khi ngân hàng này thực hiện món cho vay đó, nó mở một tài khoản séc cho người vay và đặt số tiền đó vào tài khoản này. Theo cách này, ngân hàng nói trên thay đổi bản quyết toán tài sản qua việc tăng tài sản nợ thêm 100 đôla tiền gửi có thể phát séc và đồng thời tăng tài sản có thêm 100 đôla cho vay. Tài khoản T kết cục là :

First National Bank

Tài khoản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	- 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc + 100 đôla
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	
Tiền cho vay	+ 100 đôla	

Ngân hàng này đã tạo ra tiền gửi có thể phát séc bằng hành động cho vay của nó. Do tiền gửi có thể phát séc là một phần của lượng tiền cung ứng, hành động cho vay của ngân hàng này thực tế đã tạo ra tiền tệ.

Với tình trạng bản quyết toán tài sản hiện hành của nó, First National Bank vẫn hãy còn có tiền dự trữ mức mà nó có thể đem cho vay. Tuy nhiên, các khoản dự trữ này sẽ không ở lại trong ngân hàng đó lâu dài. Người vay nói trên đã vay

một món tiền, không phải để nó nằm vô ích ở First National Bank, mà để mua hàng hóa và dịch vụ từ các cá nhân hay các công ty khác. Khi người vay tiền nói trên thực hiện các vụ mua hàng bằng cách phát ra các séc, các séc này sẽ được gửi tại các ngân hàng khác và 100 đôla tiền dự trữ nói trên sẽ rời khỏi First National Bank. *Một ngân hàng không thể đem cho vay một cách an toàn một số tiền lớn hơn số tiền dự trữ quá mức mà nó có trước khi thực hiện món cho vay này.*

Tài khoản T sau cùng của First National Bank là :

First National Bank

Tài sản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	- 100 đôla	
Tiền cho vay	+ 100 đôla	

Việc tăng thêm 100 đôla tiền dự trữ nói trên đã được đổi thành món cho vay bổ sung 100 đôla ở First National Bank cộng với một món tiền gửi bổ sung 100 đôla, việc này tạo ra con đường cho chúng tôi các ngân hàng khác. (Tất cả các séc được phát ra theo tài khoản ở First National Bank gửi vào các ngân hàng chứ không được chuyển thành tiền mặt, bởi vì chúng ta đang giả sử rằng công chúng không muốn nắm giữ thêm bất kỳ đồng tiền nào). Nay chúng ta hãy xem điều gì xảy ra cho các món tiền gửi này ở các ngân hàng khác.

Việc tạo ra tiền gửi : Hệ thống ngân hàng

Để đơn giản hóa phân tích này, chúng ta hãy giả sử rằng 100 đôla tiền gửi được tạo ra bởi món cho vay First National Bank được gửi tại Ngân hàng A và rằng ngân hàng này và tất cả các ngân hàng khác không nắm giữ tiền dự trữ quá mức. Tài khoản T của ngân hàng A trở thành :

Ngân hàng A

Tài sản có		Tài sản nợ
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc + 100 đôla

Nếu tỉ lệ dự trữ bắt buộc là 10%, thì nay ngân hàng này sẽ thấy bản thân nó có thêm 10 đôla tiền dự trữ bắt buộc và 90 đôla tiền dự trữ quá mức. Do ngân hàng A (giống như First National Bank) không muốn giữ lại tiền dự trữ quá

mức, nó sẽ đem cho vay tất cả món tiền ấy. Tiền cho vay và tiền gửi có thể phát séc của nó lúc ấy sẽ tăng thêm 90 đôla, nhưng khi người vay món tiền này chi tiêu 90 đôla tiền gửi có thể phát séc ấy, thì tiền gửi có thể phát séc và tiền dự trữ ở ngân hàng A sẽ sụt xuống một lượng bằng số tiền này. Kết quả thực sự là tài khoản T của ngân hàng A sẽ như sau :

Ngân hàng A

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	+ 10 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla
Tiền cho vay	+ 90 đôla		

Nếu món tiền tiêu của người vay ngân hàng A, được gửi vào một ngân hàng khác, ví dụ ngân hàng B, thì tài khoản T của ngân hàng B đối với trường hợp này sẽ là :

Ngân hàng B

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	+ 90 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 90 đôla

Các món tiền gửi có thể phát séc trong hệ thống ngân hàng này đã tăng thêm 90 đôla khác, với tổng số tăng là 190 đôla (100 đôla ở ngân hàng A cộng 90 đôla ở ngân hàng B). Sự phân biệt giữa ngân hàng A và ngân hàng B lúc này không cần thiết bởi vì nó không ảnh hưởng đến kết quả về sự mở rộng chung của các món tiền gửi. Nếu người vay tiền từ ngân hàng A phát séc của mình cho một ai đó mà người ấy lại gửi chúng trở lại ngân hàng A, một sự thay đổi y như thế sẽ xảy ra. Tài khoản T cho ngân hàng B sẽ hoàn toàn thích hợp với ngân hàng A, và các món tiền gửi có thể phát séc của nó (ngân hàng A) sẽ tăng tổng cộng 190 đôla.

Ngân hàng B sẽ muốn biến đổi thêm bản quyết toán tài sản của nó. Nó phải giữ 10% của 90 đôla (9 đôla) làm khoản dự trữ bắt buộc và có 90% của 90 đôla là tiền dự trữ quá mức để cho vay. Ngân hàng B sẽ thực hiện món cho vay 81 đôla cho một người vay tiền, người đó chi tiêu số tiền vay được này. Tài khoản T của ngân hàng B sẽ là :

Ngân hàng B

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	+ 9 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	
Tiền cho vay	+ 80 đôla		+ 90 đôla

Số tiền 81 đôla do người vay tiền từ ngân hàng B tiêu đi sẽ được gửi trong 1 ngân hàng khác (ngân hàng C). Kết quả, từ 100 đôla tiền dự trữ tăng thêm lúc đầu tiên trong hệ thống ngân hàng, tổng số tiền gửi có thể phát séc tăng thêm trong hệ thống ngân hàng đó tới lúc này là 271 đôla, nó bằng 100 đôla + 90 đôla + 81 đôla.

Theo cùng một sự lập luận, nếu tất cả các ngân hàng đem cho vay tất cả các khoản tiền dự trữ quá mức của họ, sự tăng thêm các món tiền gửi có thể phát séc sẽ tiếp tục (ở ngân hàng C, D, F v.v...) như được nêu ở Bảng 14.1.

Do đó, mức tăng số tiền gửi tổng cộng từ 100 đôla tiền dự trữ ban đầu sẽ là 1000 đôla : mức tăng là gấp 10 lần ; số đảo của mức dự trữ bắt buộc.

Nếu một ngân hàng (hoặc các ngân hàng) chọn cách đầu tư các khoản tiền dự trữ quá mức của họ vào các chứng khoán, kết quả cũng như vậy. Nếu ngân hàng A trước đó đã nhận được các khoản tiền dự trữ quá mức của mình và đã mua các chứng khoán thay vì thực hiện các món cho vay, tài khoản T của nó như sau :

Ngân hàng A			
Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	+ 10 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla
Chứng khoán	+ 90 đôla		

Bảng 14.1. Sự tạo ra các món tiền gửi (giả sử dự trữ bắt buộc là 10% và có thêm 100 đôla tiền dự trữ)

Các ngân hàng	Thay đổi các món tiền gửi	Thay đổi các món cho vay	Thay đổi các khoản tiền dự trữ
A	+ 100 đôla	+ 90 đôla	+ 10 đôla
B	+ 90 đôla	+ 81 đôla	+ 9 đôla
C	+ 81 đôla	+ 72,9 đôla	+ 8,1 đôla
D	+ 72,9 đôla	+ 65,61 đôla	+ 7,29 đôla
E	+ 65,61 đôla	+ 59,05 đôla	+ 6,56 đôla
F	+ 59,05 đôla	+ 53,14 đôla	+ 5,91 đôla
Tổng cộng cho tất cả các ngân hàng này	+1000,00 đôla	+900,00 đôla	+100,00 đôla

Khi ngân hàng này mua 90 đôla chứng khoán, nó phát 1 séc 90 đôla cho người bán các chứng khoán ấy, người này, đến lượt mình, gửi 90 đôla này vào một ngân hàng, ví dụ ngân hàng B. Các món tiền gửi có thể phát séc của ngân hàng B tăng thêm 90 đôla, và quá trình mở rộng tiền gửi này giống như trước. *Dù một ngân hàng chọn cách dùng các khoản tiền dự trữ quá mức của mình để*

thực hiện các món cho vay hoặc để mua các chứng khoán, thì tác dụng đối với việc mở rộng tiền gửi là như nhau.

Nay bạn có thể thấy sự khác nhau về việc tạo ra tiền gửi trường hợp một ngân hàng riêng lẻ so với trường hợp một hệ thống ngân hàng như một tổng thể. Do một ngân hàng riêng lẻ có thể tạo ra các món tiền gửi chỉ bằng số tiền dự trữ quá mức của nó, nó không thể tự bản thân tạo ra sự mở rộng bội số tiền gửi. Một ngân hàng riêng lẻ không thể cho vay nhiều hơn tiền dự trữ quá mức của nó, bởi vì ngân hàng này sẽ mất đi tiền dự trữ đó khi các tiền gửi được tạo ra bởi tiền cho vay đó tìm ra con đường của chúng để tới các ngân hàng khác. Tuy nhiên, hệ thống hoạt động ngân hàng với tư cách một tổng thể, có thể tạo ra một sự mở rộng bội số tiền gửi bởi vì khi một ngân hàng mất đi tiền dự trữ quá mức của nó, thì tiền dự trữ đó không rời khỏi hệ thống ngân hàng, mặc dù chúng đã chuyển sang một ngân hàng riêng nào đó. Như vậy khi một ngân hàng thực hiện một món cho vay và tạo ra tiền gửi, các khoản dự trữ một món cho vay và tạo ra tiền gửi, các khoản dự trữ của ngân hàng đó tìm được con đường của mình để tới một ngân hàng khác, ngân hàng vừa nói lại dùng chúng để thực hiện các món cho vay thêm nữa và tạo ra tiền gửi thêm nữa. Như bạn đã thấy, quá trình này tiếp tục khi sự tăng thêm tiền dự trữ ban đầu còn đưa tới một sự tăng bội số tiền gửi.

Bội số tăng tiền gửi được tạo ra do tăng tiền dự trữ của hệ thống hoạt động ngân hàng được gọi là **số nhân tiền gửi đơn** ⁽⁵⁾

Trong ví dụ của chúng ta với tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc 10%, số nhân tiền gửi đơn là 10. Tổng quát hơn, số nhân tiền gửi đơn bằng số đảo của tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc, được biểu thị như một phân số ($10 = 1/0,10$), do đó công thức để tính mức mở rộng bội số tiền gửi có thể được viết ⁽⁶⁾ :

$$\Delta D = \frac{1}{r_D} \times \Delta R \quad (14.1)$$

(5) Không được nhầm số nhân này với số nhân Keynes nó được dẫn xuất với một sự phân tích các huộc nối tiếp tương tự. Số nhân đó liên hệ một sự tăng thu nhập với một sự tăng về đầu tư, trong khi số nhân tiền gửi đơn liên hệ một sự tăng các món tiền gửi với một sự tăng về các khoản tiền dự trữ.

(6) Việc dẫn đến công thức này là như sau : dùng cách lập luận trong bài trên, sự thay đổi về tiền gửi có thể phát sinh là 100 đôla ($= \Delta R \times 1$) + 90 đôla ($= \Delta R \times (1 - r_D) + 81$ đôla ($= \Delta R \times (1 - r_D)^2$) và tiếp tục như vậy, biểu thức trên có thể được viết lại là :

$$\Delta D = \Delta R \times [1 + (1 - r_D) + (1 - r_D)^2 + (1 - r_D)^3 + \dots]$$

Khi áp dụng công thức tính tổng của một chuỗi vô hạn nêu ở chú thích 5 Chương 4, ta có :

$$\Delta D = \Delta R \times \frac{1}{1 - (1 - r_D)} = \Delta R \times \frac{1}{r_D}$$

trong đó ΔD = sự thay đổi của tổng số tiền gửi có thể phát séc trong hệ thống ngân hàng.

r_D = tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc (0,10 trong ví dụ trên)

ΔR = sự thay đổi tiền dự trữ đối với hệ thống hoạt động ngân hàng (100 đôla trong ví dụ trên)

Sự thu hẹp bội số tiền gửi

Quá trình tạo ra bội số tiền gửi cũng sẽ diễn ra theo hướng ngược lại, tức là, khi Fed rút các khoản tiền dự trữ khỏi hệ thống hoạt động ngân hàng, sẽ có một sự thu hẹp bội số tiền gửi. Để chứng minh điều này, chúng ta hãy xem xét hệ quả của một sự giảm tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng và giả định rằng các ngân hàng không muốn nắm giữ bất kỳ khoản tiền dự trữ quá mức nào.

Hướng dẫn nghiên cứu

Kiểm tra lại sự hiểu biết của bạn về việc tạo ra bội số tiền gửi bằng cách viết ra tài khoản T thích hợp cho mỗi bước trong quá trình thu hẹp bội số tiền gửi trước khi bạn nghiên cứu các tài khoản T trong bài học.

Chúng ta hãy bắt đầu phân tích với việc giảm bớt 100 đôla tiền dự trữ của First National Bank (do việc bán 100 đôla trái khoán cho ngân hàng này). First National Bank thấy rằng nó đã bị mất đi 100 đôla tiền dự trữ, và bởi vì nó vẫn đang không nắm giữ bất kỳ khoản tiền dự trữ quá mức nào, dự trữ của nó thiếu 100 đôla. Nó có thể thu được các khoản tiền dự trữ cần thiết bằng cách bán 100 đôla chứng khoán hoặc bằng cách yêu cầu được trả lại 100 đôla tiền cho vay. Khi nó bán chứng khoán, nó sẽ nhận được 100 đôla tiền séc phát ra theo một tài khoản tại một ngân hàng khác, số tiền séc vừa nói sẽ được gửi tại Fed, như vậy làm tăng tiền dự trữ của nó theo cùng 1 số lượng đó. Một cách tương tự, tiền được trả lại từ món cho vay nói trên cũng sẽ được tạo ra với các séc phát ra theo một tài khoản tại một ngân hàng khác. Cả 2 trường hợp, các khoản tiền dự trữ ở First National Bank sẽ được tăng thêm 100 đôla, nhưng ngân hàng theo đó các séc được phát ra (ví dụ như ngân hàng A) sẽ mất đi 100 đôla tiền gửi có thể phát séc và 100 đôla tiền dự trữ. Tài khoản T của ngân hàng A lúc ấy sẽ là :

Ngân hàng A

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	- 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	- 100 đôla

Ngân hàng A nay sẽ thấy rằng nó không thể đáp ứng được số tiền dự trữ bắt buộc của mình - nó thiếu 90 đôla. Tiền dự trữ của nó cho đến lúc này đã sụt giảm 100 đôla, nhưng tiền dự trữ bắt buộc cũng đã sụt giảm 10 đôla (10% của sự sụt giảm 100 đôla tiền gửi có thể phát séc). Để đáp ứng được sự thiếu hụt dự trữ này, ngân hàng A sẽ giảm bớt 90 đôla tài sản cho vay của mình hoặc tài sản chứng khoán của mình, làm cho tài khoản T của ngân hàng A trở thành :

Ngân hàng A

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	- 10 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	- 100 đôla
Tiền cho vay và chứng khoán	- 90 đôla		

Nếu các séc mà ngân hàng A nhận được do việc giảm bớt các món cho vay hoặc các chứng khoán của mình đã được phát ra theo các tài khoản ở ngân hàng B, thì lúc ấy ngân hàng B có tài khoản T sau đây :

Ngân hàng B

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	- 90 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	- 90 đôla

Ngân hàng B nay có một thiếu hụt tiền dự trữ là 81 đôla (90 đôla - 10% x 90 đôla), và do vậy ngân hàng B giảm bớt tiền cho vay hoặc chứng khoán của nó theo số lượng tiền này, như vậy đồng thời hạ thấp tiền gửi có thể phát séc của một ngân hàng khác một lượng 90 đôla. Quá trình này cứ tiếp diễn ra với mức các món tiền gửi có thể phát séc trong hệ thống ngân hàng nói trên thay đổi :

$$- 100 \text{ đôla} - 90 \text{ đôla} - 81 \text{ đôla} - 72,90 \text{ đôla} - 65,61 \text{ đôla} - 59,05 \text{ đôla} \dots = - 1000 \text{ đôla}$$

Bạn có thể thấy rằng quá trình thu hẹp bội số tiền gửi đối xứng với quá trình tạo ra bội số tiền gửi.

Dẫn xuất công thức để tính bội số tiền gửi

Công thức cho việc tính bội số tiền gửi cũng có thể được tìm ra một cách trực tiếp theo phương pháp đại số. Chúng ta thu được cùng một câu trả lời với tính tương quan giữa một thay đổi về tiền gửi và một thay đổi về tiền dự trữ, nhưng một cách nhanh chóng hơn.

Giả thiết rằng các ngân hàng không giữ lại bất kỳ khoản tiền dự trữ quá mức nào nghĩa là tổng số tiền dự trữ bắt buộc đối với hệ thống hoạt động ngân hàng (RR) sẽ bằng tổng số tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng (R).

$$RR = R$$

Tổng số tiền dự trữ bắt buộc bằng tỉ lệ dự trữ bắt buộc (r_D) nhân với tổng số tiền gửi có thể phát séc (D):

$$RR = r_D \times D$$

Thay $r_D \times D$ vào RR ở phương trình đầu tiên:

$$r_D \times D = R$$

Và chia cả 2 vế của phương trình vừa viết cho r_D , ta có:

$$D = \frac{1}{r_D} \times R$$

Cho cả 2 vế của phương trình này thay đổi và dùng ký hiệu Δ để biểu thị một thay đổi.

$$\Delta D = \frac{1}{r_D} \times \Delta R$$

Đây cũng chính là công thức tính bội số tiền gửi ở phương trình (14.1).

Việc dẫn xuất công thức vừa nêu mang lại cho chúng ta một phương pháp khác để xem xét việc tạo ra bội số tiền gửi bởi vì nó buộc chúng ta nhìn trực tiếp vào hệ thống hoạt động ngân hàng như một tổng thể chứ không phải một ngân hàng riêng lẻ tại một thời điểm. Đối với một hệ thống hoạt động ngân hàng như một tổng thể, việc tạo ra tiền gửi (hoặc thu hẹp) sẽ chỉ dừng lại khi tất cả các khoản tiền dự trữ quá mức trong hệ thống hoạt động ngân hàng đó không còn; tức là, hệ thống hoạt động ngân hàng đó sẽ ở trạng thái cân bằng khi tổng số tiền

dự trữ bắt buộc bằng tổng số tiền dự trữ, như đã thấy trong phương trình $RR = R$. Khi $r_D \times D$ được thay cho RR phương trình thu được ($R = r_D \times D$) cho chúng ta biết rằng các món tiền gửi có thể phát séc phải cao đến mức nào để các khoản tiền dự trữ bắt buộc bằng tổng số tiền dự trữ. Do đó một mức tiền dự trữ cho trước trong hệ thống hoạt động ngân hàng xác định mức tiền gửi có thể phát séc khi hệ thống hoạt động ngân hàng đó ở trạng thái cân bằng, hoặc, nói cách khác, mức tiền dự trữ đã cho đó cân xứng với một mức tiền gửi có thể phát séc đã cho.

Trong ví dụ của chúng ta, tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc là 10%. Nếu tiền dự trữ tăng thêm 100 đôla, các món tiền gửi có thể phát séc phải tăng tới 1000 đôla để cho tổng các khoản tiền dự trữ bắt buộc cũng tăng thêm 100 đôla. Nếu mức tăng các món tiền gửi có thể phát séc nhỏ hơn mức này, ví dụ, 900 đôla, thì việc tăng số tiền dự trữ bắt buộc là 90 đôla sẽ thấp hơn mức tăng tiền dự trữ 100 đôla, do đó vẫn còn có các khoản tiền dự trữ quá mức ở đâu đó trong hệ thống hoạt động ngân hàng này. Các ngân hàng có các khoản tiền dự trữ quá mức đó sẽ đem chúng ra cho vay, như thế tạo ra các món tiền gửi mới, và quá trình này sẽ tiếp tục cho đến khi tất cả các khoản tiền dự trữ trong hệ thống này được dùng hết. Việc này xảy ra khi các món tiền gửi có thể phát séc đã tăng tới 1000 đôla.

Chúng ta cũng có thể thấy điều này khi nhìn vào tài khoản T của hệ thống hoạt động ngân hàng xem như một tổng thể này (bao gồm cả First National Bank). Tài khoản T này là kết quả của quá trình nói trên.

Hệ thống ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	- 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 1000 đôla
Tiền dự trữ	+ 100 đôla		
Tiền cho vay	+ 1000 đôla		

Quá trình loại bỏ các khoản tiền dự trữ quá mức bằng cách đem chúng ra cho vay nghĩa là hệ thống hoạt động ngân hàng nói trên (First National Bank, các ngân hàng A, B, C, D, v.v.) tiếp tục thực hiện các món tiền cho vay lên tới 1000 đôla cho tới khi các món tiền gửi đã đạt đến mức 1000 đôla. Theo phương pháp này, 100 đôla tiền dự trữ cân xứng với : 1000 đôla tiền gửi (gấp 10 lần số lượng).

PHÊ PHÁN MÔ HÌNH ĐƠN

Mô hình của chúng ta về việc tạo ra bội số tiền gửi dường như cho thấy rằng Dự trữ Liên bang có khả năng thực hiện việc kiểm soát toàn bộ mức tiền gửi có thể phát séc qua việc đặt ra tỉ lệ dự trữ bắt buộc và mức tiền dự trữ. Việc tạo ra tiền gửi thực tế ít máy móc hơn nhiều so với điều mà mô hình đơn cho thấy. Nếu tiền từ món cho vay 90 đôla của ngân hàng A không được đem gửi mà được giữ ở dạng tiền mặt thì không có gì được gửi ở ngân hàng B và quá trình tạo ra tiền gửi đọng chết trên đường đi của nó. Tổng số tăng tiền gửi có thể phát séc chỉ là 100 đôla - ít hơn nhiều so với số 1000 đôla mà chúng ta đã thấy ở phần trước. Như thế, nếu một số tiền từ các món cho vay được dùng để tang số tiền mặt nắm giữ thì các món tiền gửi có thể phát séc sẽ không tăng nhiều như mô hình có dạng thuần của chúng ta về việc tạo ra bội số tiền gửi.

Một tình hình khác nữa bị bỏ qua trong mô hình của chúng ta là khi các ngân hàng không đem cho vay hết hoặc mua hết số tiền dự trữ quá mức của họ. Nếu ngân hàng A quyết định giữ lại tất cả 90 đôla tiền dự trữ quá mức của họ, thì không có món tiền gửi nào được tạo ra ở ngân hàng B, và việc này cũng làm ngừng quá trình tạo ra tiền gửi. Tổng số tăng tiền gửi, một lần nữa, chỉ là 100 đôla, chứ không phải tăng 1000 đôla như trong ví dụ của chúng ta. Do đó, nếu các ngân hàng chọn việc nắm giữ toàn bộ hay một phần các khoản tiền dự trữ quá mức của họ, thì việc mở rộng đầy đủ tiền gửi được báo trước theo mô hình đơn về tạo ra bội số tiền gửi không xảy ra.

Các ví dụ trước đây chỉ ra một cách đúng đắn rằng Fed không phải là tác nhân duy nhất mà thái độ cư xử của nó ảnh hưởng tới mức tiền gửi và do đó tới lượng tiền cung ứng. Các quyết định của các ngân hàng đối với số tiền dự trữ quá mức mà họ mong muốn nắm giữ và các quyết định của những người gửi tiền đối với việc nắm giữ bao nhiêu tiền mặt đều có thể làm cho lượng tiền cung ứng thay đổi. Ở các chương sau, chúng ta nhấn mạnh thái độ cư xử và tác động qua lại của 4 tác nhân đã nói trước đây bằng việc xây dựng một mô hình hiện thực hơn của quá trình cung ứng tiền tệ.

TÓM TẮT

1. Có 4 tác nhân trong quá trình cung ứng tiền tệ (a) ngân hàng trung ương (b) các ngân hàng (các tổ chức nhận tiền gửi), (c) những người gửi tiền và (d) những người vay tiền từ các ngân hàng.

2. Ngân hàng trung ương ở Mỹ là hệ thống Dự trữ Liên bang (the Federal Reserve System), cũng được gọi là Fed. Nó chỉ đạo chính sách tiền tệ, thanh toán séc, và thực hiện các chức năng điều hành. Fed có tài sản tiền nợ (đồng tiền lưu hành và tiền dự trữ), các tài sản nợ ấy tạo nên phần lớn hơn của cơ sở tiền tệ; các tài sản có của Fed là các chứng khoán chính phủ và tiền cho vay chiết khấu (cho các ngân hàng vay).

3. Fed cung cấp tiền dự trữ cho hệ thống hoạt động ngân hàng bằng cách mua trái khoán hoặc bằng cách cho các ngân hàng vay tiền. Một ngân hàng riêng lẻ có thể thực hiện các món cho vay tối đa lên tới bằng số tiền dự trữ quá mức của mình, do đó tạo ra một số tiền gửi bằng như vậy. Hệ thống hoạt

động ngân hàng có thể tạo ra một sự mở rộng bội số tiền gửi bởi vì khi mỗi một ngân hàng cho vay và tạo ra các món tiền gửi, tiền dự trữ của họ đi tới một ngân hàng khác, ngân hàng này dùng chúng để thực hiện các món cho vay và tạo ra các món tiền gửi thêm nữa. Trong mô hình đơn của việc tạo ra bội số tiền gửi trong đó các ngân hàng không giữ tại các khoản tiền dự trữ quá mức, bội số tiền gửi có thể phát séc (số nhận tiền gửi đơn) bằng số đảo của tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc.

4. Mô hình đơn của việc tạo ra bội số tiền gửi có các khó khăn nghiêm trọng. Ví dụ các quyết định của những người gửi tiền tăng tiền mặt của họ, hoặc của các ngân hàng giữ lại các khoản tiền dự trữ quá mức sẽ đưa đến một sự kém mở rộng hơn của tiền gửi so với mô hình đơn báo trước. Tất cả 4 tác nhân - Fed, các ngân hàng, những người gửi tiền và những người vay tiền từ các ngân hàng đều quan trọng việc xác định lượng tiền cung ứng.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

* 1. Hãy trả lời câu nói sau là đúng, sai hay không rõ ràng: "Khi một ngân hàng lấy ra một số tiền mặt của mình và gửi nó vào Fed thì tiền dự trữ của nó tăng lên".

2. Hãy cho biết điều gì xảy ra cho tài khoản T của Fed và của First National Bank

khi Fed bán 1000 đôla chứng khoán cho First National Bank? Điều gì xảy ra cho tiền dự trữ của First National Bank.

3. Nếu Fed cho First National Bank vay 1 triệu đôla và First National Bank dùng tiền này để mua 1 triệu đôla trái khoán từ Fed thì

điều gì xảy ra cho tiền dự trữ của First National Bank ? Hãy giải thích câu trả lời của bạn bằng cách dùng tài khoản T cho Fed và First National Bank.

4. First National Bank nhận thêm 100 đôla tiền dự trữ, nhưng quyết định không cho vay bất kỳ số nào trong khoản này. Tiền gửi là được tạo ra cho toàn thể hệ thống ngân hàng là bao nhiêu ?

Nếu không có chú thích gì khác thì những điều sau đây được áp dụng cho tất cả các bài tập còn lại : Tỷ lệ tiền dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc là 10%, các ngân hàng không nắm giữ tiền dự trữ quá mức, và tiền mặt của công chúng không thay đổi.

* 5. Bằng cách dùng tài khoản T, hãy cho biết cái gì xảy ra cho tiền gửi có thể phát séc trong hệ thống hoạt động ngân hàng khi Fed cho First National Bank vay một khoản bổ sung là 1 triệu đôla.

6. Bằng cách dùng tài khoản T, hãy cho biết cái gì xảy ra cho tiền gửi có thể phát séc trong hệ thống hoạt động ngân hàng khi Fed bán cho First National Bank 2 triệu đôla trái khoán.

* 7. Giả sử Fed mua 1 triệu đôla trái khoán từ First National Bank. Nếu First National Bank và tất cả các ngân hàng sử dụng lượng tiền dự trữ tăng thêm do việc trên tạo ra chỉ

để mua chứng khoán và không cho vay, điều gì sẽ xảy ra cho tiền gửi có thể phát séc ?

8. Nếu Fed mua 1 triệu đôla trái khoán từ First National Bank, nhưng có một tỷ lệ bổ sung 10% của hất kỳ khoản tiền gửi nào được giữ làm tiền dự trữ quá mức, thì tổng số tăng thêm của tiền gửi có thể phát séc là bao nhiêu ? (Gợi ý : hãy dùng tài khoản T để cho biết cái gì xảy ra cho tiền dự trữ và tiền gửi có thể phát séc).

* 9. Nếu tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng tăng thêm 1 tỉ đôla do việc vay chiết khấu 1 tỉ đôla và tiền gửi có thể phát séc tăng thêm 9 tỉ đôla thì vì sao hệ thống hoạt động ngân hàng này không cân bằng ? Điều gì sẽ tiếp tục diễn ra trong hệ thống hoạt động ngân hàng này cho đến khi nó đạt được cân bằng ? Cho biết tài khoản T của hệ thống ngân hàng này trong trạng thái cân bằng.

* 11. Nếu Fed giảm tiền dự trữ bằng cách bán lượng trái khoán đáng giá 5 triệu đôla cho các ngân hàng tài khoản T của hệ thống hoạt động ngân hàng sẽ như thế nào ? Điều gì đã xảy ra cho mức tiền gửi có thể phát séc ?

12. Nếu tỷ lệ tiền dự trữ hất huộc đối với tiền gửi có thể phát séc tăng với 20% thì bội số tiền gửi sẽ là hao nhiều khi tiền dự trữ tăng thêm 100 đôla ?

CHƯƠNG 15

Những yếu tố quyết định của lượng tiền cung ứng

LỜI DẪN

Trong Chương 14 chúng ta đã phát triển một mô hình đơn của việc tạo ra bội số tiền gửi, nó cho thấy Fed có thể kiểm soát mức tiền gửi có thể phát séc như thế nào bằng cách đặt ra tỷ lệ tiền gửi bắt buộc và mức tiền dự trữ. Không may cho Fed là cuộc sống không đơn giản việc kiểm soát lượng tiền cung ứng là một nhiệm vụ phức tạp. Việc phê phán mô hình của chúng ta đã cho thấy rằng các quyết định của những người gửi tiền về số tiền mặt mà họ nắm giữ và quyết định của các ngân hàng về số tiền dự trữ quá mức của họ cũng tác động đến lượng tiền cung ứng nói trên. Để giải quyết các lời phê phán đó, trong chương này chúng ta phát triển một mô hình lượng tiền cung ứng trong đó những người gửi tiền và các ngân hàng có các vai trò quan trọng của họ. Khuôn mẫu đó cho chúng ta một mô tả sâu sắc quá trình cung ứng tiền tệ để giúp bạn hiểu sự phức tạp về vai trò của Fed.

Để đơn giản hóa sự phân tích, chúng ta tách việc phát triển mô hình nói trên thành một vài bước. Trước hết, chúng ta sẽ thấy Fed có thể kiểm soát chính xác hơn đối với cơ số tiền tệ (đồng tiền lưu hành cộng với tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng) so với làm chỉ riêng các khoản tiền dự trữ. Như thế mô

hình của chúng ta liên hệ các thay đổi của lượng tiền cung ứng với những thay đổi của cơ sở tiền tệ. Mối liên hệ này có được nhờ việc tìm ra một **số nhân tiền** (một tỉ lệ liên hệ sự thay đổi của lượng tiền cung ứng với một sự thay đổi cho trước của cơ sở tiền tệ). Sau cùng, chúng ta sẽ xem xét các yếu tố quyết định của số nhân tiền tệ nói trên.

Hướng dẫn nghiên cứu

Một lý do để tách mô hình lượng tiền cung ứng thành các phần là để giúp bạn trả lời các câu hỏi qua việc sử dụng logic trực giác từng bước chứ không qua việc ghi nhớ những thay đổi trong thái độ cư xử của Fed, của những người gửi tiền hoặc của các ngân hàng sẽ tác động đến lượng tiền cung ứng như thế nào.

Trong việc dẫn ra một mô hình của quá trình cung ứng tiền tệ ở đây, chúng ta sẽ tập trung vào một định nghĩa đơn giản về tiền tệ (tiền mặt cộng tiền gửi có thể phát séc) ứng với định nghĩa *M1*. Tuy các định nghĩa rộng hơn về tiền tệ thường được dùng trong việc vạch chính sách, đặc biệt là *M2*, chúng ta tiến hành một phân tích với định nghĩa *M1* bởi vì nó ít phức tạp hơn và do đó mang lại cho chúng ta một hiểu biết cơ bản về quá trình cung ứng tiền tệ. Hơn thế, tất cả các phân tích và các kết quả khi sử dụng định nghĩa *M1* cũng thích hợp tốt như vậy với định nghĩa *M2*. Một mô hình cung ứng tiền tệ phức tạp hơn cho định nghĩa *M2* được xây dựng trong phụ lục ở cuối chương này.

VIỆC KIỂM SOÁT CƠ SỞ TIỀN TỆ

Cơ sở tiền tệ (còn gọi là tiền có **quyền lực cao**) bằng đồng tiền lưu hành (*C*) cộng với tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng (*R*)⁽¹⁾

Cơ sở tiền tệ nói trên (*MB*) được biểu thị là :

$$MB = C + R$$

Chương 14 đã miêu tả việc Fed cung cấp các khoản tiền dự trữ bổ sung cho hệ thống hoạt động ngân hàng của nó như thế nào qua việc mua các trái khoán chính phủ hoặc cho các ngân hàng vay tiền. Chúng ta sẽ thấy một cách vắn tắt rằng, thực tại, trong khi các hành động này chắc chắn làm tăng cơ sở tiền tệ, thì tác dụng của nó đối với tiền dự trữ lại kém chắc chắn hơn. Đây là điều vì sao các

(1) Đồng tiền lưu hành gồm cả đồng tiền Dự trữ Liên bang (giấy bạc Dự trữ Liên bang) và đồng tiền kho bạc (chủ yếu là tiền đúc).

mô hình mô tả việc xác định lượng tiền cung ứng và vai trò của Fed trong quá trình này thường tập trung vào cơ sở tiền tệ chứ không phải vào các khoản tiền dự trữ.

Các nghiệp vụ thị trường tự do của Dự trữ Liên bang

Một cách mà Fed tạo ra các thay đổi của cơ sở tiền tệ là mua hoặc bán các trái khoán chính phủ thông qua một nghiệp vụ thị trường tự do. Việc mua trái khoán do Fed thực hiện được gọi là **mua trên thị trường tự do**, trong khi việc bán trái khoán do Fed thực hiện được gọi là **bán trên thị trường tự do**.

Mua trên thị trường tự do từ một ngân hàng. Như được mô tả ở Chương 14, Fed mua 100 đôla trái khoán từ một ngân hàng và thanh toán các trái khoán ấy bằng 1 séc 100 đôla. Ngân hàng đó hoặc sẽ gửi tờ séc đó vào tài khoản của mình ở Fed hoặc đổi lấy tiền mặt, đây sẽ được coi là tiền kết. Dù hành động theo cách nào ngân hàng này sẽ thấy bản thân có thêm 100 đôla tiền dự trữ và giảm 100 đôla tài sản chứng khoán. Tài khoản T cho hệ thống hoạt động ngân hàng đó bây giờ là :

Hệ thống ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	- 100 đôla	
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	

Trong khi ấy, Fed thấy rằng tài sản nợ của mình đã tăng thêm 100 đôla là tiền dự trữ, đồng thời tài sản có của Fed đã tăng thêm 100 đôla chứng khoán. Tài khoản T của Fed lúc này là :

Fed

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	+ 100 đôla	Tiền dự trữ	+ 100 đôla

Kết quả thực của việc mua trên thị trường tự do này là tiền dự trữ đã tăng thêm 100 đôla (số tiền đó mua trên thị trường tự do). Vì tới lúc đó không có thay đổi nào về đồng tiền lưu hành nên cơ sở tiền tệ cũng đã tăng thêm 100 đôla.

Mua trên thị trường tự do từ giới phi ngân hàng. Có 2 trường hợp cần được xem xét. Trường hợp thứ nhất, chúng ta hãy giả sử rằng 1 cá nhân hay 1

công ty bán 100 đôla trái khoán cho Fed rồi gửi tấm séc của Fed vào 1 ngân hàng địa phương. Tài khoản T của công chúng (giới phi ngân hàng) đó sau vụ giao dịch này là :

Giới phi ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	- 100 đôla	
Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla	

Sau khi ngân hàng này nhận tờ séc ấy, nó ghi có cho tài khoản của người gửi tiền nói trên với 100 đôla và sau đấy gửi tấm séc ấy vào tài khoản của mình ở Fed, do thế có thêm tiền dự trữ. Tài khoản T của hệ thống ngân hàng trở thành :

Hệ thống ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	+ 100 đôla

Tác dụng đối với bản quyết toán tài sản của Fed là ở chỗ nó đã thêm được 100 đôla chứng khoán trong cột tài sản có của nó, trong khi ấy, nó tăng thêm 100 đôla tiền dự trữ ở cột tài sản nợ của nó.

Fed

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	+ 100 đôla	Tiền dự trữ	+ 100 đôla

Như bạn có thể thấy trong tài khoản T ở trên, khi tấm séc đó của Fed được gửi vào một ngân hàng, kết quả thực của vụ mua từ một giới phi ngân hàng trên thị trường tự do là tương tự với vụ mua từ một ngân hàng trên thị trường tự do.

Tiền dự trữ tăng thêm 100 đôla từ vụ mua trên thị trường tự do và cơ số tiền tệ cũng tăng thêm 100 đôla đó.

Mặt khác, nếu cá nhân (hoặc công ty) ấy bán trái khoán cho Fed đổi tờ séc của Fed lấy tiền mặt tại một ngân hàng địa phương hoặc tại một ngân hàng Dự trữ Liên bang, thì tác dụng đối với tiền dự trữ khác nhau⁽²⁾. Cá nhân ấy sẽ nhận 100

(2) Nếu cá nhân nói trên đổi tấm séc của anh ta tại ngân hàng địa phương thành tiền mặt, thì bản quyết toán tài sản của ngân hàng này sẽ không bị tác động bởi vì 100 đôla tiền kết mà ngân hàng này thanh toán trả sẽ hoàn toàn cân xứng với món gửi 100 đôla tiền séc tại Fed. Như vậy, tiền dự trữ của nó sẽ giữ nguyên và sẽ không có tác dụng gì đối với tài khoản T của nó. Đây là điều vì sao tài khoản T của hệ thống ngân hàng không xuất hiện ở đây.

đóla tiền mặt trong khi tài sản chứng khoán của anh ta giảm 100 đôla. Tài khoản T của cá nhân đó sẽ là :

Giới phi ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	- 100 đôla		
Tiền mặt	+ 100 đôla		

Fed nay thấy rằng nó đã trao đổi 100 đôla tiền mặt lấy 100 đôla chứng khoán, do đó tài khoản T của nó là :

Fed

Tài sản có		Tài sản nợ	
Các chứng khoán	+ 100 đôla	Đồng tiền lưu hành	+ 100 đôla

Kết quả thực của vụ mua trên thị trường tự do trong trường hợp này là tiền dự trữ không thay đổi, trong khi đồng tiền lưu hành tăng thêm 100 đôla từ vụ mua trên thị trường tự do đó. Như vậy, cơ sở tiền tệ (đồng tiền lưu hành cộng các khoản tiền dự trữ) tăng thêm số tiền 100 đôla từ vụ mua trên, trong đó khi ấy tiền dự trữ không tăng. Việc này khác với trường hợp người bán những trái khoán nói trên gửi tấm séc của Fed vào một ngân hàng ; trường hợp này, tiền dự trữ tăng thêm 100 đôla, và cơ sở tiền tệ cũng tăng thêm như vậy.

Sự phân tích trên đây biểu lộ rằng *tác dụng của một vụ mua trên thị trường tự do đối với tiền dự trữ khác đi tùy theo việc người bán các trái khoán đó giữ món tiền thu được dưới dạng tiền mặt hoặc là dưới dạng tiền gửi*. Nếu số tiền thu được ấy được giữ ở dạng tiền mặt, vụ mua trên thị trường tự do này không có tác dụng gì đến tiền dự trữ ; nếu số tiền thu được ấy được giữ dưới dạng tiền gửi, thì tiền dự trữ tăng thêm số tiền của vụ mua trên thị trường tự do đó.

Tuy nhiên, tác dụng của một vụ mua trên thị trường tự do đối với cơ sở tiền tệ luôn luôn như nhau, dù tiền thu được từ vụ bán đó được giữ ở dạng tiền gửi hay tiền mặt. Tác động của một vụ mua trên thị trường tự do đối với tiền dự trữ là không chắc chắn hơn nhiều so với tác dụng của nó đối với cơ sở tiền tệ.

Bán trên thị trường tự do. Nếu Fed bán 100 đôla trái khoán cho một ngân

hàng hay một giới phi ngân hàng, cơ sở tiền tệ sẽ giảm 100 đôla. Ví dụ nếu Fed bán các trái khoán đó cho một cá nhân, cá nhân đó thanh toán các tài khoản ấy bằng tiền mặt, thì người mua đó trao đổi 100 đôla tiền mặt lấy 100 đôla trái khoán và đưa đến tài khoản T như sau :

Giới phi ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	+ 100 đôla	
Tiền mặt	- 100 đôla	

Mặt khác, Fed đã giảm bớt tài sản chứng khoán của nó 100 đôla và cũng đã hạ thấp tài sản nợ tiền tệ qua việc nhận tiền mặt để thanh toán cho các trái khoán của nó, do vậy giảm bớt số lượng tiền lưu hành 100 đôla.

Fed

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	-100 đôla	Đồng tiền lưu hành	-100 đôla

Tác dụng của việc bán 100 đôla trái khoán đó trên thị trường tự do là làm giảm bớt một số tiền bằng như thế của cơ sở tiền tệ, tuy rằng tiền dự trữ giữ nguyên không thay đổi. Những trạng thái khác nhau của các tài khoản trong các trường hợp người mua các trái khoán đó là một ngân hàng hoặc người mua đó thanh toán cho các trái khoán ấy bằng một séc phát ra theo một tài khoản tiền gửi có thể phát séc tại ngân hàng địa phương của người ấy, đều dẫn đến cùng một sự giảm bớt 100 đôla trong cơ sở tiền tệ, tuy rằng việc giảm xảy ra do mức tiền dự trữ đã sụt giảm 100 đôla.

Hướng dẫn nghiên cứu

Cách tốt nhất để nắm được việc các hoạt động thị trường tự do tác động như thế nào đến cơ sở tiền tệ là dùng các *tài khoản T*. Khi sử dụng các tài khoản T, hãy cố gắng kiểm tra để thấy rằng một vụ bán trên thị trường tự do 100 đôla trái khoán dù cho một ngân hàng hoặc cho một cá nhân (người ấy thanh toán cho các trái khoán đó bằng một séc phát ra theo 1 tài khoản ngân hàng) đều dẫn đến việc giảm 100 đôla của cơ sở tiền tệ.

Từ phân tích của chúng ta về mua và bán trên thị trường tự do, nay có thể đưa ra kết luận sau ; **tác dụng của các nghiệp vụ thị trường tự do đối với tiền dự trữ là không chắc chắn hơn nhiều so với tác dụng đó đối với cơ sở tiền tệ.** Do đó, Fed có thể kiểm soát cơ sở tiền tệ một cách có hiệu quả hơn bằng các nghiệp vụ thị trường tự do so với có thể kiểm soát các khoản tiền dự trữ.

Sự chuyển từ tiền gửi sang tiền mặt

Ngay cả nếu Fed không tiến hành các nghiệp vụ thị trường tự do thì một sự chuyển từ tiền gửi sang tiền mặt cũng sẽ tác động đến tiền dự trữ trong hệ thống ngân hàng này. Tuy nhiên, một số chuyển như thế sẽ không có tác dụng đối với cơ sở tiền tệ đó, đây là một lý do vì sao Fed kiểm soát nhiều hơn đối với cơ sở tiền tệ so với các khoản tiền dự trữ.

Chúng ta hãy giả sử rằng Jane Brown (người đã mở một tài khoản séc 100 đôla tại First National Bank ở Chương 9) cho rằng ở tất cả các ngân hàng các thủ quỹ đều quá lạm dụng do vậy cô ta đóng tài khoản của mình bằng cách rút số dư 100 đôla thành tiền mặt và thẻ không bao giờ gửi nó tại một ngân hàng nào nữa. Tác dụng đối với tài khoản T của giới phi ngân hàng này là :

Giới phi ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền gửi có thể phát séc	- 100 đôla		
Tiền mặt	+ 100 đôla		

Hệ thống hoạt động ngân hàng này mất 100 đôla tiền gửi và do đó mất 100 đôla tiền dự trữ.

Hệ thống ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	- 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	- 100 đôla

Đối với Fed, hành động của Jane Brown nghĩa là có thêm 100 đôla đồng tiền lưu hành trong tay công chúng, trong khi đó tiền dự trữ trong hệ thống ngân hàng này đã giảm bớt 100 đôla. Tài khoản T của Fed là :

Fed

Tài sản có	Tài sản nợ
	Đồng tiền lưu hành + 100 đôla
	Tiền dự trữ - 100 đôla

Tác dụng thực đối với các tài sản nợ của Fed là không có ; cơ sở tiền tệ không bị tác động bởi sự chán ghét của Jane Brown đối với hệ thống hoạt động ngân hàng. Ngược lại, tiền dự trữ bị tác động. Các dao động hỗn độn của tiền dự trữ có thể xuất hiện như là kết quả của các di chuyển hỗn độn từ tiền gửi thành tiền mặt và ngược lại. Đối với cơ sở tiền tệ thì không giống như vậy, khiến nó là một biến số ổn định hơn.

Tiền cho vay chiết khấu

Trong chương này, cho tới đây, chúng ta đã xem xét những thay đổi của cơ sở tiền tệ như là chỉ do các nghiệp vụ thị trường tự do tạo ra. Tuy nhiên, khi Fed cho một ngân hàng một món vay chiết khấu, thì việc này cũng tác động đến cơ sở tiền tệ. Ở Chương 14, khi Fed cho First National Bank vay chiết khấu 100 đôla, ngân hàng này được ghi có với 100 đôla tiền dự trữ từ số tiền vay đó.

Tác dụng đối với bản quyết toán tài sản của hệ thống ngân hàng này và của Fed là như sau :

Hệ thống ngân hàng		Fed	
Tài sản có	Tài sản nợ	Tài sản có	Tài sản nợ
Tiền dự trữ +100 đôla	Tiền cho vay chiết khấu + 100 đôla	Tiền cho vay chiết khấu + 100 đôla	Tiền dự trữ +100 đôla

Tài sản nợ tiền tệ của Fed nay đã tăng thêm 100 đôla và cơ sở tiền tệ cũng vậy. Ngược lại, nếu một ngân hàng thanh toán một món tiền vay từ Fed, do đó giảm số tiền nó vay từ Fed đi 100 đôla, các tài khoản T của hệ thống ngân hàng và của Fed là như sau :

Hệ thống ngân hàng		Fed	
Tài sản có	Tài sản nợ	Tài sản có	Tài sản nợ
Tiền dự trữ - 100 đôla	Tiền vay chiết khấu -100 đôla	Tiền cho vay chiết khấu -100 đôla	Tiền dự trữ -100 đôla

Tác dụng thực đối với các tài sản nợ tiền tệ của Fed, và do đó đối với cơ sở tiền tệ, lúc đó là sự giảm bớt 100 đôla. Chúng ta thấy rằng cơ sở tiền tệ thay đổi một đối một với thay đổi các món tiền đi vay từ Fed.

Tổng quan về khả năng của Fed đối với việc kiểm soát cơ sở tiền tệ

Kết luận chung rút ra từ phân tích trước đây là Fed có thể kiểm soát cơ sở tiền tệ một cách tốt hơn là kiểm soát tiền dự trữ. Tuy vậy, trong khi số tiền của các vụ mua hoặc bán trên thị trường tự do được kiểm soát một cách đầy đủ nhờ các đơn đặt hàng của Fed cho các nhà buôn trên các thị trường trái khoán, nó không có được sự kiểm soát đầy đủ đối với cơ sở tiền tệ bởi vì nó không thể xác định một cách đơn phương, và do đó không dự báo một cách hoàn hảo số tiền mà các ngân hàng vay từ Fed. Dự trữ Liên bang đặt ra lãi suất chiết khấu (lãi suất đối với cho vay chiết khấu) và sau đó các ngân hàng đưa ra quyết định liệu có vay hay không. Tổng số tiền cho vay chiết khấu mặc dầu bị ảnh hưởng bởi việc đặt lãi suất chiết khấu của Fed, cũng không được Fed kiểm soát một cách đầy đủ ; những quyết định của các ngân hàng cũng giữ một vai trò như của Fed ¹³⁾

Do đó chúng ta có thể tách cơ sở tiền tệ ra làm 2 thành phần : một thành phần Fed có thể kiểm soát một cách đầy đủ, và thành phần kia được kiểm soát một cách kém chặt chẽ. Thành phần được kiểm soát kém chặt chẽ đó là số tiền của cơ sở được tạo ra từ tiền vay chiết khấu Fed. Phần còn lại của cơ sở (được gọi là **cơ sở tiền không vay**) nằm dưới sự kiểm soát của Fed bởi vì nó chủ yếu là kết quả của các nghiệp vụ thị trường tự do ¹⁴⁾. Cơ sở tiền tệ không vay được định nghĩa bằng công thức là cơ sở tiền tệ trừ đi tiền vay chiết khấu từ Fed :

$$MB_n = MB - DL$$

trong đó	MB_n	=	cơ sở tiền tệ không vay
	MB	=	cơ sở tiền tệ
	DL	=	tiền vay chiết khấu từ Fed.

(3) Fed, giống bất kỳ một ngân hàng nào, cũng có thể quyết định có hay không cho vay, như vậy làm nó kiểm soát hơn nữa số tiền vay từ Fed. Tuy vậy, thực tế là điểm mấu chốt sau : Quyết định của các ngân hàng cũng giống như của Fed, có ý nghĩa quan trọng đối với lượng tiền vay chiết khấu từ Fed.

(4) Thực ra, có những khoản mục khác trong bản quyết toán tài sản của Fed (được thảo luận ở Chương 18) tác động đến độ lớn của cơ sở tiền tệ không vay. Do tác dụng của chúng đối với cơ sở tiền tệ không vay so với các nghiệp vụ thị trường tự do là vừa nhỏ và vừa có thể dự báo được, những khoản mục khác này không gây khó khăn cho Fed trong việc kiểm soát cơ sở tiền tệ không vay..

Lý do để tách biệt cơ sở tiền tệ không vay (MB_n) khỏi cơ sở tiền tệ (MB) là ở chỗ cơ sở tiền tệ không vay (gắn với các nghiệp vụ thị trường tự do) nằm dưới sự kiểm soát trực tiếp của Fed, trong khi đó cơ sở tiền tệ chịu ảnh hưởng của các món vay chiết khấu từ Fed thì không như vậy.

MÔ HÌNH LƯỢNG TIỀN CUNG ỨNG VÀ SỐ NHÂN TIỀN

Bởi vì Fed có thể kiểm soát cơ sở tiền tệ một cách tốt hơn so với kiểm soát các khoản dự trữ, một việc làm có ý nghĩa là liên hệ lượng tiền cung ứng (M) với cơ sở tiền tệ (MB) bằng một mối tương quan như sau :

$$M = m \times MB \quad (15.1)$$

Biến cố m là số nhân tiền, nó cho chúng ta biết lượng tiền cung ứng thay đổi bao nhiêu đối với một thay đổi đã cho của cơ sở tiền tệ (MB). Số nhân này cho ta biết cơ sở tiền tệ được chuyển thành lượng tiền cung ứng với bội số nào. Bởi vì số nhân tiền lớn hơn 1, nên người ta gọi một cách logic cơ sở tiền tệ là "tiền có quyền lực cao"; một sự thay đổi đòla trong cơ sở tiền tệ dẫn đến một sự thay đổi đòla nhiều hơn trong lượng tiền cung ứng.

Số nhân tiền phản ánh tác dụng đối với lượng tiền cung ứng của những yếu tố khác ngoài cơ sở tiền tệ, và mô hình sau đây sẽ giải thích các yếu tố xác định tâm cơ của số nhân tiền. Quyết định của những người gửi tiền về tiền mặt và tiền gửi có thể phát séc của họ là một trong các yếu tố tác động đến số nhân tiền. Một yếu tố khác là tiền dự trữ bắt buộc do Fed áp đặt lên hệ thống hoạt động ngân hàng. Quyết định của các ngân hàng về tiền dự trữ quá mức cũng tác động tới số nhân tiền tệ nói trên.

Dẫn xuất số nhân tiền

Trong mô hình của chúng ta về việc tạo ra bội số tiền gửi ở Chương 14, chúng ta đã bỏ qua các tác dụng lên việc tạo ra tiền gửi do những thay đổi trong tài sản đồng tiền của công chúng và tài sản tiền dự trữ. Nay chúng ta liên kết những thay đổi này vào mô hình quá trình cung ứng tiền tệ của chúng ta bằng cách giả sử rằng mức tiền mặt (C) và tiền dự trữ quá mức (ER) tăng tỉ lệ với tiền gửi có thể phát séc (D) ; nói khác, đi chúng ta giả sử rằng tỉ lệ của các khoản mục này đối với tiền gửi có thể phát séc là các hằng số :

$$\{C/D\} = \text{tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc.}$$

$$\{ER/D\} = \text{tỉ lệ tiền dự trữ quá mức.}$$

trong đó ký hiệu [...] biểu thị rằng chúng ta đang coi tỉ lệ này là một hằng số. Nay chúng ta sẽ dẫn ra một công thức mô tả người gửi tiền, tỉ lệ tiền dự trữ quá mức được định nghĩa ở trên và tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc do Fed đặt ra tác động đến số nhân tiền (m) này như thế nào. Chúng ta bắt đầu việc dẫn xuất mô hình lượng tiền cung ứng với phương trình

$$R = RR + ER$$

nó nói lên rằng tổng số tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng (R) bằng tổng của số tiền dự trữ bắt buộc (RR) và tiền dự trữ quá mức (ER). (Chú ý rằng phương trình này tương ứng với điều kiện cân bằng $R = RR$ trong chương trước tại đó các khoản tiền dự trữ quá mức đã được giả thiết bằng zero).

Tổng số tiền dự trữ bắt buộc bằng tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc (r_D) nhân với số tiền gửi có thể phát séc (D) :

$$RR = r_D \times D.$$

Khi thay $r_D \times D$ cho RR trong phương trình thứ nhất ta nhận được một phương trình biểu diễn tương quan của tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng với số tiền gửi có thể phát séc và tiền dự trữ quá mức mà các khoản tiền dự trữ nói trên có thể cân xứng với :

$$R = (r_D \times D) + ER$$

Điểm mấu chốt ở đây là Fed đặt ra tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc r_D nhỏ hơn 1. Như thế, một đôla tiền dự trữ có thể cân xứng hơn một đôla tiền gửi, và việc mở rộng bội số tiền gửi có thể xảy ra.

Chúng ta hãy xem điều này diễn ra trong thực tế như thế nào. Nếu tiền dự trữ quá mức được giữ ở zero ($ER = 0$), tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc được đặt ở $r_D = 0,10$ và mức tiền gửi có thể phát séc trong hệ thống ngân hàng này là 800 tỉ đôla, thì số tiền dự trữ cần thiết để làm chỗ tựa cho các món tiền gửi này là 80 tỉ đôla ($= 0,10 \times 800$ tỉ đôla). Khoản tiền dự trữ 80 tỉ đôla này có thể cân xứng với số tiền gửi có thể phát séc bằng 10 lần số này, đúng như ở chương trước, bởi vì việc tạo ra bội số tiền gửi sẽ xuất hiện.

Bởi vì cơ sở tiền tệ (MB) bằng tiền mặt cộng với tiền dự trữ ($R + C$) chúng ta có thể viết ra một phương trình liên hệ số lượng tiền của cơ sở tiền tệ với các mức tiền gửi có thể phát séc và tiền mặt bằng cách cộng thêm tiền mặt vào cả 2 vế của phương trình trên :

$$MB = R + C = (r_D \times D) + ER + C$$

Một cách nghĩ khác về phương trình này là nhận ra rằng nó cho chúng ta biết số tiền của cơ sở tiền tệ là cần thiết để cân xứng với các số tiền gửi có thể phát séc, tiền mặt và tiền dự trữ quá mức hiện có.

Một đặc điểm quan trọng của phương trình trước là ở chỗ một đôla bổ sung của cơ sở tiền tệ nảy sinh từ một đôla bổ sung của tiền mặt không cân xứng với bất kỳ số tiền gửi bổ sung nào. Điều này xảy ra bởi vì một sự tăng như vậy dẫn đến một sự tăng tương tự ở vế phải của phương trình đó và không có thay đổi nào diễn ra trong D . Thành phần tiền mặt của MB không dẫn đến việc tạo ra bội số tiền gửi như thành phần tiền dự trữ. Nói một cách khác, một sự tăng cơ sở tiền tệ thuộc về tiền mặt thì không được nhân lên, trong khi đó một sự tăng thuộc về tiền gửi cân xứng thì được nhân lên.

Một đặc điểm quan trọng khác nữa của phương trình này là ở chỗ một đôla bổ sung của cơ sở tiền thuộc về tiền dự trữ quá mức, ER không cân xứng với bất kỳ tiền gửi hay tiền mặt bổ sung nào. Lý do của việc này là ở chỗ khi một ngân hàng quyết định giữ lại các khoản tiền dự trữ quá mức thì ngân hàng không đem chúng ra cho vay và như vậy chúng không tạo ra món tiền gửi nào. Do đó, nếu Fed rút tiền dự trữ vào hệ thống ngân hàng và tiền này được giữ làm các khoản dự trữ quá mức thì sẽ không có tác dụng nào đối với tiền gửi hoặc tiền mặt và do đó không có tác động đối với lượng tiền cung ứng. Nói một cách khác, bạn có thể nghĩ về tiền dự trữ quá mức như một thành phần nhàn rỗi của tiền dự trữ, nó không được dùng để cân xứng với bất kỳ tiền gửi vào (tuy nó là quan trọng đối với việc quản lý tính lỏng của ngân hàng, như chúng ta đã thấy ở Chương 9). Điều này nghĩa là đối với một mức tiền dự trữ cho trước, một số tiền dự trữ quá mức lớn hơn hàm ý rằng hệ thống hoạt động ngân hàng đó thực tế có ít tiền dự trữ hơn để cân xứng với tiền gửi.

Để dẫn ra công thức số nhân tiền tệ theo tỉ lệ người gửi tiền (C/D) và tỉ lệ tiền dự trữ quá mức (ER/D) , chúng ta viết lại phương trình trên đây đồng thời biểu thị C như $(C/D) \times D$, và ER như $(ER/D) \times D$

$$\begin{aligned} MB &= r_D \times D + (ER/D) \times D + (C/D) \times D \\ \text{hoặc} &= [r_D + (ER/D) + (C/D)] \times D \end{aligned}$$

Sau đó chúng ta chia cả 2 vế của phương trình nói trên cho phần trong dấu ngoặc vuông để có được biểu thức liên hệ các món tiền gửi có thể phát séc (D) với cơ sở tiền (MB); chúng ta có

$$D = \frac{1}{[r_D + (ER/D) + (C/D)]} \times MB \quad (15.2)$$

Sử dụng định nghĩa lượng tiền cung ứng như tổng của tiền mặt cộng với tiền gửi có thể séc ($M = D + C$) và một lần nữa biểu thị C bằng $(C/D) \times D$:

$$M = D + (C/D) \times D = [1 + (C/D)] \times D$$

Thay biểu thức của D theo phương trình (15.2) vào phương trình trên chúng ta có :

$$M = \frac{1 + (C/D)}{[r_D + (ER/D) + (C/D)]} \times MB \quad (15.3)$$

Sau cùng, chúng ta đã đạt được mục đích là dẫn ra một biểu thức theo dạng của phương trình (15.1) trước đây. Như bạn có thể thấy, tỉ số nhân với MB chính là số nhân tiền, số nhân này cho chúng ta biết lượng tiền cung ứng thay đổi bao nhiêu để đáp ứng với một thay đổi đã cho của cơ sở tiền tệ (tiền được làm mạnh).

Số nhân tiền - m như vậy là bằng

$$m = \frac{1 + (C/D)}{[r_D + (ER/D) + (C/D)]} \quad (15.4)$$

và nó là một hàm số của tỉ lệ người gửi tiền, (C/D) , tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc do Fed đặt ra, r_D và tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, (ER/D) .

Tuy rằng việc dẫn suất theo phương pháp đại số vừa hoàn thành cho bạn thấy số nhân tiền được cấu trúc như thế nào, bạn cần nắm được nó theo trực giác cơ bản để có thể hiểu và áp dụng khái niệm số nhân tiền mà không phải ghi nhớ nó.

Trực giác đằng sau số nhân tiền

Để có một cảm nhận về việc số nhân tiền nghĩa là gì, chúng ta hãy xây dựng một ví dụ bằng số với số liệu thực của các biến số sau đây :

r_D	=	tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc	=	0,10
C	=	tiền mặt	=	400 tỉ đôla
D	=	tiền gửi có thể phát séc	=	800 tỉ đôla
ER	=	tiền dự trữ quá mức	=	0,8 tỉ đôla
M	=	lượng tiền cung ứng ($M1$) = ($C + D$)	=	1.200 tỉ đôla

Theo các con số này chúng ta có thể tính toán các giá trị của tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc và tỉ lệ tiền gửi có kỳ hạn - tiền gửi có thể phát séc là bao nhiêu.

(C/D) = tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc bằng

$$\frac{400 \text{ tỉ đôla}}{800 \text{ tỉ đôla}} = 0,5$$

$$(ER/D) = \text{tỉ lệ tiền dự trữ quá mức} = \frac{0,8 \text{ tỉ đôla}}{800 \text{ tỉ đôla}} = 0,001$$

Trị số tính ra của số nhân tiền là :

$$m = \frac{1 + 0,5}{[0,10 + 0,001 + 0,5]} = \frac{1,500}{0,601} = 2,50$$

Số nhân tiền tệ 2,50 cho ta biết rằng khi cho tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc là 10% đối với tiền gửi có thể phát séc, thái độ cư xử của những người gửi tiền coi như được biểu thị bằng $(C/D) = 0,5$ và của các ngân hàng coi như được biểu thị bằng $(ER/D) = 0,001$, nếu cơ số tiền tệ tăng thêm 1 đôla sẽ dẫn đến việc lượng tiền cung ứng ($M1$) tăng thêm 2,5 đôla.

Một đặc trưng quan trọng của số nhân tiền là ở chỗ nó nhỏ hơn số nhân tiền gửi đơn (10) trình bày ở Chương 14. Chia khóa để hiểu biết kết quả này và để hiểu mô hình lượng tiền gửi cung ứng là nhận ra rằng *tuy có sự mở rộng bội số tiền gửi, không có sự mở rộng như thế đối với tiền mặt*. Như vậy nếu phần nào đó của sự tăng "tiền được làm mạnh" thuộc về tiền mặt, thì phần này không tham dự vào việc mở rộng bội số tiền gửi. Trong phân tích ở Chương 14, chúng ta đã không công nhận khả năng này và do đó việc tăng tiền dự trữ dẫn đến con số cực đại trong việc tạo ra bội số tiền gửi. Tuy vậy, trong mô hình số nhân tiền tệ hiện hành, mức tiền mặt chặc chắn tăng khi cơ số tiền tệ (MB) và tiền gửi có thể phát séc (D) tăng, bởi vì (C/D) lớn hơn zero. Như đã được phát biểu trước đây, bất kỳ sự tăng nào về cơ số tiền tệ (MB) thuộc về sự tăng tiền mặt đều không được nhân lên, do đó chỉ một phần trong lượng tăng của MB là có hiệu lực để cân xứng với tiền gửi có thể phát séc, phần đó tham dự vào việc mở rộng bội số tiền gửi. Mức mở rộng bội số tiền gửi chung phải thấp hơn do đó việc tăng M , khi cho trước một lượng tăng MB , là nhỏ hơn so với mô hình đơn ở Chương 14 cho thấy⁽⁵⁾

(5) Một lý do khác làm số nhân tiền tệ nhỏ hơn là ở chỗ (ER/D) là một phân số không đối lớn hơn zero, cho thấy rằng một sự tăng MB và D dẫn đến tiền dự trữ quá mức nhiều hơn. Số tiền dự trữ quá mức lớn hơn đó nghĩa là số tiền dự trữ được dùng để cân xứng với số tiền gửi có thể phát séc sẽ không tăng nhiều như nếu không có việc nói trên. Do đó sự tăng tiền gửi có thể phát séc và lượng tiền cung ứng sẽ thấp hơn và số nhân tiền tệ sẽ thấp hơn. Tuy nhiên, do (ER/D) hiện nhỏ như thế, khoảng 0,001, tác động của tỉ lệ này đến số nhân tiền tệ đó rất nhỏ. Nhưng, đã có những thời kỳ khác trong lịch sử ở đó (ER/D) đã lớn hơn nhiều và do đó đã từng có vai trò quan trọng hơn trong việc hạ thấp số nhân tiền tệ.

Các yếu tố xác định số nhân tiền

Để phát triển trực giác của chúng ta về số nhân tiền thêm nữa, chúng ta hãy xem số nhân tiền nói trên thay đổi như thế nào để đáp ứng các thay đổi của những biến số trong mô hình số nhân tiền của chúng ta : (C/D) , r_D , và (ER/D) . Cách thức mà chúng ta sẽ tiến hành là một cách thức quen thuộc trong kinh tế học : chúng ta hỏi cái gì xảy ra khi một trong các biến số thay đổi, giữ tất cả các biến số khác không đổi (nghĩa là *ceteris paribus*).

Những thay đổi về tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc. Nếu tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc tăng lên trong khi tất cả các biến số khác không đổi, cùng một mức tiền dự trữ không thể cân xứng với một số tiền gửi có thể phát séc lớn đến chừng ấy ; cần có nhiều tiền dự trữ hơn bởi vì tiền dự trữ bắt buộc cho số tiền gửi có thể phát séc này đã tăng. Sự thiếu hụt lúc ấy nghĩa là các ngân hàng phải thu nhỏ các món tiền cho vay của họ, việc này làm giảm bớt tiền gửi và do đó giảm lượng tiền cung ứng. Lượng tiền cung ứng giảm so với mức của MB , mức đó đã giữ nguyên không đổi, cho thấy rằng số nhân tiền cũng đã giảm. Một cách khác để xem xét việc này là nhận ra rằng khi r_D cao hơn, thì mức mở rộng bội số tiền gửi có thể phát séc giảm đi. Với mức mở rộng bội số tiền gửi giảm đi đó, số nhân tiền phải giảm⁽⁶⁾.

Chúng ta có thể kiểm nghiệm rằng sự phân tích trước đây là đúng qua việc xem xét điều gì xảy ra cho số nhân tiền trong ví dụ bằng số khi r_D tăng từ 10 đến 15%. Số nhân tiền đó trở thành :

$$m = \frac{1 + 0,50}{[0,50 + 0,001 + 0,50]} = \frac{1,500}{0,651} = 2,30$$

Còn số này, như chúng ta dự đoán trước đây, nhỏ hơn 2,50.

Sự phân tích vừa được thực hiện cũng có thể được áp dụng cho trường hợp trong đó tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc giảm. Trong trường hợp này, mức mở rộng bội số tiền gửi có thể phát séc tăng lên bởi vì cùng một mức tiền dự trữ nay có thể làm cân xứng cho nhiều tiền gửi có thể phát séc hơn, và số nhân tiền sẽ tăng. Ví dụ, nếu r_D giảm từ 10 đến 5%, khi điền giá trị này vào công thức số nhân tiền tệ (giữ tất cả các biến số khác không đổi) ta được một số nhân tiền là :

(6) Kết quả này có thể được chứng minh theo đại số học như sau : Khi r_D tăng, mẫu số của số nhân tiền tăng và do đó số nhân tiền phải giảm.

$$m = \frac{1 + 0,50}{[0,50 + 0,001 + 0,50]} = \frac{1,500}{0,551} = 2,72$$

trị số này cao hơn trị số ban đầu 2,50.

Nay chúng ta có thể phát biểu kết quả sau : *Số nhân tiền và lượng tiền cung ứng có tương quan nghịch với tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc, r_D .*⁽⁷⁾

Những thay đổi về tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc (C/D). Tiếp theo, điều gì xảy ra cho số nhân tiền khi thái độ cư xử của người gửi tiền làm cho (C/D) tăng, với tất cả các biến số khác giữ nguyên ? Một sự tăng (C/D) nghĩa là những người gửi tiền đang chuyển đổi một số tiền gửi có thể phát séc sang tiền mặt. Như đã trình bày trước đây, tiền gửi có thể phát séc tham dự vào việc mở rộng bội số trong khi tiền mặt không như vậy. Do đó khi tiền gửi có thể phát séc đang được chuyển đổi thành tiền mặt, có một sự chuyển đổi từ một thành phần của lượng tiền cung ứng tham dự vào sự mở rộng bội số sang một thành phần không như vậy. Mức mở rộng bội số tổng quát giảm xuống và số nhân tiền cũng phải như vậy.⁽⁸⁾

Việc lập luận này được khẳng định bởi ví dụ bằng số trong đó (C/D) tăng từ 0,5 tới 0,75. Số nhân tiền lúc ấy giảm từ 2,50 tới :

$$m = \frac{1 + 0,75}{[0,10 + 0,001 + 0,75]} = \frac{1,750}{0,851} = 2,06$$

(7) Trước tháng 9 năm 1990, dự trữ bắt buộc của Dự trữ Liên bang với tiền gửi có kỳ hạn cũng như tiền gửi có thể phát séc. Một sự cải thiện trong phân tích nói trên để phản ánh tình trạng trước năm 1990 là không phức tạp. Nếu chúng ta giả sử rằng tiền gửi có kỳ hạn (T) tăng tỉ lệ với tiền gửi có thể phát séc thì do đó (T/D) là một hằng số. Khi đó chúng ta chỉ cần thừa nhận rằng trong các công thức trên đây tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc, r_D phải được thay thế bởi $[r_D + r_T \cdot (T/D)]$ trong đó r_T là tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có kỳ hạn. Sự hiệu chỉnh trực giác đáng sau sự thay thế này là với mỗi đô la tiền gửi có thể phát séc có (T/D) đô la tiền gửi có kỳ hạn và mỗi (T/D) đô la tiền gửi có kỳ hạn này có tiền dự trữ bắt buộc là $r_T \cdot (T/D)$. Như thế tổng số tiền dự trữ bắt buộc mà các ngân hàng phải có cho mỗi đô la tiền gửi có thể phát séc là điều kiện bắt buộc r_D của Fed cộng với số tiền bổ sung này sinh từ các món tiền gửi có kỳ hạn, $r_T \cdot (T/D)$. Chú ý rằng một sự tăng tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc của tiền gửi có kỳ hạn, r_T , hoặc một sự tăng của tỉ lệ tiền gửi có kỳ hạn - tiền gửi có thể phát séc, (T/D) thực tế làm tăng số tiền dự trữ bắt buộc cho mỗi đô la tiền gửi có thể phát séc và như thế làm giảm số nhân tiền và lượng tiền cung ứng.

(8) Chừng nào $r_D + (ER/D)$ còn nhỏ hơn 1 (như trường hợp đúng các con số thực tế ở trên), một sự tăng (C/D) làm tăng mẫu số của số nhân tiền theo tỉ lệ nhiều hơn so với nó tăng tử số của số nhân đó. Sự tăng (C/D) làm cho số nhân tiền giảm.

Nay chúng ta đã chứng minh một kết quả khác : **số nhân tiền và lượng tiền cung ứng có tương quan nghịch với tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc (C/D).**

Thay đổi về tỉ lệ dự trữ quá mức (ER/D). Khi các ngân hàng tăng tài sản tiền dự trữ quá mức của họ so với tiền gửi có thể phát séc, thì hệ thống hoạt động ngân hàng thực tế có ít tiền dự trữ hơn để cân xứng với số tiền có thể phát séc. Việc này nghĩa là khi cho cùng một mức MB , các ngân hàng sẽ thu hẹp các món tiền cho vay của mình tạo ra một sự sụt giảm về mức tiền gửi có thể phát séc và một sự sụt giảm về lượng tiền cung ứng và như thế số nhân tiền đó cũng sẽ sụt giảm.⁽⁹⁾

Việc suy luận này được chứng minh trong ví dụ bằng số khi (ER/D) tăng từ 0,001 tới 0,005. Số nhân tiền trong trường hợp này giảm từ 2,50 tới

$$m = \frac{1 + 0,50}{[0,10 + 0,005 + 0,50]} = \frac{1,500}{0,605} = 2,48$$

Chú ý rằng tuy tỉ lệ tiền dự trữ quá mức - tiền gửi có thể phát séc đã tăng 5 lần, đã chỉ có một sự sụt giảm nhỏ của số nhân tiền đó. Sự sụt giảm này nhỏ như thế bởi vì trong những năm gần đây tỉ lệ (ER/D) đã cực kỳ nhỏ, do đó các thay đổi của nó chỉ có một tác động nhỏ đối với số nhân tiền đó. Tuy nhiên, đã có những thời kỳ khác trong lịch sử, nhất là trong cuộc Đại suy thoái, lúc ấy tỉ lệ này đã cao hơn nhiều do đó các thay đổi của nó đã từng có các tác dụng quan trọng đối với lượng tiền cung ứng và số nhân tiền lúc đó. Như thế kết quả cuối cùng của chúng ta vẫn là một kết quả quan trọng. **Số nhân tiền và lượng tiền cung ứng có tương quan nghịch với tỉ lệ tiền dự trữ quá mức - tiền gửi có thể phát séc. (ER/D).**

Các yếu tố phụ xác định lượng tiền cung ứng

Để hoàn chỉnh mô hình lượng tiền cung ứng, chúng ta chỉ cần nhớ lại rằng cơ sở tiền tệ được tạo ra từ 2 thành phần : (1) cơ sở tiền tệ không vay (MB_n), nó được sự kiểm soát trực tiếp của Fed thông qua các nghiệp vụ thị trường tự do và (2) các

(9) Kết quả này có thể được chứng minh bằng đại số như sau : Khi (ER/D) tăng, mẫu số của số nhân tiền tăng do đó số nhân tiền đó phải giảm.

món cho vay chiết khấu (DL), trong đó các quyết định của các ngân hàng giữ một vai trò song song với việc ấn định lãi suất chiết khấu của Fed. Sử dụng định nghĩa $MB = MB_n + DL$, chúng ta có thể viết lại mô hình lượng tiền cung ứng như sau :

$$M = m \times [MB_n + DL] \quad (15.5)$$

trong đó số nhân tiền m được định nghĩa như trong phương trình (15.4). Như thế, ngoài các tác dụng của tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc, tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc và tỉ lệ tiền dự trữ quá mức đối với lượng tiền cung ứng, mô hình mở rộng định ra rằng lượng tiền cung ứng bị tác động bởi những thay đổi của MB_n và DL . Do số nhân tiền là dương, phương trình (15.5) cho chúng ta biết ngay rằng lượng tiền cung ứng có tương quan thuận với cả cơ sở tiền tệ không vay và các món cho vay chiết khấu. Tuy nhiên vẫn cần phát triển trực giác cho kết quả này.

Những thay đổi trong cơ sở tiền tệ không vay (MB_n). Như đã trình bày ở phần đầu chương này, các vụ mua trên thị trường tự do của Fed làm tăng cơ sở tiền tệ không vay, trong khi các vụ bán trên thị trường tự do của họ làm giảm nó. Khi giữ tất cả các biến số khác không đổi, một sự tăng MB_n phát sinh từ một vụ mua trên thị trường tự do làm tăng số lượng tiền của cơ sở tiền tệ sẵn sàng để cân xứng với tiền mặt và tiền gửi do đó lượng tiền cung ứng đó sẽ tăng. Tương tự, một vụ bán trên thị trường tự do, nó làm giảm MB_n , sẽ thu hẹp số lượng tiền của cơ sở tiền tệ sẵn sàng để cân xứng với tiền mặt và tiền gửi, do đó làm cho lượng tiền cung ứng giảm.

Chúng ta có kết quả sau : **Lượng tiền cung ứng có tương quan thuận với cơ sở tiền tệ không vay, MB_n .**

Các thay đổi về tiền vay chiết khấu từ Fed (DL). Với cơ sở tiền tệ không vay (MB_n) không đổi, có thêm tiền vay chiết khấu từ Fed sẽ mang lại các khoản tiền dự trữ bổ sung (do đó có thêm MB) cho hệ thống ngân hàng, chúng được dùng để cân xứng với nhiều tiền mặt và tiền gửi hơn. Nếu các ngân hàng giảm vay chiết khấu của họ, khi tất cả các biến số khác được giữ không đổi, số tiền của MB sẵn có để cân xứng với tiền mặt và tiền gửi sẽ giảm, khiến lượng tiền cung ứng giảm.

Kết quả sau cùng của chúng ta là : **lượng tiền cung ứng có tương quan thuận với tiền vay chiết khấu từ Fed, DL .**

Nhận xét chung

Bây giờ chúng ta có một mô hình của quá trình cung ứng tiền tệ trong đó 3 trong số những nhân tố tác động - Dự trữ Liên bang, những người gửi tiền, và các ngân hàng - trực tiếp tác động đến lượng tiền cung ứng. Dự trữ Liên bang là một nhân tố tác động quan trọng bởi vì nó kiểm soát cả cơ sở tiền tệ không vay (MB_n) thông qua các nghiệp vụ thị trường tự do và tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc, r_D . Những người gửi tiền có ý nghĩa quan trọng bởi vì họ quyết định tỉ lệ (C/D) . Các ngân hàng là quan trọng do các quyết định của họ về tỉ lệ tiền dự trữ quá mức (ER/D) , và do cho vay chiết khấu, DL , từ Fed. Như chúng ta sẽ thấy ở chương sau, nhân tố tác động thứ 4 (người vay từ các ngân hàng) tham dự một cách gián tiếp bằng việc tác động đến các quyết định của ngân hàng về (ER/D) và DL .

Để giúp đỡ việc nghiên cứu, Bảng 15.1 tổng kết sự đáp ứng của lượng tiền cung ứng ($M1$) đối với các thay đổi của tất cả các biến số này. Mũi tên đi lên ($\uparrow$) cho biết sự tăng lên, trong khi đó mũi tên đi xuống ($\downarrow$) cho biết sự sụt giảm.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để cải thiện sự hiểu biết của bạn về quá trình cung ứng tiền tệ, hãy nghiên cứu một cách từ từ cái logic đằng sau các kết quả ở Bảng 15.1 thay vì việc chỉ nhớ các kết quả ấy. Sau đó hãy xem liệu bạn có thể cấu trúc bảng riêng của bạn trong đó tất cả các biến số giảm thay vì tăng.

ỨNG DỤNG

VIỆC GIẢI THÍCH CÁC BIẾN ĐỔI CỦA LƯỢNG TIỀN CUNG ỨNG 1980 - 1990

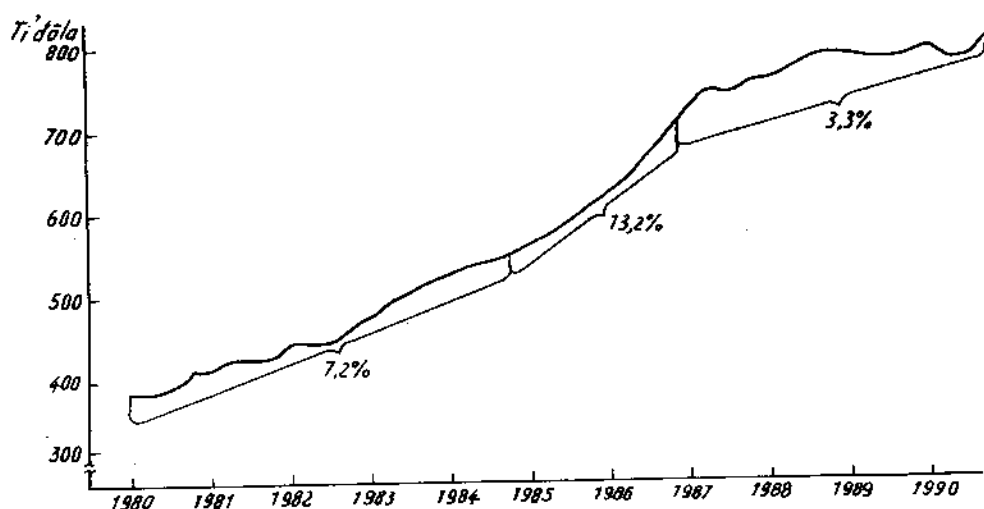
Để làm đầy đủ sự hiểu biết của bạn về quá trình cung ứng tiền tệ, bạn phải hiểu được cái gì thúc đẩy những quyết định của những người gửi tiền và của các ngân hàng. Nhưng trước khi xem xét thái độ cư xử của ngân hàng và của người gửi tiền ở Chương 16, bạn sẽ phải xem liệu mô hình quá trình cung ứng tiền tệ được xây dựng ở đây có giúp bạn hiểu được các biến đổi gần đây của lượng tiền cung ứng hay không.

Bảng 15.1. Tổng kết : Đáp ứng của lượng tiền cung ứng đối với các thay đổi của MB_n , DL , r_D , $\{ER/D\}$, và $\{C/D\}$.

Thay đổi của biến số		Dáp ứng của lượng tiền cung ứng
MB_n	↑	↑
DL	↑	↑
r_D	↑	↓
$\{ER/D\}$	↑	↓
$\{C/D\}$	↑	↓

Chú ý : Chỉ sự tăng (↑) của các biến số được nêu ra, tác dụng sự giảm của các biến số đối với lượng tiền cung ứng sẽ ngược lại với các chiều mũi tên chỉ ra ở cột thứ 2.

Chúng ta xem xét các biến đổi của lượng tiền cung ứng từ năm 1980 đến năm 1990, một giai đoạn đặc biệt đáng quan tâm bởi vì mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng đã biểu lộ sự biến thiên lớn khác thường.



Hình 15.1. Lượng tiền cung ứng ($M1$) : 1980 - 1990.

Hình 15.1 cho thấy các biến đổi của lượng tiền cung ứng ($M1$) từ năm 1980 đến năm 1990, với các số phần trăm bên cạnh dấu ngoặc cho biết mức tăng trưởng (mức hàng năm) cho giai đoạn nằm trong dấu ngoặc đó, ví dụ từ tháng giêng năm 1980 đến tháng 10 năm 1984 lượng tiền cung ứng đã tăng ở mức 7,2% một năm. Tính chất biến động của sự tăng trưởng tiền tệ trong giai đoạn 1980 -

1990 rất rõ ràng, dao động từ 7,2% đến 13,2% và giảm trở lại 3,3%. Điều gì giải thích các dao động sắc nét về các mức tăng trưởng lượng tiền cung ứng này?

Mô hình lượng tiền cung ứng, như được trình bày ở phương trình (15.5), gợi ra rằng các biến đổi của lượng tiền cung ứng mà chúng ta thấy ở Hình 15.1 được giải thích do những thay đổi của $MB_n + DL$ (cơ sở tiền tệ không vay cộng các món vay chiết khấu) hoặc bởi những thay đổi của m (số nhân tiền). Hình 15.2 vẽ ra các biến số này cho thấy các mức tăng trưởng của chúng trong cùng các giai đoạn đã được đặt trong các dấu ngoặc như ở Hình 15.1. Chú ý rằng số nhân tiền m dao động trong dải khá hẹp giữa 2,7 và 3,0.

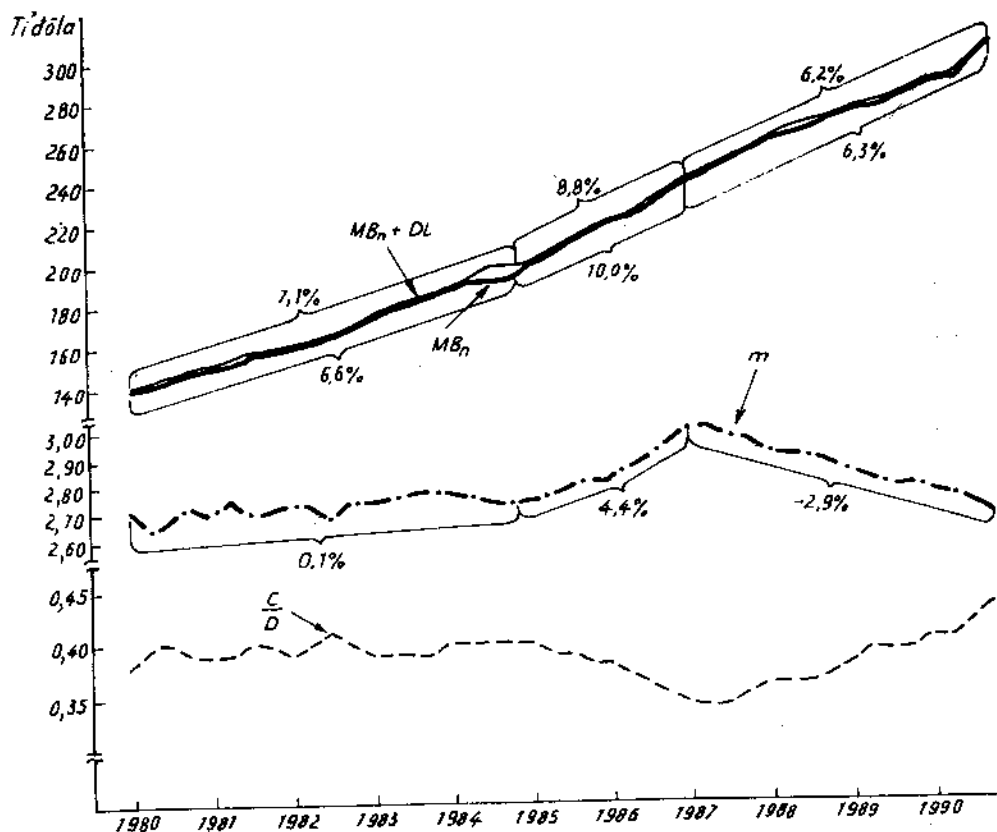
Qua toàn bộ giai đoạn đó, mức tăng trưởng trung bình của lượng tiền cung ứng (7,0%) được giải thích khá tốt bởi mức tăng trưởng trung bình của cơ sở tiền tệ không vay MB_n (7,2%). Ngoài ra, chúng ta thấy rằng phần DL hiếm khi là một nguồn quan trọng gây ra dao động ở lượng tiền cung ứng bởi vì $MB_n + DL$ gần bó với MB_n , ngoại trừ giai đoạn bất bình thường vào năm 1984 khi tiền vay chiết khấu đã tăng lên một cách mạnh mẽ. (Fed đã cho Continental Illinois Bank lúc ấy đang gặp khó khăn tài chính vay 5 tỉ đôla).

Kết luận rút ra từ sự phân tích này như sau : *Qua các giai đoạn dài, yếu tố quyết định của những biến đổi của lượng tiền cung ứng là cơ sở tiền tệ không vay (MB_n), cơ sở này được nghiệp vụ thị trường tự do của Dự trữ Liên bang kiểm soát.*

Đối với những giai đoạn ngắn hơn, sự liên hệ giữa các mức tăng trưởng của cơ sở tiền tệ không vay và lượng tiền cung ứng không phải luôn luôn khít khao, trước hết là bởi vì số nhân tiền (m) có những dao động hành trình rất ngắn, những dao động này có một tác động chính yếu đối với mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng. Tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc (C/D), nó cũng được vẽ trên Hình 15.2, giải thích phần lớn các biến đổi của số nhân tiền đó.

Từ tháng 1 năm 1980 tới tháng 10 năm 1984 (C/D) là tương đối ít thay đổi. Không có gì đáng ngạc nhiên là hầu như không có xu hướng rõ rệt nào trong số nhân tiền, m , do đó mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng và cơ sở tiền tệ không vay có độ lớn tương tự. Biến đổi theo chiều tăng lên của số nhân tiền từ tháng 10 năm 1984 đến tháng 12 năm 1986 được giải thích bởi xu thế đi xuống của tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc. Sự sụt giảm của (C/D) nghĩa là đã có một sự di chuyển từ một thành phần của lượng tiền cung ứng với sự mở rộng bội số ít hơn (tiền mặt) sang một thành phần khác (tiền gửi có thể phát séc) với sự mở rộng bội số nhiều hơn, do đó số nhân tiền đã tăng lên. Trong giai đoạn từ

tháng 12 năm 1986 đến tháng 12 năm 1990, (C/D) đã trải qua một sự tăng quan trọng. Sự tăng này sẽ dẫn đến một sự sụt giảm của số nhân tiền bởi vì đã có một sự di chuyển từ tiền gửi có thể phát séc (có sự mở rộng bội số nhiều hơn) sang tiền mặt (có sự mở rộng bội số ít hơn). Như mô hình cung ứng đã báo trước, quả thực số nhân tiền đã sụt giảm trong giai đoạn này và đã có một sự chậm lại rõ rệt của mức tăng trưởng tiền tệ.



Hình 15.2. Các yếu tố quyết định của lượng tiền cung ứng : 1980 - 1990.

Nguồn tài liệu : *Federal Reserve Bulletin* và *Citibase Databank*.

Tuy việc nghiên cứu giai đoạn 1980 - 1990 cho thấy rằng các yếu tố như những thay đổi của tỉ lệ (C/D) có thể có tác động quan trọng đối với lượng tiền cung ứng qua các phân giai đoạn ngắn, chúng ta không được quên rằng qua toàn bộ giai đoạn bao trùm lên các phân giai đoạn ấy mức tăng trưởng của lượng tiền cung ứng được liên hệ một cách chặt chẽ vào mức tăng trưởng của cơ sở tiền tệ không vay, MB_n . Thực vậy, bằng chứng kinh nghiệm gợi ra rằng 3/4 các dao

động của lượng tiền cung ứng có thể được coi là do những nghiệp vụ thị trường tự do của Fed tạo ra, chính những nghiệp vụ này xác định MB_n .

TÓM TẮT

1. Chương này phát triển một mô hình mô tả việc lượng tiền cung ứng được xác định như thế nào. Trước hết, chúng ta hãy xem cơ chế tiền tệ được xác định như thế nào và vì sao nó dễ được kiểm soát hơn so với tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng. Thứ 2, chúng ta liên hệ cơ sở tiền tệ với lượng tiền cung ứng qua việc sử dụng khái niệm về số nhân tiền, nó cho chúng ta biết lượng tiền cung ứng thay đổi bao nhiêu khi có một thay đổi của cơ sở tiền tệ.

2. Một vụ mua trên thị trường tự do làm tăng cơ sở tiền tệ và một vụ bán trên thị trường tự do làm giảm nó. Cơ sở tiền tệ cũng thay đổi kiểu một - một với những thay đổi của tiền vay chiết khấu từ Fed.

Cơ sở tiền tệ có thể được tách ra làm 2 thành phần : Thứ nhất, cơ sở tiền tệ không vay, nằm dưới sự kiểm soát trực tiếp của Fed bởi vì nó là kết quả của các nghiệp vụ thị trường tự do ; thứ 2, thành phần được tạo ra từ tiền vay chiết khấu, không chịu sự kiểm soát chặt chẽ của Fed bởi vì các quyết định

của các ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định thành phần này.

3. Lượng tiền cung ứng nó tương quan nghịch đảo với tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc, r_D , với tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc $\{C/D\}$, và với tỉ lệ tiền dự trữ quá mức $\{ER/D\}$. Nó có tương quan thuận với mức tiền vay chiết khấu từ Fed, DL , và với cơ sở tiền tệ không vay, MB_n , cơ sở này được xác định bởi các nghiệp vụ thị trường tự do của Fed. Do đó, mô hình cung ứng tiền tệ chú ý đến thái độ cư xử của cả 4 tác nhân của quá trình cung ứng tiền tệ : Fed qua việc đặt ra các tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc và các nghiệp vụ thị trường tự do ; những người gửi tiền qua các quyết định của họ về tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc ; các ngân hàng qua các quyết định của họ về tỉ lệ tiền dự trữ quá mức và tiền vay chiết khấu từ Fed ; và những người vay tiền từ ngân hàng gián tiếp qua các tác động của họ đến các quyết định của ngân hàng đối với tỉ lệ tiền dự trữ quá mức và đối với tiền vay chiết khấu từ Fed.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Nếu Fed bán 2 triệu đôla trái khoán cho First National Bank, điều gì xảy ra cho tiền dự trữ và cơ sở tiền tệ ? Hãy giải thích tác lời của hạn bằng tài khoản T.

*2. Nếu Fed bán 2 triệu đôla trái khoán cho nhà đầu tư Ivring, ông này thanh toán chúng bằng một cặp chứa đầy tiền mặt, điều gì xảy ra cho tiền dự trữ và cơ sở tiền tệ ?

Hãy giải thích trả lời của bạn bằng tài khoản T.

3. Nếu Fed cho 5 ngân hàng vay một khoản tiền bổ sung 100 triệu đôla nhưng những người gửi tiền rút 50 triệu đôla ở dạng tiền mặt, điều gì xảy ra cho tiền dự trữ và cơ sở tiền tệ? Hãy giải thích trả lời của bạn bằng tài khoản T.

*4. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hay không rõ ràng: "Số nhân tiền nhất thiết lớn hơn 1". Hãy giải thích.

5. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai, hay không rõ ràng: "Nếu dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc được đặt ở mức zero, lượng mở rộng bội số tiền gửi sẽ lớn vô cùng". Hãy giải thích.

*6. Trong những năm Đại suy thoái, 1930-1933, tỉ lệ $\{C/D\}$ đã tăng rất mạnh. Theo bạn điều gì đã xảy ra đối với lượng tiền cung ứng và vì sao như vậy?

7. Trong cuộc Đại suy thoái, tỉ lệ $\{ER/D\}$ đã tăng rất mạnh. Theo bạn điều gì đã xảy ra đối với lượng tiền cung ứng và vì sao như vậy?

*8. Các séc du lịch không có dự trữ bắt buộc và chúng được liệt vào số dư lượng tiền cung ứng $M1$. Khi dân chúng đi du lịch trong mùa hè và chuyển đổi một số tài khoản của họ sang séc du lịch, điều gì xảy ra cho lượng tiền cung ứng? Và vì sao như vậy?

9. Nếu Jane Brown đóng tài khoản của cô ở First National Bank và dùng tiền ấy để mở tài khoản quỹ tương trợ thị trường tiền tệ thì điều gì xảy ra cho $M1$, $M2$? Và vì sao như vậy?

*10. Một số nhà kinh tế vừa gợi ý rằng các dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc và tiền gửi có kỳ hạn phải được đặt ngang nhau vì điều đó sẽ cải thiện việc kiểm soát $M2$. Ý kiến này có ý nghĩa gì? (gợi ý: hãy nghĩ về việc gì xảy ra khi tiền gửi có thể phát séc được chuyển đổi thành tiền gửi có kỳ hạn và ngược lại).

SỬ DỤNG PHÂN TÍCH KINH TẾ ĐỂ DỰ BÁO TƯƠNG LAI

11. Hãy dự báo điều gì xảy ra cho lượng tiền cung ứng nếu Fed tăng r_D .

*12. Fed mua 100 triệu đôla trái khoán từ công chúng và cũng hạ thấp r_D . Điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng?

13. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng nếu có một sự tăng mạnh tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc?

*14. Nếu Fed bán 1 triệu đôla trái khoán và các ngân hàng giảm tiền vay chiết khấu 1 triệu đôla, hãy dự báo điều gì xảy ra cho lượng tiền cung ứng.

15. Nếu các ngân hàng vay một khoản bổ sung là 1 triệu đôla từ Fed và cũng giảm $\{ER/D\}$, điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng?

PHỤ LỤC CHƯƠNG 15

Số nhân tiền đối với $M2$

Việc dẫn xuất số nhân tiền cho định nghĩa tiền $M2$ chỉ đòi hỏi những cái biến nhỏ cho sự phân tích trong chương này. Định nghĩa $M2$ là :

$$M2 \equiv D + C + T + MMF$$

trong đó C = tiền mặt

D = tiền gửi có thể phát séc

T = tiền gửi có kỳ hạn

MMF = chủ yếu là các cổ phần vốn quỹ tương trợ thị trường tiền tệ, và các tài khoản tiền gửi thị trường tiền tệ, cộng với các hợp đồng mua lại qua đêm và đòla châu Âu qua đêm.

Một lần nữa chúng ta giả sử rằng tất cả các biến số ở trên tăng một cách tỉ lệ với tiền gửi có thể phát séc, do đó các tỉ lệ $\{C/D\}$, $\{T/D\}$, và $\{MMF/D\}$ được coi là các hằng số. Thay C bởi $\{C/D\} \times D$, T bởi $\{T/D\} \times D$ và MMF bởi $\{MMF/D\} \times D$ trong định nghĩa $M2$ trên đây :

$$\begin{aligned} M2 &= D + (\{C/D\} \times D) + (\{T/D\} \times D) + (\{MMF/D\} \times D) = \\ &= [1 + \{C/D\} + \{T/D\} + \{MMF/D\}] \times D \end{aligned}$$

Khi thay thế biểu thức của D từ phương trình (15.2) trong chương này chúng ta có⁽¹⁾ :

$$M2 = \frac{1 + \{C/D\} + \{T/D\} + \{MMF/D\}}{[r_D + \{ER/D\} + \{C/D\}]} \times MB \quad (A15.1)$$

(1). Theo sự dẫn xuất ở đây, rõ ràng rằng lượng tiền gửi có thể phát séc D , không bị tác động bởi tỉ lệ người gửi tiền $\{TD\}$ và $\{MMFD\}$ mặc dù tiền gửi có kỳ hạn và các cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ được bao gồm vào $M2$. Đây chính là kết quả của việc không có dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có kỳ hạn và các cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ do đó T và MMF không xuất hiện trong bất kỳ phương trình dẫn xuất D nào trước đây trong chương này.

Để thấy công thức này hàm ý gì về số nhân tiền $M2$, chúng ta tiếp tục với cũng ví dụ bằng số ở trong chương này, với thông tin bổ sung là $T = 2400$ tỉ đô la và $MMF = 400$ tỉ đô la do đó $(T/D) = 3,00$ và $(MMF/D) = 0,50$. Giá trị thu được của số nhân tiền tệ cho $M2$ ($m2$) là

$$m2 = \frac{1 + 0,50 + 300 + 0,5}{[0,10 + 0,001 + 0,50]} = \frac{5,000}{0,601} = 8,32.$$

Một đặc điểm nổi bật quan trọng của số nhân tiền $M2$ là ở chỗ nó nằm cao hơn số nhân tiền $M1$ là 2,50 mà chúng ta thấy ở trong chương này. Khái niệm cốt lõi để hiểu rõ sự khác nhau này là ở chỗ một tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc thấp hơn đối với tiền gửi hoặc đối với một cổ phần vốn của quỹ tương trợ thị trường tiền tệ có nghĩa là nó tham dự vào sự mở rộng bội số nhiều hơn, bởi vì cần ít tiền dự trữ hơn để cân xứng với cùng một số tiền. Các món tiền gửi có kỳ hạn và MMF có tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc thấp hơn so với tiền gửi có thể phát séc - zero - và do đó chúng sẽ có sự mở rộng bội số nhiều hơn so với các món tiền gửi có thể phát séc.

Như thế, mức mở rộng bội số tổng quát đối với tổng tiền gửi này sẽ lớn hơn so với mức mở rộng bội số chỉ riêng cho tiền gửi có thể phát séc, và số nhân tiền $M2$ sẽ lớn hơn so với số nhân tiền $M1$.

ĐÁP ỨNG CỦA SỐ NHÂN TIỀN $M2$ ĐỐI VỚI NHỮNG THAY ĐỔI VỀ TỈ LỆ, NGƯỜI GỬI TIỀN VÀ TỈ LỆ TIỀN DỰ TRỮ BẮT BUỘC

Đáp ứng đối với những thay đổi về r_D , (C/D) , và (ER/D) . Việc lập luận kinh tế khi phân tích tác dụng của những thay đổi về tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc và tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc đối với số nhân tiền $M2$ là tương tự với việc lập luận được dùng cho số nhân tiền $M1$ trong chương này. Một sự tăng của tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc, r_D , sẽ làm giảm mức mở rộng bội số tiền gửi, như thế hạ thấp số nhân tiền $M2$. Một sự tăng tỉ lệ (C/D) nghĩa là những người gửi tiền đã chuyển đổi tiền gửi có thể phát séc sang tiền mặt và do tiền mặt không có sự mở rộng bội số tiền gửi, mức mở rộng bội số tiền gửi tổng quát đối với $M2$ cũng phải giảm, đồng thời hạ thấp số nhân tiền $M2$. Một sự tăng của tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, (ER/D) , nghĩa là các ngân hàng dùng ít tiền dự trữ hơn để cân xứng với tiền gửi, do đó tiền gửi và số nhân tiền $M2$ giảm.

Như thế chúng ta có cùng những kết luận đã tìm được cho số nhân tiền $M1$:
Số nhân tiền $M2$ và lượng tiền cung ứng $M2$ có tương quan nghịch với tỉ

lệ tiền dự trữ bắt buộc, r_D , với tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc, $\{C/D\}$, và tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, $\{ER/D\}$.

Đáp ứng đối với các thay đổi $\{T/D\}$ và $\{MMF/D\}$. Một sự tăng của $\{T/D\}$ hoặc $\{MMF/D\}$ dẫn đến một sự tăng của số nhân tiền M_2 , bởi vì các tỉ lệ dự trữ bắt buộc đối với các món tiền gửi có kỳ hạn và đối với các cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ là zero và do đó thấp hơn so với tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc.

Cả tiền gửi có kỳ hạn và cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đều tham dự vào sự mở rộng bội số tiền gửi nhiều hơn so với tiền gửi có thể phát séc. Như thế, một sự chuyển đổi từ tiền gửi có thể phát séc sang tiền gửi có kỳ hạn hoặc sang các cổ phần quỹ tương trợ thị trường tiền tệ đồng thời làm tăng $\{T/D\}$ hoặc $\{MMF/D\}$ hàm nghĩa là mức mở rộng bội số tổng quát sẽ tăng, đồng thời làm tăng số nhân tiền M_2 .

Một sự giảm của $\{T/D\}$ hoặc $\{MMF/D\}$ sẽ dẫn đến mức mở rộng bội số tiền gửi tổng quát giảm đi và số nhân tiền M_2 sẽ giảm đi, đưa đến kết luận sau : **Số nhân tiền M_2 và lượng tiền cung ứng M_2 có tương quan thuận với cả tỉ lệ tiền gửi có kỳ hạn - tiền gửi có thể phát séc, $\{T/D\}$, và tỉ lệ quỹ thị trường tiền tệ - tiền gửi có thể phát séc $\{MMF/D\}$.**

Sự đáp ứng của số nhân tiền M_2 đối với tất cả các tỉ lệ thuộc người gửi tiền và tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc được tổng kết ở Bảng 15A.1.

Bảng 15A.1. Tóm tắt : Đáp ứng của số nhân tiền M_2 đối với những thay đổi r_D , $\{C/D\}$, $\{ER/D\}$, $\{T/D\}$ và $\{MMF/D\}$

Thay đổi của biến số	Đáp ứng của số nhân tiền M_2	
r_D	↑	↓
$\{C/D\}$	↑	↓
$\{ER/D\}$	↑	↓
$\{T/D\}$	↑	↑
$\{MMF/D\}$	↑	↑

Ghi chú : Chỉ giới thiệu các sự tăng (↑) của các biến số ; các tác dụng của những sự giảm các biến số đối với số nhân tiền sẽ ngược với những chiều, mũi tên nêu ở cột 2 của bảng.

CHƯƠNG 16

Giải thích thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng : mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ

LỜI DẪN

Trong 2 chương trước đây, chúng ta đã phát triển theo từng bước các kiến thức cần thiết tìm hiểu quá trình cung ứng tiền. Chúng ta trước hết đã thấy tiền gửi được tạo ra như thế nào, và sau đó chúng ta đã phát triển một số nhân tiền trong đó thái độ cư xử của người gửi tiền của ngân hàng đóng một vai trò quan trọng trong quá trình tạo ra tiền gửi. Tuy nay chúng ta hiểu thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng có tác dụng gì đến lượng tiền cung ứng, nhưng chúng ta còn chưa biết vì sao những người gửi tiền hoặc các ngân hàng chọn cách này hay cách khác để cư xử. Chương này làm đầy đủ cho sự phát triển mô hình lượng tiền cung ứng bằng cách giải thích thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng.

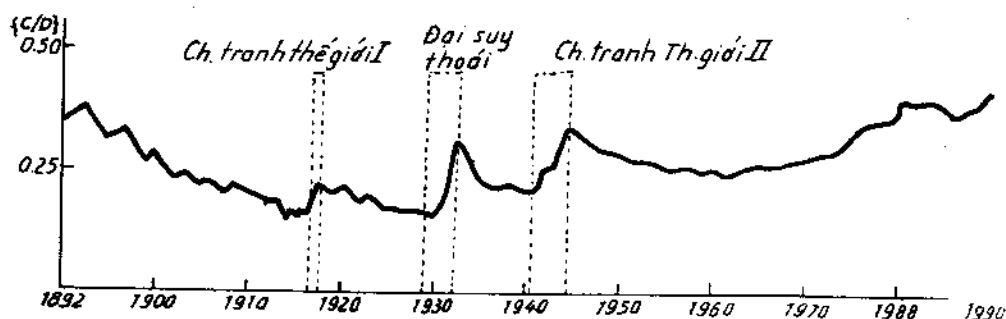
Tuy khá đơn giản về cấu trúc, mô hình đầy đủ đã được dùng làm cơ sở cho nhiều phân tích về lượng tiền cung ứng do các nhà kinh tế thực hành thuộc giới

tư nhân và của chính phủ thực hiện. Ví dụ, mô hình được dùng ở ban lãnh đạo cơ quan Dự trữ Liên bang để dự báo phân tích chính sách. Trong Chương này và các chương sau, chúng ta sẽ sử dụng mô hình đó để tìm hiểu những khó khăn mà Dự trữ Liên bang gặp phải trong việc chỉ đạo chính sách tiền tệ. Mô hình đó sẽ mang lại cho bạn các giải đáp đối với một số câu hỏi mà những người vạch chính sách ở Mỹ phải trả lời khi xây dựng các chính sách kinh tế của họ : Các điều kiện của thị trường tiền tệ tác động đến lượng tiền cung ứng như thế nào ? Dự trữ Liên bang kiểm soát lượng tiền cung ứng như thế nào ? Các yếu tố nào khiến cho việc kiểm soát lượng tiền cung ứng trở thành một vấn đề khó khăn đối với Fed ? Các vụ hoảng loạn ngân hàng xảy ra như thế nào và tác dụng của chúng đối với lượng tiền cung ứng là gì ? Các dự đoán về tương lai tác động đến lượng tiền cung ứng như thế nào ?

HÌNH THÁI DIỄN BIẾN CỦA TỈ LỆ TIỀN MẶT - TIỀN GỬI CÓ THỂ PHÁT SÉC {CD}

Hình dạng chung của những biến đổi của tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc, $\{C/D\}$, từ năm 1892 được nêu trên Hình 16.1. Như bạn có thể thấy, có một vài đoạn nổi bật lên :

1. Chiều hướng đi xuống của tỉ lệ này từ năm 1892 đến tận năm 1917 khi nước Mỹ đi vào Chiến tranh Thế giới I.
2. Sự tăng sắc nét của tỉ lệ này trong thời gian Chiến tranh Thế giới I và đi xuống sau đó.
3. Sự tăng dốc ngược của tỉ lệ này mà chúng ta thấy trên hình, nó xảy ra trong suốt thời kỳ của những năm Đại suy thoái từ năm 1930 đến năm 1933.



Hình 16.1. Tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc : 1892-1990

4. Sự tăng tỉ lệ này trong thời gian Chiến tranh Thế giới II.

5. Sự đảo chiều ở đầu những năm 1960 của xu hướng đi xuống của tỉ lệ này và sự tăng lên sau đó.

Để là một việc đáng giá, phân tích của chúng ta về $\{C/D\}$ phải có khả năng giải thích được các biến đổi này. Tuy nhiên, các biến đổi này sẽ giúp chúng ta phát triển sự phân tích đó bởi vì chúng cung cấp các đầu mối cho những yếu tố ảnh hưởng đến $\{C/D\}$.

Một phương pháp tự nhiên để đi vào sự phân tích số lượng tài sản có liên quan (tiền mặt và tiền gửi có thể phát séc) mà dân chúng muốn nắm giữ, và do đó tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc, là sử dụng lý thuyết lượng cầu tài sản được phát biểu ở Chương 5. Hãy nhớ lại rằng lý thuyết đó đưa ra 4 loại yếu tố ảnh hưởng đến lượng cầu một tài sản ví dụ như tiền mặt hoặc tiền gửi có thể phát séc: (1) toàn bộ tiềm lực kinh tế sẵn có cho các cá nhân, tức là của cải; (2) lợi tức dự tính đối với một tài sản so với lợi tức dự tính đối với các tài sản thay thế; (3) mức độ không chắc chắn hoặc rủi ro đi kèm với lợi tức từ một tài sản này so với các tài sản thay thế; vì (4) tính lỏng của một tài sản so với các tài sản thay thế. Bởi vì các yếu tố rủi ro và tính lỏng đã không thay đổi một cách độc lập đối với của cải và lợi tức dự kiến và dẫn đến các kết luận tương tự về các biến đổi lịch sử của $\{C/D\}$, chúng ta sẽ chỉ tập trung vào việc các yếu tố tác động đến của cải và lợi tức dự tính có ảnh hưởng đối với $\{C/D\}$ như thế nào.

Tác dụng của những thay đổi về của cải

Cái gì là sự đáp ứng tương đối của tiền mặt đối với tiền gửi có thể phát séc khi các tiềm lực kinh tế của một cá nhân thay đổi? Tiền mặt được sử dụng rộng rãi cho những người có ít thu nhập và ít của cải, điều đó có nghĩa là lượng cầu về tiền mặt tăng ít hơn theo tỷ lệ với việc tích lũy của cải: Ngược lại, các món tiền gửi có thể phát séc thuộc về những người có của cải nhiều hơn và tiền gửi có thể phát séc là ít cần thiết hơn. Nói cách khác, khi của cải tăng, tài sản tiền gửi có thể phát séc so với tài sản tiền mặt tăng lên, và số lượng tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc sẽ giảm, làm cho tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc $\{C/D\}$ giảm đi. Một sự giảm thu nhập sẽ dẫn đến một sự tăng tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc, khiến cho $\{C/D\}$ tăng lên. *Tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc có tương quan nghịch đối với thu nhập hoặc của cải.*

Tác dụng của những thay đổi về lợi tức dự tính

Phần thứ 2 của các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định nắm giữ tiền mặt hay tiền gửi có thể phát séc liên quan đến lợi tức dự tính đối với tiền gửi có thể phát

séc so với tiền mặt cũng như các tài sản khác. Ba yếu tố đầu tiên ảnh hưởng đến lợi tức dự tính và do đó tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc⁽¹⁾: (1) lãi suất đối với tiền gửi có thể phát séc, (2) các vụ hoảng loạn ngân hàng, và (3) hoạt động bất hợp pháp.

Lãi suất đối với tiền gửi có thể phát séc. Theo bản chất của nó, đồng tiền không thể thanh toán tiền lãi. Ngược lại các ngân hàng có thể và nhất định thanh toán tiền lãi cho tiền gửi có thể phát séc. Một mức đo lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc so với tiền mặt là lãi suất của nó. Khi lãi suất tăng lên, lý thuyết lượng cầu tài sản cho chúng ta biết rằng dân chúng sẽ muốn nắm giữ ít tiền mặt hơn so với tiền gửi có thể phát séc, và $\{C/D\}$ sẽ sụt giảm. Ngược lại, một sự giảm sút về lãi suất sẽ khiến cho $\{C/D\}$ tăng lên. **Tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc có tương quan nghịch đối với lãi suất thanh toán cho tiền gửi có thể phát séc.**

Giữa năm 1933 và năm 1980, các điều lệ đã cấm không cho các ngân hàng thanh toán tiền lãi cho phần lớn các món tiền gửi có thể phát séc⁽²⁾, trong khi trước năm 1933, các lãi suất này ở mức thấp và đã không trải qua các dao động quan trọng. Tuy nhiên, từ năm 1980 đến nay các ngân hàng đã được phép thanh toán một lãi suất bất kỳ mà họ chọn lựa cho tiền gửi có thể phát séc, việc này gợi ra rằng dao động của các lãi suất này nay có thể là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến các biến đổi $\{C/D\}$.

Các vụ hoảng loạn ngân hàng. Thảo luận của chúng ta về các tác dụng của lãi suất gợi ra rằng chúng không có 1 tác động quan trọng nào đến $\{C/D\}$ trước năm 1980. Bạn có thể kết luận rằng các lợi tức dự tính đã ít quan trọng trong việc xác định tỉ lệ này trong hầu hết lịch sử của nó. Hình 16.1 mang lại cho chúng ta một đầu mối quan trọng - rằng chúng ta đang xem xét một yếu tố quan trọng khi lượng định các lợi tức dự tính chỉ duy nhất bằng lãi suất của các tài sản. Sự tăng dốc ngược lên đó của tỉ lệ $\{C/D\}$ đã xảy ra trong thời kỳ những năm Đại suy thoái 1930-1933 khi hệ thống hoạt động ngân hàng gần như đã sụp đổ. Chuyện kể rằng suốt trong giai đoạn này, dân chúng đã nhét tiền vào các nệm

(1). Những thay đổi lãi suất của tài sản thay thế khác (ví dụ tín phiếu kho bạc Mỹ có thể có một tác dụng khác đối với lượng cầu tiền mặt so với lượng cầu tiền gửi có thể phát séc, dẫn đến một số tác dụng đối với $\{C/D\}$). Tuy nhiên chúng cứ về tác dụng này là yếu ớt.

(2). Tuy các ngân hàng đã không thể thanh toán tiền lãi cho các món tiền gửi có thể phát séc, họ đã cung cấp dịch vụ cho các khách hàng có tài khoản séc của họ, điều này có thể được hiểu ngầm là tiền thanh toán lãi. Do các dịch vụ này đã chỉ thay đổi chậm theo thời gian, tiền thanh toán lãi hiệu ngầm này đã không là 1 yếu tố chính khiến cho yêu cầu về tiền gửi có thể phát séc dao động.

ghế của họ thay vì gửi chúng ở các ngân hàng, bởi vì họ đã mất lòng tin vào các ngân hàng vốn như một nơi ẩn náu cho các món tiền tiết kiệm mà họ phải khó khăn mới kiếm được. Liệu lý thuyết lượng cầu tài sản có thể giải thích được hiện tượng này không?

Một vụ vỡ nợ của một ngân hàng xảy ra khi ngân hàng đó không còn khả năng thanh toán trả những người gửi tiền. Trước khi thành lập FDIC vào năm 1933, nếu bạn có một tài khoản ở một ngân hàng khi ngân hàng ấy vỡ nợ, bạn sẽ phải chịu một tổn thất quan trọng - bạn không thể rút tiền tiết kiệm của bạn ra và có thể chỉ nhận được một phần nhỏ giá trị món tiền gửi của bạn vào một lúc nào đó trong tương lai. Sự vỡ nợ đồng thời của nhiều ngân hàng được gọi là một vụ **hoảng loạn ngân hàng** (bank panic) và những năm Đại suy thoái 1930-1933 đã chứng kiến một loạt các vụ hoảng loạn ngân hàng tồi tệ nhất trong lịch sử nước Mỹ. Từ cuối năm 1930 tới ngày ngừng hoạt động ngân hàng vào tháng 3 năm 1933, hơn 1/3 số ngân hàng ở Mỹ đã vỡ nợ.

Các vụ hoảng loạn ngân hàng có thể có một tác dụng phá hoại đối với lợi tức dự tính cho các món tiền gửi: khi một ngân hàng có thể vỡ nợ trong một vụ hoảng loạn, những người gửi tiền biết rằng nếu họ có tiền gửi ở ngân hàng này, họ có thể phải chịu các tổn thất quan trọng và lợi tức dự tính đối với các món tiền gửi ở đó có thể là hoàn toàn âm. Lý thuyết lượng cầu tài sản bảo trước rằng những người gửi tiền sẽ chuyển đổi tài sản tiền gửi có thể phát séc thành tiền mặt cách rút tiền mặt từ các tài khoản ngân hàng của họ và $|C/D|$ sẽ tăng. Việc này đúng như điều mà chúng ta thấy trên Hình 16.1 trong các vụ hoảng loạn ngân hàng trong giai đoạn Đại suy thoái 1930-1933, và một quy mô nhỏ hơn năm 1893 và năm 1907 (là những năm có các vụ hoảng loạn ngân hàng cỡ nhỏ hơn xảy ra) kết luận là: **Các vụ hoảng loạn ngân hàng đưa đến một sự tăng mạnh tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc**. Các vụ hoảng loạn ngân hàng đã là một nguồn gây dao động tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc trong quá khứ và có thể là quan trọng trong tương lai.

Hoạt động bất hợp pháp. Lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc so với tiền mặt cũng có thể bị tác động bởi một số lượng các hoạt động bất hợp pháp trong nền kinh tế. Luật pháp Mỹ cho phép các viên công tố của chính phủ xem xét sổ sách ghi chép của ngân hàng khi thực hiện một cuộc điều tra tội ác.

Nếu thực hiện một hoạt động bất hợp pháp nào đó, bạn sẽ không tiến hành các giao dịch bằng các séc bởi vì chúng có thể để lại các dấu vết và đó là một tang vật mạnh mẽ tiềm ẩn chống lại bạn. Tiền mặt, ngược lại, khó theo dõi hơn nhiều.

Lợi tức dự tính đối với tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc là cao hơn khi bạn thực hiện những giao dịch bất hợp pháp. Do đó khi hoạt động bất hợp pháp trong một xã hội tăng lên, việc sử dụng tiền mặt tăng lên so với tiền gửi có thể phát séc và (C/D) tăng lên. Có một sự kết hợp thuận giữa hoạt động bất hợp pháp và tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc ⁽³⁾.

Khi nhìn vào Hình 16.1, loại hoạt động bất hợp pháp nào tăng lên sẽ dẫn đến một sự tăng (C/D) ? Từ đầu những năm 1960, (C/D) bắt đầu tăng - đúng vào thời kỳ buôn bán ma túy bất hợp pháp đã bắt đầu tăng chưa từng có. Do việc buôn bán ma túy bất hợp pháp luôn luôn được thực hiện bằng tiền mặt, để có thể là việc tăng mua bán ma túy có liên quan đến việc tăng (C/D) . Chứng cứ ủng hộ việc đó là dòng tiền mặt khổng lồ hiện nay chảy vào vùng Nam Florida, trung tâm chủ yếu của việc nhập ma túy bất hợp pháp vào Mỹ ⁽⁴⁾. Các hoạt động bất hợp pháp khác, mãi dâm, chợ đen, cờ bạc, lừa đảo vay mượn, buôn bán hàng hóa ăn cắp, thuê mướn nhân công bất hợp pháp - cũng có thể là nguồn gây ra tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi lớn.

Một hạng mục biến đổi đáng quan tâm khác là 2 lần tăng tỷ lệ (C/D) trong 2 cuộc chiến tranh thế giới, nó được kèm theo với sự tăng cao về thuế thu nhập. Thuế thu nhập được tăng mạnh vào năm 1917 để giúp tài trợ cho sự tham gia của nước Mỹ vào Chiến tranh Thế giới I. Tuy các mức thuế thu nhập đã được giảm sau cuộc chiến tranh đó, chúng lại được tăng mạnh một lần nữa trong thời gian Chiến tranh Thế giới thứ II để tài trợ cuộc xung đột ấy và không bao giờ quay lại các mức trước chiến tranh.

Việc tăng tỷ lệ (C/D) khi tăng các mức thuế thu nhập có thể được giải thích như sau: Các mức thuế cao hơn thúc đẩy sự trốn thuế. Khi các mức thuế thu nhập tăng thì có các ý muốn mạnh mẽ trốn thuế bằng các giao dịch tiền mặt. Nếu 1 số tiền mặt được thanh toán cho một dịch vụ nào đó (ví dụ: như cho một lái xe taxi, phục vụ bàn, hoặc thầy thuốc) Sở thuế Mỹ khó có thể chứng minh rằng bạn đang nói dối đi thu nhập của bạn. Nếu bạn được thanh toán bằng một séc hay thẻ

(3) Có một ngoại lệ cho rằng việc này là sự tăng tội phạm ngoài đường. Tiền gửi có thể phát séc có lợi hơn tiền mặt là nếu hạn hị mất cắp thì sự tổn thất khi cầm séc có thể ít hơn nhiều so với tổn thất khi cầm tiền mặt. Như vậy, nếu nạn mất cắp đang tăng lên thì lợi tức dự tính của tiền mặt sẽ giảm so với lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc và bạn sẽ nắm giữ ít tiền mặt hơn so với tiền gửi có thể phát séc. Sự liên hệ nghịch của hoạt động phạm pháp ngoài đường và (C/D) được bỏ qua trong cuốn sách này vì nó không là 1 nguồn quan trọng gây dao động (C/D) .

(4) Cơ quan cường chế dược phẩm (the Drug Enforcement Agency) đã ước tính rằng giá trị hần lế của việc buôn bán ma túy vượt quá 100 tỉ đôla, làm nó trở thành một trong những ngành kinh doanh lớn nhất ở Mỹ. Chứng cứ về việc buôn bán ma túy đã tác động đến (C/D) được trình bày trong "Các xu hướng sử dụng đồng tiền" của Ralph C. Kimball, *New England Economic Review* (September / October 1981) pp 43-53.

tín dụng thì hãy thận trọng (và trung thực) khai báo thu nhập ấy. Kết luận : **Các mức thuế cao sẽ đưa đến sự tăng $\{C/D\}$**

Việc trốn thuế thu nhập không chỉ giải thích sự tăng $\{C/D\}$ trong 2 cuộc chiến tranh thế giới, mà cũng giúp giải thích sự tăng $\{C/D\}$ trong những năm 1960 và 1970. Điều đó có thể xem như đáng ngạc nhiên, bởi vì thuế thu nhập không bị tăng trong giai đoạn này. Tuy nhiên, gánh nặng về thuế thu nhập lúc ấy đang tăng do hệ thống thuế thu nhập Mỹ là hệ thống lũy tiến (khi thu nhập tăng, mức thuế tăng). Một mức giá tăng trong những năm 1960 và 1970 đã tăng thu nhập danh nghĩa và đã đẩy nhiều người vào các khung bậc thuế cao hơn (một hiện tượng được gọi là "trượt khung bậc" (bracket creep)). Điều này nghĩa là mức thuế thực sự đã tăng mặc dù biểu thuế không thay đổi. Kết quả, là có thêm những ý muốn trốn đóng thuế bằng cách không khai thu nhập, và dân chúng tránh không sử dụng các món tiền gửi có thể phát séc. Nói khác đi, lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc đã giảm và do đó $\{C/D\}$ đã tăng lên.

Việc trốn thuế tăng lên và những hoạt động bất hợp pháp khác không chỉ nghĩa là có một sự tăng về tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc, mà còn có nghĩa là có thêm các thu nhập diễn ra không có báo cáo cho chính phủ. Kết quả là một sự giảm bớt trong các số liệu thống kê hoạt động kinh tế, ví dụ tổng sản phẩm quốc gia (GNP), là một đại lượng đo tổng sản lượng hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế.

Hoạt động kinh tế không báo cáo này đã được gán cho cái tên **kinh tế ngầm**. Bằng chứng về phạm vi của nó là ở số lượng tiền mặt tính theo mỗi đầu đàn ông, đàn bà, và trẻ con ở Mỹ (được tính theo lượng tiền mặt lưu hành năm 1990 chia cho số dân) là khoảng 1000 đôla. Vì ít người dân nắm giữ đến số tiền như thế ; nên có khả năng là nhiều trong số đó được dùng để tiến hành các giao dịch trong kinh tế ngầm. Các tính toán về tâm cơ kinh tế ngầm cho thấy rằng nó có thể vượt quá 10% hoạt động kinh tế tổng cộng (xem bài đọc thêm 16.1). Nếu điều này đúng sự thật, và thu nhập không báo cáo có thể bị đánh thuế, thì nước Mỹ dễ giải quyết được vấn đề thâm hụt ngân sách chỉ nội một đêm !

ỨNG DỤNG

GIẢI THÍCH DIỄN BIẾN LỊCH SỬ CỦA $\{C/D\}$

Sự tương tác về số liệu lịch sử lời lý thuyết lượng cầu tài sản đã giúp chúng ta nhận ra được các yếu tố có ảnh hưởng đến tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc.

Chúng ta đã thấy rằng lý thuyết lượng cầu tài sản được phát triển ở Chương 5 có thể được sử dụng để giúp chúng ta có một sự hiểu biết sâu sắc về việc các yếu tố khác nhau ảnh hưởng đến $\{C/D\}$ như thế nào.

Để phân tích của chúng ta vào hoàn cảnh thời gian khi đó, chúng ta hãy phân tích những biến đổi của $\{C/D\}$ trên Hình 16.1 theo các giai đoạn.

Hướng dẫn nghiên cứu

Một cách rất hay để kiểm tra sự hiểu biết của bạn về các yếu tố ảnh hưởng đến $\{C/D\}$ là giải thích những biến đổi ở Hình 16.1 trước khi tham khảo phần này của cuốn sách. Sự luyện tập này sẽ mang lại cho bạn một thực hành sử dụng các ý tưởng được phát triển trong phần trước đây và sẽ giúp bạn phân tích trừu tượng đó được sáng tỏ hơn.

1892 - 1917. Sự sụt giảm chung của $\{C/D\}$ trong giai đoạn này được giải thích bởi sự tăng thêm của cái. Vì tiền gửi có thể phát séc có độ co giãn theo của cái lớn hơn so với tiền mặt, xu hướng chung về việc tăng của cái trong khoảng thời gian ngắn này hàm ý rằng lượng tiền mặt sẽ tăng trưởng chậm hơn so với lượng tiền gửi có thể phát séc và do đó làm giảm $\{C/D\}$.

Sự giảm tỷ lệ này trong năm 1893 và năm 1907 là do các vụ hoảng loạn ngân hàng gây ra, nó làm giảm nhất thời lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc và tăng rủi ro. Các yếu tố này dẫn đến một sự tang nhất thời của lượng tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc đồng thời làm tang nhất thời $\{C/D\}$.

1917 - 1919. Sự tăng mạnh $\{C/D\}$ khi Mỹ tham gia chiến tranh thế giới I được

BÀI ĐỌC THÊM 16.1

Quy mô của kinh tế ngầm

Như tên gọi ám chỉ, người ta rất khó nghiên cứu và lượng định kinh tế ngầm. Một đầu mối để dò ra quy mô của nó là tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc. Trong một báo cáo viết năm 1977, Peter Gutman đã thảo ra một phương thức để lượng định kinh tế ngầm đó qua việc nghiên cứu $\{C/D\}$. Ông ta cho rằng sự tăng lên của kinh tế ngầm là nguyên nhân

duy nhất làm tăng $\{C/D\}$ trong giai đoạn từ năm 1937 đến năm 1941, và đã tính quy mô của nó vượt quá 10% GNP. Phương thức lượng định nói trên đã bị chỉ trích trước hết vì lẽ rằng $\{C/D\}$ đứng ra thay đổi giá trị từ năm 1937 đến năm 1941 ngay cả nếu không có sự phát triển của kinh tế ngầm. Tuy nhiên, trong một bài hán cú liên quan của Edgar Feige, sự ước

tính phần hoạt động kinh tế ngầm thậm chí còn lớn hơn ước tính của Guttman. Thực vậy, Feige tuyên bố rằng sự ước tính của ông ta hàm ý rằng "phần kinh tế bị che giấu không báo cáo đó có quy mô bằng nền kinh tế Canada tồn tại bên trong nền kinh tế Mỹ". Những ước tính gần đây hơn về quy mô kinh tế ngầm nằm trong khoảng từ 5 đến 15% GNP.

Sự tồn tại của kinh tế ngầm to lớn ở Mỹ có ảnh hưởng không lộ rõ nhưng hết sức lớn lao đối với việc đo lường thống kê kinh tế. Các phép thống kê chính thức để nắm được nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh đến mức nào có thể rất sai lạc nếu kinh tế ngầm đang tăng lên với

một mức độ khác với phần còn lại của nền kinh tế. Tỷ lệ thất nghiệp chính thức có thể bị nói quá lên rất nhiều bởi vì những người có việc làm trong các hoạt động bất hợp pháp có thể được báo cáo là đang thất nghiệp. Các phép thống kê sơ sài cũng có thể là bị nói quá lên nếu một số cá nhân khi kiếm được những món tiền đáng kể trong kinh tế ngầm đã báo cáo các món thu nhập đó của họ thấp đi rất nhiều. Nếu các phép đo kinh tế ngầm chính xác hơn chúng tỏ một cách rõ ràng rằng phần kinh tế này là lớn lao thì các nhà hoạch định chính sách có thể có một quan điểm hoàn toàn khác đối với việc lãnh đạo nền kinh tế như thế nào.

giải thích bằng việc sử dụng thuế thu nhập để tài trợ cho cuộc chiến tranh đó. Từ đó, các nỗ lực trốn thuế khiến dân chúng tránh không dùng séc là việc sẽ khiến cho thu nhập của họ có thể bị IRS (Sở thu thuế quốc nội Mỹ) nắm được, hoặc nói khác đi, ý muốn trốn thuế mạnh mẽ hơn đã làm giảm lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc dẫn đến làm giảm lượng cầu về chúng. Việc này làm tăng việc sử dụng tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc tức là đã làm tăng (C/D) .

1919 - 1921. Khi thuế thu nhập đã được giảm sau chiến tranh đó, lượng cầu về tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc bắt đầu giảm trở lại mức cũ và việc tăng (C/D) đã từng diễn ra suốt thời gian Chiến tranh Thế giới I, được đảo ngược lại. Tuy vậy, một cuộc suy thoái nghiêm trọng trong thời gian từ năm 1920 đến năm 1921 đã đưa đến sự giảm sút của cải song song với việc tăng số vụ ngân hàng vỡ nợ, cả 2 việc trên có thể đã làm tăng (C/D) vào thời gian đó. Sự giảm sút của cải đã đưa đến sự sút giảm cả yêu cầu về tiền mặt và yêu cầu về tiền gửi có thể phát séc, nhưng sự co giãn theo của cải tiền gửi có thể phát séc lớn hơn có nghĩa là tiền gửi phát séc giảm nhiều hơn so với tiền mặt, như thế làm tăng tỷ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc. Số lượng các vụ ngân hàng vỡ nợ tăng lên cũng khiến cho tiền gửi có thể phát séc ít được ưa chuộng hơn vì các vụ vỡ nợ ấy làm giảm lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc, đồng thời cũng làm tăng (C/D) .

1921 - 1929. Trong thời kỳ thịnh vượng của những năm 20 vang dội. Chúng ta cũng dự tính chứng kiến sự đi xuống của (C/D) như chính bản thân nó xác nhận trong thực tế. Việc của cải tăng đưa đến giảm (C/D) vì lúc ấy lượng tiền

mặt tăng chậm so với tiền gửi có thể phát séc.

1929 - 1933. Việc giảm thu nhập trong thời kỳ Đại suy thoái là một yếu tố làm tăng (C/D), nhưng yếu tố quan trọng hơn nhiều lại là các vụ hoảng loạn ngân hàng bắt đầu từ cuối năm 1930 và đã kết thúc vào tháng 3 năm 1933. Việc tăng (C/D) từ năm 1930 đến năm 1933 là yếu chính trong cuộc sụp đổ kinh tế và tài chính đó. Các vụ hoảng loạn ngân hàng này (trầm trọng nhất trong lịch sử Mỹ) đã hạ thấp lợi tức dự tính của tiền gửi, do đó làm tăng lượng cầu về tiền mặt hơn tiền gửi có thể phát séc.

1933 - 1941. Với sự kết thúc các vụ hoảng loạn ngân hàng và việc khôi phục lòng tin ở chừng mực nào đó vào các ngân hàng (nhờ sự ra đời của FDIC), tỉ lệ (C/D) giảm xuống. Sự giảm này đã được làm mạnh thêm do sự tăng thêm của cái, tuy vậy, (C/D) đã không trở lại mức trước suy thoái trước hết vì sự mất lòng tin vào hệ thống hoạt động ngân hàng Mỹ còn kéo dài trong tâm tư công chúng. Kết quả, lợi tức dự tính đối với tiền gửi đã không trở lại mức trước suy thoái khiến cho (C/D) ở mức cao.

1941 - 1945. Khi mức thuế thu nhập được tăng lên các mức chưa từng thấy để tài trợ cho cuộc chiến trong Chiến tranh Thế giới II, (C/D) đã tăng mạnh. Ý muốn tránh thuế đặc biệt mạnh; do đó lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc giảm. Công cuộc kiểm soát giá cả được áp đặt trong thời kỳ chiến tranh đó cũng có thể là đã góp phần làm tăng (C/D), bởi vì chúng kích thích hoạt động chợ đen bất hợp pháp, các giao dịch của thị trường này có thể được che giấu bằng cách sử dụng tiền mặt.

1945 - đầu những năm 1960. Sau cuộc chiến tranh nói trên, các mức thuế thu nhập đã được giảm chút ít nhưng không trở lại được gần các mức trước chiến tranh bởi vì cần có tiền để hỗ trợ cho vai trò mở rộng của lực lượng vũ trang Mỹ như "những cảnh sát thế giới" và cho các chương trình xã hội mở rộng như các chương trình phúc lợi, bảo hiểm thất nghiệp, phát triển nhà ở và đô thị, và an toàn xã hội. Tuy một số sụt giảm về (C/D) đã xảy ra sau cuộc chiến tranh này có nguyên nhân là do giảm mức thuế, các mức thuế thu nhập thường xuyên cao tạo ra nhiều ý muốn trốn thuế rất mạnh mẽ, và (C/D) được giữ ở mức cao. Sự tăng đều đặn của cái sau cuộc chiến tranh này đã thúc đẩy trở lại xu hướng sụt giảm (C/D), nhưng các tác dụng của nó đã không đủ mạnh để giảm tỉ lệ này xuống dưới mức trước chiến tranh.

Đầu những năm 1960 - 1980. Xu hướng giảm bắt đầu từ cuối cuộc Chiến tranh Thế giới II đã bắt đầu đảo ngược vào đầu những năm 1960 vì một số lý do.

Quan trọng nhất là sự phát triển của kinh tế ngầm do sự tăng mạnh các vụ mua bán ma túy bất hợp pháp cũng như do ý muốn trốn thuế tăng lên về hậu quả của việc "trượt khung bạc" (là việc đã làm tăng các mức thuế thực tế). Việc tăng các hoạt động bất hợp pháp đã làm giảm lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc, dẫn đến tăng sử dụng tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc và do đó làm tăng $[C/D]$.

1980 - 1990. Có sự tạm dừng trong xu hướng tăng $[C/D]$. Nó có thể được coi như do 2 yếu tố gây ra. Thứ nhất, những sửa đổi trong điều hành hệ thống hoạt động ngân hàng đã cho phép các ngân hàng thanh toán tiền lãi đối với tiền gửi có thể phát séc, việc này đã làm tăng lợi tức dự tính của chúng so với tiền mặt. Từ đó sự giảm bớt lượng cầu về tiền mặt đã có thể cũng đã giúp hạ thấp $[C/D]$, sự cắt giảm thuế của chính quyền đã có thể đã làm giảm bớt ý muốn tránh thuế, như thế cũng góp phần làm giảm $[C/D]$.

ỨNG DỤNG DỰ BÁO TƯƠNG LAI CỦA $[C/D]$

Một mô hình kinh tế tốt thì không chỉ giải thích được quá khứ mà còn giúp dự báo sự đáp ứng của các biến số kinh tế đối với các sự kiện mới. Sự phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc được thảo ra ở đây có được khả năng đó. Chúng ta hãy xem xét 2 thay đổi có thể có trong môi trường kinh tế tương lai và hỏi liệu cái mà phân tích của chúng ta dự báo có xảy ra cho tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc như một kết quả hay không. Những dự báo này có thể là điều đáng quan tâm cho những nhà vạch chính sách, những người luôn muốn biết lượng tiền cung ứng có thể tác động như thế nào trong môi trường hợp này.

Hướng dẫn nghiên cứu

Hãy cố gắng lập luận cho các dự báo ở đây mà không phải tham khảo nội dung cuốn sách. Điều này sẽ cho bạn một khả năng thực hành tuyệt vời với các phân tích kinh tế về $[C/D]$ mà chúng ta đã phát triển ở chương này. Bạn có thể bổ sung khả năng thực hành bằng cách trả lời các bài tập ở cuối. Chương này, nó cũng đề nghị bạn dự báo các biến đổi tương lai của $[C/D]$.

Một sự tăng các mức thuế để cân bằng ngân sách. Nhiều cuộc nói chuyện đang diễn ra về việc cân bằng ngân sách bằng cách tăng thuế. Điều gì sẽ xảy ra

cho tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc nếu các mức thuế được tăng lên ?

Các mức thuế cao sẽ làm tăng ý muốn trốn thuế, lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc lúc ấy sẽ giảm. Việc sử dụng tiền mặt sẽ tăng so với tiền gửi có thể phát séc (nếu các yếu tố khác được giữ không đổi) và chúng ta sẽ trông đợi một sự tăng $\{C/D\}$.

Hủy bỏ việc thanh toán tiền lãi đối với các tài khoản séc. Đã luôn xảy ra sự dao động tiến hoặc lùi từ việc nới lỏng điều hành tới việc tăng cường điều hành. Điều gì xảy ra nếu xu hướng nới lỏng điều hành hiện nay được đảo ngược lại và các quy định được áp đặt đưa chúng ta quay lại tình trạng 10 năm trước (hoặc khoảng đó), trong đó các ngân hàng không được thanh toán tiền lãi cho tiền gửi có thể phát séc ? Điều gì sẽ xảy ra cho tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc trong trường hợp này ?

Chính sách này có nghĩa là lợi tức dự tính đối với tiền gửi có thể phát séc sẽ giảm xuống dưới mức hiện hành, và lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc so với tiền mặt sẽ giảm. Từ đó, tính chất hấp dẫn của tiền gửi có thể phát séc so với tiền mặt bị suy giảm nghĩa là tài sản tiền mặt so với tiền gửi có thể phát séc sẽ tăng, làm tăng $\{C/D\}$.

Tính chất hữu ích của phân tích trước đây không chỉ dành cho việc dự báo đáp ứng của $\{C/D\}$ đối với các sự kiện được thảo luận ở đây. Với khuôn mẫu này, nhiều thay đổi có thể có khác trong môi trường kinh tế của chúng ta, nhưng thay đổi có tác động đến $\{C/D\}$ đều có thể được phân tích (một số ít được thảo luận trong các bài tập ở cuối chương này).

GIẢI THÍCH THÁI ĐỘ CƯ XỬ CỦA NGÂN HÀNG

Trong Chương 15 chúng ta đã thấy rằng khi các ngân hàng giảm tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, $\{ER/D\}$, hoặc tăng tiền vay chiết khấu từ Fed, lượng tiền cung ứng tăng lên. Ở đây chúng ta thảo ra một mô hình cho thái độ cư xử của ngân hàng, nó giải thích các yếu tố cơ bản của $\{ER/D\}$ và các khoản vay chiết khấu từ Fed.

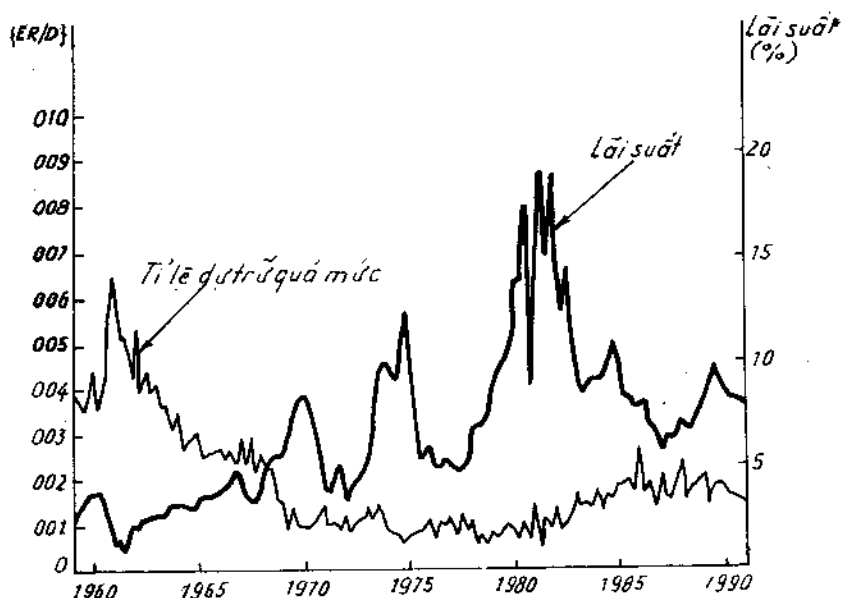
Các yếu tố quyết định của tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, $\{ER/D\}$

Để hiểu các yếu tố xác định mức $\{ER/D\}$ trong hệ thống hoạt động ngân hàng bạn phải xem xét chi phí và lợi tức của các ngân hàng khi họ nắm giữ các khoản tiền dự trữ quá mức. Khi chi phí của việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức tăng, chúng ta trông đợi mức tiền dự trữ quá mức và tỉ lệ $\{ER/D\}$ giảm ; khi các lợi tức của việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức tăng, chúng ta trông đợi mức tiền dự trữ

quá mức và tỉ lệ $\{ER/D\}$ tăng. Bạn sẽ thấy có 2 yếu tố chính tác động đến chi phí và lợi tức đó và do đó tác động đến tỉ lệ tiền dự trữ quá mức : lãi suất thị trường và các dòng tiền gửi dự tính rút ra.

Mức lãi suất thị trường. Như bạn có thể nhớ lại phân tích của chúng ta về quản lý ngân hàng ở Chương 9, chi phí của một ngân hàng cho việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức là chi phí cơ hội của nó : tiền lãi đáng ra có thể thu được từ các khoản cho vay hoặc từ các chứng khoán nếu ngân hàng ấy mua các tài sản này thay vì giữ tiền dự trữ quá mức. Để đơn giản hóa, chúng ta giả sử rằng các khoản cho vay và các chứng khoán thu được cùng một lãi suất i , mà chúng ta sẽ gọi là lãi suất thị trường. Nếu i tăng, chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức tăng và tỉ lệ tiền dự trữ quá mức mong muốn với tiền giữ sẽ giảm. Ngược lại một sự giảm i sẽ giảm chi phí cơ hội của tiền dự trữ quá mức và tỉ lệ $\{ER/D\}$ sẽ tăng. **Tỉ lệ tiền dự trữ quá mức của hệ thống hoạt động ngân hàng, $\{ER/D\}$ có tương quan nghịch với lãi suất thị trường i .**

Một cách khác, để tìm hiểu tác dụng ngược của các lãi suất thị trường đối với $\{C/D\}$ là sử dụng lý thuyết lượng cầu tài sản, nó phát biểu rằng nếu các lợi tức dự tính của các tài sản thay thế tăng so với các lợi tức dự tính của một tài sản, thì



Hình 16.2. Tỉ lệ các khoản tiền dự trữ quá mức, $\{ER/D\}$, và lãi suất (Lãi suất quỹ liên bang). Nguồn tài liệu : Federal Reserve Bulletin và Citibase databank.

lượng cầu tài sản ấy sẽ giảm. Khi lãi suất thị trường tăng lên, lợi tức dự tính đối với các khoản cho vay và các chứng khoán tăng so với mức zero của tiền dự trữ quá mức, và tỉ lệ tiền dự trữ quá mức giảm.

Hình 16.2 cho chúng ta thấy rằng (như lý thuyết lượng cầu tài sản dự báo) có một mối tương quan nghịch đảo giữa tỉ lệ tiền dự trữ quá mức và lãi suất thị trường tiêu biểu, lãi suất quỹ liên bang. Trong giai đoạn được trình bày, đã có một xu hướng suy giảm $\{ER/D\}$ và một xu hướng tăng lãi suất quỹ liên bang. Ngoài ra, có 1 xu hướng là $\{ER/D\}$ đạt tới các đỉnh khi lãi suất quỹ liên bang đang sụt đến đáy và ngược lại. Bằng chứng kinh nghiệm ủng hộ cho phân tích của chúng ta rằng tỉ lệ tiền dự trữ quá mức có tương quan nghịch đảo với các lãi suất thị trường.

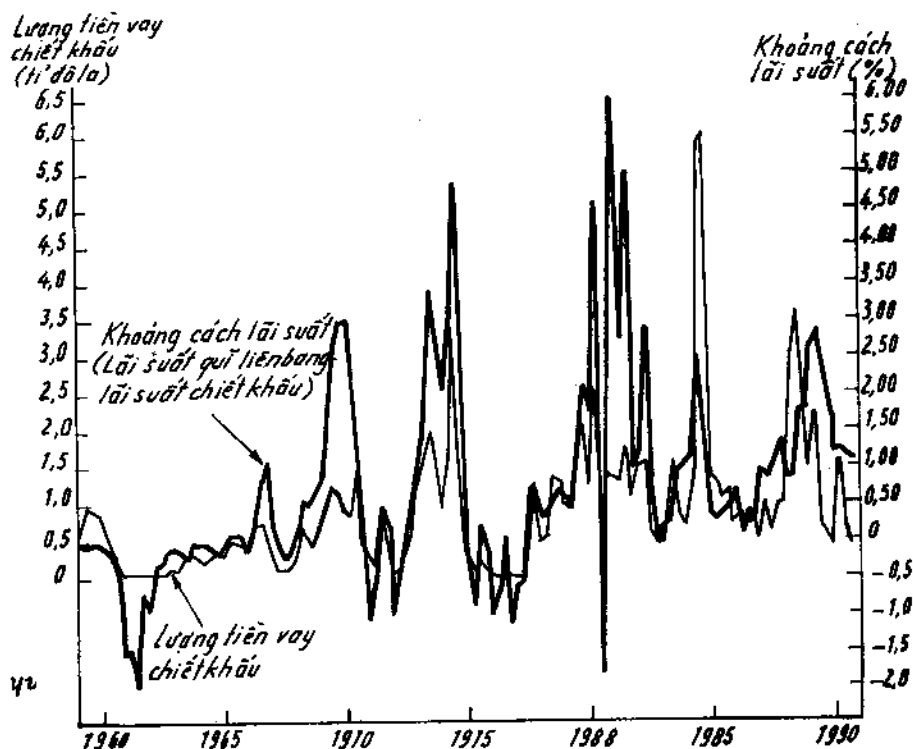
Các dòng tiền gửi rút ra dự tính. Phân tích trước đây của chúng ta về quản lý ngân hàng đã cho thấy rằng lợi ích hàng đầu đối với một ngân hàng nắm giữ tiền dự trữ quá mức là ở chỗ chúng mang lại sự bảo hiểm các tổn thất do các dòng tiền gửi rút ra; tức là chúng giúp cho ngân hàng đó đang bị các dòng tiền gửi rút ra tránh khỏi các phí từ việc: (1) thu lại các món tiền cho vay, (2) bán các chứng khoán, (3) vay từ Fed hoặc các công ty khác, (4) vỡ nợ. Nếu các ngân hàng sợ rằng các dòng tiền rút ra là dễ có thể xảy ra (tức là, các dòng tiền gửi rút ra tăng lên) họ sẽ muốn tăng bảo hiểm phòng ngừa khả năng này và sẽ tăng tỉ lệ tiền dự trữ quá mức. Nói cách khác: nếu các dòng tiền gửi rút ra dự tính tăng lên thì lợi ích dự tính và do đó lợi tức dự tính của việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức tăng lên. Như lý thuyết lượng cầu tài sản báo trước, các khoản tiền dự trữ quá mức sẽ tăng. Mặt khác, một sự giảm dòng tiền gửi rút ra dự tính sẽ làm giảm lợi ích bảo hiểm của tiền dự trữ quá mức và mức tiền đó sẽ giảm. Chúng ta có kết quả sau: *Tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, $\{ER/D\}$ có tương quan thuận đối với các dòng tiền gửi rút ra dự tính.*

Các yếu tố quyết định vay chiết khấu

Phân tích của chúng ta về điều gì xác định việc vay chiết khấu từ Fed một lần nữa dựa theo việc nhận biết chi phí và lợi ích của việc vay tiền từ Fed. Hai yếu tố cơ bản tác động đến các chi phí và lợi ích này và tiếp sau là đến lượng tiền vay chiết khấu là: lãi suất thị trường và lãi suất chiết khấu.

Lãi suất thị trường và lãi suất chiết khấu. Lợi ích chủ yếu của việc vay tiền từ Fed rất rõ ràng. Với các khoản tiền dự trữ bổ sung, một ngân hàng có thể cho vay và mua chứng khoán, từ đó thu được lãi suất thị trường i . Mặt khác, chi

phí chủ yếu trong việc vay là lãi suất chiết khấu (i_d), là lãi suất mà Fed thu khi cho các ngân hàng vay tiền⁽⁵⁾. Sự chênh lệch giữa lợi ích (tiền kiếm được) thu được trong việc dùng vốn vay nói trên (i) và chi phí vay vốn đó (i_d) càng lớn thì ngân hàng càng vay từ Fed nhiều hơn. Như thế việc vay chiết khấu có tương quan thuận đối với $|i - i_d|$. Một tương quan này có hàm ý rằng **số tiền vay chiết khấu (DL) có tương quan thuận với lãi suất thị trường, i , và có tương quan nghịch với lãi suất chiết khấu, i_d .**



Hình 16.3. Tiền vay chiết khấu và khoảng cách lãi suất.

- (5) "Thiệt hại" của việc Fed từ chối cho vay và sự kết thúc tiềm ẩn những đặc quyền vay chiết khấu trong tương lai (được thảo luận ở Chương 9) được bỏ qua ở đây bởi vì nó khó xác định số lượng. Các thay đổi về lãi suất chiết khấu, i_d cũng có thể có một tác dụng đối với tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, $\{ERD\}$. Thiệt hại cho một ngân hàng phải chịu đựng một dòng tiền gửi rút ra tăng lên khi i_d tăng, do đó việc vay từ Fed tốn kém hơn khi một dòng tiền gửi rút ra xuất hiện. Như thế một sự tăng i_d làm tăng lợi ích của việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức và $\{ERD\}$ tăng. Tác dụng này của lãi suất chiết khấu đối với tỉ lệ tiền dự trữ quá mức đã không được nhấn mạnh ở trong sách này vì nó được coi là nhỏ.

Một lần nữa, chứng cứ kinh nghiệm lại mạnh mẽ xác nhận phân tích kinh tế này. Hình 16.3 cho thấy một mối tương quan thuận rõ nét giữa lượng tiền vay chiết khấu và sự chênh lệch giữa lãi suất thị trường tiêu biểu (lãi suất qui liên bang) và lãi suất chiết khấu).

MÔ HÌNH LƯỢNG TIỀN CUNG ỨNG ĐẦY ĐỦ

Khi sử dụng phân tích thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng, chúng ta có thể đưa ra mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ ($M1$); nó có dạng sau :

$$M = m \times [MB_n + DL] \quad (16.1)$$

trong đó M = lượng tiền cung ứng (tiền mặt cộng với tiền gửi có thể phát séc)

$$m = \text{số nhân tiền} = \frac{1 + \{C/D\}}{[r_D + \{ER/D\} + \{C/D\}]}$$

MB_n = cơ số tiền không vay

DL = tiền vay chiết khấu từ Fed.

Phân tích lượng tiền cung ứng tập trung vào 9 biến số sau đây, chúng ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng qua việc tác động đến số nhân tiền hoặc cơ số tiền :

1. r_D = tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc
2. MB_n = cơ số tiền không vay
3. i_a = lãi suất chiết khấu.
4. Cửa cái
5. Hoạt động bất hợp pháp
6. Lãi suất đối với tiền gửi có thể phát séc
7. Các vụ hoảng loạn ngân hàng
8. Các dòng tiền gửi rút ra dự tính
9. i = lãi suất thị trường tiêu biểu.

Các biến số : tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc (r_D), cửa cái, hoạt động bất hợp pháp, lãi suất của tiền gửi có thể phát séc, các vụ hoảng loạn ngân hàng, các dòng tiền rút ra dự tính, và lãi suất thị trường (i) ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng bằng cách tác động đến số nhân tiền (m); trong khi đó các biến số cơ số tiền không vay (MB_n) và lãi suất chiết khấu (i_a) ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng thông qua việc tác động đến cơ số tiền (MB).

Các yếu tố quyết định lượng tiền cung ứng

Để thấy mô hình lượng tiền cung ứng làm việc như thế nào, chúng ta hãy phân tích xem những thay đổi trong mỗi biến số này có tác dụng gì đến lượng tiền cung ứng, khi giữ tất cả các biến số khác không đổi.

Hướng dẫn nghiên cứu

Sự phân tích trong chương này và trong các chương trước sẽ giúp bạn có thể suy ra những tác dụng của các thay đổi trong 9 biến số này đối với lượng tiền cung ứng. Điều quan trọng là không nên nhớ một cách máy móc những tác dụng này, mà là sử dụng suy luận trực giác để tìm ra sự đáp ứng của lượng tiền cung ứng đối với mỗi thay đổi của mỗi một biến số.

Tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc (r_D). Nếu r_D tăng, tiền dự trữ bắt buộc tăng, và như vậy cùng một lượng tiền dự trữ không thể cân xứng với một món tiền gửi có thể phát séc lớn như cũ.

Do sự thiếu hụt tiền dự trữ như thế, các ngân hàng phải thu hẹp các khoản cho vay của họ khiến cho tiền gửi bị giảm và lượng tiền cung ứng giảm. Cách giải thích sâu sắc hơn là ở chỗ một sự tăng r_D làm giảm mức mở rộng bội số tiền gửi đồng thời hạ thấp lượng tiền cung ứng. Nếu r_D giảm, thì tăng mức mở rộng bội số tiền gửi và lượng tiền cung ứng sẽ tăng. **Như vậy lượng tiền cung ứng có tương quan nghịch đảo đối với tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc r_D .**

Cơ sở tiền không vay (MB_n). Một sự tăng MB_n (kết quả của một vụ mua trên thị trường tự do) làm tăng lượng tiền của cơ sở tiền sẵn sàng để cân xứng với tiền mặt và tiền gửi có thể phát séc, đồng thời làm tăng lượng tiền cung ứng. Một sự giảm MB_n (kết quả của một vụ bán trên thị trường tự do), làm giảm cơ sở tiền tệ đồng thời hạ thấp lượng tiền cung ứng. **Lượng tiền cung ứng có tương quan thuận đối với cơ sở tiền không vay.**

Lãi suất chiết khấu (i_d). Nếu lãi suất chiết khấu i_d tăng, chi phí của việc vay mượn từ Fed tăng, và số tiền vay chiết khấu giảm; cơ sở tiền sẵn sàng để cân xứng với tiền mặt và tiền gửi có thể phát séc sẽ giảm, làm giảm lượng tiền cung ứng. Nếu i_d sụt giảm, thì tiền vay chiết khấu từ Fed và cơ sở tăng lên, và lượng

tiền cung ứng tăng lên. **Từ đó, lượng tiền cung ứng có tương quan nghịch với lãi suất chiết khấu, i_d .**

Của cải. Một sự tăng của cải làm tăng lượng cầu tiền gửi có thể phát séc nhiều hơn so với lượng cầu tiền mặt, như vậy tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc, $\{C/D\}$ giảm. Do sự chuyển đổi từ tiền mặt (là yếu tố không tham dự vào việc mở rộng bội số tiền gửi) sang tiền gửi có thể phát séc (yếu tố có tham dự và việc mở rộng bội số tiền gửi) mức mở rộng bội số tổng quát tăng và lượng tiền cung ứng tăng. Nếu của cải giảm, $\{C/D\}$ tăng, mức mở rộng bội số tổng quát giảm, và lượng tiền cung ứng giảm. **Lượng tiền cung ứng có tương quan thuận với của cải.**

Các hoạt động bất hợp pháp. Do tiền gửi có thể phát séc khiến cho hoạt động bất hợp pháp dễ phát hiện, nếu hoạt động bất hợp pháp tăng lên. Ví dụ do mức thuế cao hơn dẫn đến tăng các vụ trốn thuế hoặc do việc mua bán ma túy tăng lên - Khi đó có một sự chuyển đổi sang tiền mặt là thứ không tham dự vào việc mở rộng bội số như tiền gửi có thể phát séc. Từ đó có sự tăng $\{C/D\}$ và giảm mức mở rộng bội số tiền gửi làm cho lượng tiền cung ứng giảm. Một sự giảm hoạt động bất hợp pháp làm cho $\{C/D\}$ giảm, mức mở rộng bội số tăng và lượng tiền cung ứng tăng. **Lượng tiền cung ứng có tương quan nghịch đối với hoạt động bất hợp pháp.**

Lãi suất đối với tiền gửi có thể phát séc. Nếu lãi suất của tiền gửi có thể phát séc tăng, thì có một sự chuyển đổi từ tiền mặt sang tiền gửi có thể phát séc bởi vì lợi tức dự tính tương đối của tiền mặt đã giảm. Từ đó có sự giảm $\{C/D\}$ và tăng mức mở rộng bội số tiền gửi dẫn đến tăng lượng tiền cung ứng. Ngược lại, nếu lãi suất của tiền gửi có thể phát séc giảm, $\{C/D\}$ tăng, mức mở rộng bội số giảm và lượng tiền cung ứng giảm. **Lượng tiền cung ứng có tương quan thuận đối với lãi suất của tiền gửi có thể phát séc.**

Các vụ hoảng loạn ngân hàng. Khi một vụ hoảng loạn ngân hàng xảy ra, những người gửi tiền chuyển đổi tiền gửi có thể phát séc sang tiền mặt bởi vì họ dễ có thể bị tổn thất đối với các món tiền gửi của họ, như thế lợi tức dự tính tương đối của tiền mặt tăng. Việc tăng $\{C/D\}$ do nguyên nhân đó làm giảm mức mở rộng bội số và hạ thấp lượng tiền cung ứng. Khi vụ hoảng loạn ấy lắng xuống, những người gửi tiền quay trở lại với tiền gửi có thể phát séc, $\{C/D\}$ giảm, mức

mở rộng bội số tiền gửi tăng lên, và lượng tiền cung ứng tăng lên. **Lượng tiền cung ứng giảm trong một vụ hoảng loạn ngân hàng và tăng khi vụ hoảng loạn ấy lắng đi.**

Các dòng tiền rút ra dự tính. Nếu các dòng tiền gửi rút ra dự tính tăng lên vì các ngân hàng sợ rằng các vụ rút tiền dễ xảy ra, họ sẽ muốn có thêm bảo hiểm để phòng khả năng này bằng cách nắm giữ thêm tiền dự trữ quá mức.

Việc tăng tỉ lệ tiền dự trữ quá mức $\{ER/D\}$ do hậu quả của việc này có nghĩa là hệ thống hoạt động ngân hàng đó sử dụng ít tiền dự trữ hơn để cân xứng với tiền có thể phát séc và mức tiền gửi có thể phát séc và lượng tiền cung ứng giảm. Ngược lại, nếu các dòng tiền rút ra dự tính giảm đi, $\{ER/D\}$ giảm. **Do đó, lượng tiền cung ứng có tương quan nghịch đối với các dòng tiền gửi rút ra dự tính.**

Lãi suất thị trường (i). Nếu lãi suất của tiền cho vay và chứng khoán (được tiêu biểu bởi lãi suất thị trường i) tăng lên thì chi phí cơ hội đối với việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức tăng và $\{ER/D\}$ giảm. Kết quả, có thêm tiền dự trữ sẵn sàng để cân xứng với tiền gửi có thể phát séc và lượng tiền cung ứng sẽ tăng. Ngoài ra, sự tăng i sẽ làm tăng lợi ích của việc vay tiền từ Fed bởi vì các ngân hàng có thể kiếm được lợi nhuận hơn qua việc vay chiết khấu và sử dụng tiền thu được đó để cho vay hoặc mua chứng khoán. Việc tăng i lúc ấy dẫn đến một vụ tăng tiền vay chiết khấu, làm tăng cơ sở tiền tệ và do đó tăng lượng tiền cung ứng. Do cả 2 tác dụng của việc tăng i đối với lượng tiền cung ứng nói trên có cùng hướng, chúng ta thấy rằng một sự tăng i làm tăng lượng tiền cung ứng. Nếu i giảm, tỉ lệ tiền dự trữ quá mức tăng lên và lượng tiền vay chiết khấu giảm. Cả 2 điều này hạ thấp lượng tiền cung ứng. **Từ đó, lượng tiền cung ứng có tương quan thuận đối với lãi suất thị trường i .** ⁽⁶⁾

Để hỗ trợ việc nghiên cứu, Bảng 16.1 trình bày đáp ứng của lượng tiền cung ứng ($M1$) đối với 9 biến số được thảo luận ở trên và cho một bảng tóm tắt các lập luận về kết quả. Các biến số được phân theo "một tác nhân" hoặc "một số tác nhân" có ảnh hưởng đến biến số đó hoặc bị ảnh hưởng chủ yếu bởi biến số đó. Ví dụ cơ quan Dự trữ Liên bang gây ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng bằng việc kiểm soát 3 biến số đầu tiên - r_D , MB_n và i_d - đây được coi là những công cụ của Fed (chúng sẽ được thảo luận kỹ ở các chương sau đây).

(6). Có những tác dụng có thể khác của i đối với lượng tiền cung ứng qua tỉ lệ $\{CD\}$, nhưng chúng nhỏ đến mức có thể bỏ qua ở đây.

Những người gửi tiền gây ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng qua các quyết định của họ về tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc $\{C/D\}$, các quyết định này chịu tác động của của cải, hoạt động bất hợp pháp, lãi suất tiền gửi và các vụ hoảng loạn ngân hàng. Các ngân hàng gây ảnh hưởng đến lượng tiền cung ứng bằng các quyết định của họ về $\{ER/D\}$ (các quyết định đó chịu tác động của những dự tính của họ về các dòng tiền rút ra) và bằng các quyết định của họ về lãi suất tiền gửi có thể phác séc (lãi suất này tác động đến $\{C/D\}$). Do thái độ cư xử của những người gửi tiền cũng gây ảnh hưởng đến các dự tính của các ngân hàng về các dòng tiền rút ra và các quyết định của các ngân hàng tác động đến xác suất xảy ra các vụ hoảng loạn ngân hàng, cả 2 biến số này đều phản ảnh vai trò của cả những người gửi tiền và của các ngân hàng trong quá trình cung ứng tiền tệ.

Bảng 16.1 Tóm tắt : Đáp ứng của lượng tiền cung ứng trong mô hình đầy đủ.

Tác nhân	Thay đổi của biến số	Đáp ứng của M		Lập luận
Hệ thống Dự trữ Liên bang	r_D	↑	↓	Giảm mức mở rộng bội số tiền gửi
	MB_n	↑	↑	Có thêm MB để cân xứng với tiền mặt và tiền gửi có thể phát séc
	i_d	↑	↓	DL do đó có ít MB để cân xứng với D và C
Những người gửi tiền	Của cải ↑			$\{C/D\}$ do đó tăng mức mở rộng bội số tiền gửi tổng quát
	Hoạt động bất hợp pháp ↑			$\{C/D\}$ ↑ do đó giảm mức mở rộng bội số tiền gửi tổng quát
Những người gửi tiền và các ngân hàng	Lãi suất đối với tiền gửi ↑		↑	$\{C/D\}$ ↓ do đó tăng mức mở rộng bội số tiền gửi tổng quát
	Có thể phát séc			
	Các vụ hoảng loạn ngân hàng ↑		↓	$\{C/D\}$ ↑ do đó giảm mức mở rộng bội số tiền gửi tổng quát
	Dòng tiền rút ra dự tính ↑		↓	$\{ER/D\}$ ↑ do đó giảm tiền dự trữ để cân xứng D
Những người vay từ các ngân hàng và các tác nhân khác	i ↑		↑	$\{ER/D\}$ ↓ do đó tăng tiền dự trữ để cân xứng với D ; DL ↑ do đó có thêm MB để cân xứng với D và C .

Chú thích : Chỉ trình bày các biến số với chiều tăng (↑). Tác dụng của các biến số với chiều giảm sẽ ngược lại với các mũi tên ở cột thứ 3.

Lãi suất thị trường, được biểu thị bởi i ; tác động đến lượng tiền cung ứng qua tỉ lệ tiền dự trữ quá mức (ER/D) . Như đã nêu ở Chương 6, lượng cầu tiền vay (do những người vay tạo ra) có ảnh hưởng đến lãi suất thị trường và lượng tiền cung ứng cũng có ảnh hưởng như vậy. Do đó cả 4 tác nhân đều có vai trò quan trọng trong việc xác định i .

Biến số quan trọng nhất trong các biến số này đối với những biến đổi của lượng tiền cung ứng là cơ sở tiền tệ không vay (MB_n). Trên 3/4 số dao động của lượng tiền cung ứng có thể coi là hoạt động của Fed trên thị trường tự do tạo ra, chính hoạt động này xác định MB_n . Hai công cụ khác của Fed là tỉ lệ tiền dự trữ bắt buộc và lãi suất chiết khấu (r_D và i_d) thường không được coi là một nguồn quan trọng gây ra các dao động của lượng tiền cung ứng như MB_n , 6 biến số khác cũng như vậy. Tuy nhiên, như bạn sẽ thấy trong phần tiếp theo, trong một số thời kỳ. Ví dụ thời kỳ của cuộc Đại suy thoái, các vụ hoảng loạn ngân hàng và các dòng trên rút ra dự tính đã từng là các biến số quan trọng nhất tác động đến lượng tiền cung ứng.

Tới đây chúng ta đã hoàn tất việc nghiên cứu mô hình lượng tiền cung ứng. Trong Chương 14 bạn đã biết rằng lượng tiền cung ứng là kết quả của sự tương tác của 4 tác nhân: (1) Fed, (2) những người gửi tiền, (3) các ngân hàng, và (4) những người vay tiền từ ngân hàng.

Mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ được tóm tắt ở Bảng 16.1 cho bạn thấy các tác nhân này tác động qua lại như thế nào và các kết cục của những hành động của họ là gì.

PHÂN TÍCH KỶ MỘT VỤ HOẢNG LOẠN NGÂN HÀNG

Mô hình lượng tiền cung ứng mà chúng ta đã xây dựng là một công cụ hữu ích; chúng ta sẽ dùng nó trong các chương sau để xem xét nhiều vấn đề nảy sinh về chính sách tiền tệ tác dụng như thế nào và nó có thể được cải thiện như thế nào. Để áp dụng mô hình này, chúng ta hãy dùng nó để phân tích một hiện tượng kinh tế đặc biệt đáng quan tâm - một vụ hoảng loạn ngân hàng, trong đó một số lớn các ngân hàng vỡ nợ cùng một lúc. Các vụ hoảng loạn ngân hàng đã có tác động mạnh trong lịch sử; chúng bị coi là đã gây ra một trong những hiện tượng tởm hệt nền kinh tế nghiêm trọng nhất của nước Mỹ, kể cả cuộc Đại suy thoái. Sự nguy hiểm của các vụ hoảng loạn ngân hàng đã nêu bật trên báo chí mới đây, do các vụ hoảng loạn ngân hàng gần đây ở Ohio Maryland và Rhode Island (Xem Bài đọc thêm 16.2) và do sự sụp đổ của một vài tổ chức hoạt động ngân hàng lớn nhất của Mỹ - Continental Illinois, First Republic Bank of Texas và Bank of New

England. Mặc dù hiếm, nhưng có thể có các vụ hoảng loạn ngân hàng có tác động đến phương pháp chỉ đạo chính sách tiền tệ bởi vì việc ngăn ngừa chúng đòi hỏi một vai trò tích cực về phía Dự trữ Liên bang.

Do hầu hết các vụ hoảng loạn ngân hàng lúc đầu chỉ liên quan đến một số rất ít các ngân hàng, cho nên tốt nhất là bắt đầu với việc xem xét vì sao một ngân hàng riêng biệt vỡ nợ trong một cuộc khủng hoảng như vậy.

Một ngân hàng riêng lẻ

Trong một nền kinh tế không có hoạt động bảo hiểm tiền gửi liên bang, một vụ vỡ nợ ngân hàng nghĩa là những người gửi tiền sẽ không đòi lại được đầy đủ giá trị tiền gửi của họ. Nếu những người gửi tiền vì lý do gì đó (không có căn cứ hoặc có căn cứ) nghi ngờ rằng một ngân hàng có thể vỡ nợ, họ sẽ lập tức rút tiền của họ. Ngân hàng đó mất đi các khoản tiền dự trữ thậm chí có thể bị tổn thất do các dòng tiền rút ra sau đó. Những người gửi tiền khác thấy sự việc đó xảy ra cũng bắt đầu phân vân về tình trạng của ngân hàng đó, rồi họ cũng rút tiền của họ ra. Càng có nhiều người gửi tiền rút vốn ra, ngân hàng đó sẽ càng có ít tiền dự trữ và càng dễ có thể vỡ nợ hơn. Càng dễ có thể bị vỡ nợ hơn thì càng dễ có nhiều người gửi tiền đến ngân hàng đòi rút tiền ra. Quá trình tác động dây chuyền này, gây ra cảnh một vụ "dân chúng đổ xô tới ngân hàng đòi rút tiền", thường kết thúc với sự vỡ nợ của ngân hàng đó, trừ khi có được một cách gì đó để khôi phục lại lòng tin của công chúng.

BÀI ĐỌC THÊM 16.2

Các vụ hoảng loạn ngân hàng gần đây ở Ohio, Maryland, và Rhode Island

Cho tới những năm 1980, phần lớn dân chúng vẫn tin rằng các vụ hoảng loạn ngân hàng là một chuyện của quá khứ, vụ xảy ra sau chót là trong thời kỳ Đại suy thoái. Tuy nhiên các sự kiện ở Ohio, Maryland và Rhode Island trong những năm gần đây đã chứng tỏ rằng các vụ hoảng loạn ngân hàng vẫn còn là mối nguy hiểm cho sức khỏe của hệ thống tài chính.

Trong cả 3 tiểu bang, tiền gửi không được bảo hiểm bằng bảo hiểm tiền gửi liên bang; thay vào đó, chúng được bảo lãnh bằng một quỹ bảo hiểm tư nhân ở tiểu bang: ở Ohio là Ohio Deposit Guar-

antee Fund (Quỹ bảo hiểm tiền gửi Ohio), ở Maryland là Maryland Savings - Share Insurance Corporation (Công ty bảo hiểm tiền tiết kiệm - Cổ phần Maryland) và ở Rhode Island là Rhode Island Share & Deposit Indemnity Corporation (Công ty bảo đảm Cổ phần & tiền gửi Rhode Island). Khi các khoản tiền dự trữ được giữ ở các quỹ bảo hiểm này ít hơn số tiền tổn thất ở các tổ chức được bảo hiểm bị vỡ nợ, những người gửi tiền ở các tổ chức ngân hàng khác lo sợ họ sẽ chịu các tổn thất tiền gửi. Như phân tích của chúng ta trong chương này báo trước, các vụ hoảng

loạn ngân hàng này (gợi nhớ lại những vụ của những năm 1930) xảy ra khi dân chúng bắt đầu đổ xô tới các tổ chức khác đó đòi rút tiền ra.

Vụ hoảng loạn ngân hàng đầu tiên kể từ sau cuộc Đại suy thoái đã xảy ra ở Ohio sau khi Quỹ bảo đảm tiền gửi Ohio đã bị cạn sạch vì các tổn thất trong vụ vỡ nợ của Home State Savings Bank of Cincinnati (Ngân hàng tiết kiệm mua nhà tiểu bang Cincinnati) vào tháng 3 năm 1985 bởi vì các món cho vay lâm tình trạng tối tệ (do một công ty chứng khoán vay, công ty này đã thực hiện các hoạt động gian lận). Thống đốc Ohio đã tuyên bố một ngày ngừng hoạt động ngân hàng, tạm thời đóng cửa 70 tổ chức tiết kiệm, nhưng các ngân hàng này sau đó được mở cửa trở lại nhờ sự hỗ trợ của Dự trữ Liên bang và của Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang (FHLLBB) sau khi họ có được bảo hiểm tiền gửi liên bang.

Liên sau đó, vào tháng 5 năm 1985, do việc vỡ nợ của 2 ngân hàng tiết kiệm & cho vay Maryland đã làm phá sản Maryland Savings - Share Insurance Corporation. Một hoảng loạn gồm 100 ngân hàng S & L ở Maryland sau cùng được chặn tại bởi quyết định tạm thời của Thống đốc bang này qui định một giới hạn rút tiền 1000 đôla một tháng và thay thế bảo hiểm tiền gửi tư nhân bằng một cơ quan bảo hiểm mới được thành lập là State - backed deposit Insurance fund (Quỹ bảo hiểm tiền

gửi do tiểu bang bảo trợ).

Vụ hoảng loạn ngân hàng vỡ nợ tai hại nhất đã xảy ra ở Rhode Island vào tháng 1 năm 1991. Sau vụ vỡ nợ của một ngân hàng ở Providence thuộc Rhode Island, Thống đốc tiểu bang đã buộc phải tuyên bố một ngày ngừng hoạt động ngân hàng vào ngày 1 tháng 1, đóng cửa 45 ngân hàng nhỏ và liên hiệp tín dụng. Kết quả là sự hất động của 1,3 tỉ đôla trong 359.000 tài khoản ở một tiểu bang chỉ có 1 triệu dân. Đề nghị bảo lãnh của Thống đốc tiểu bang trả cho mỗi người gửi tiền ở các tổ chức vỡ nợ tối đa tới 12.500 đôla tiền mặt và phần còn lại của số tiền gửi của họ tối đa tới giới hạn được bảo hiểm 100.000 đôla, được nhận chứng chỉ tạm thời của tiểu bang (không có lãi suất), chứng chỉ này sẽ được hoàn trả tiền qua một vài năm (chứng chỉ tạm thời như thế này đã được phát hành lần cuối trong thời kỳ các vụ hoảng loạn ngân hàng ở những năm 1930). Phần tiền gửi vượt quá 100.000 đôla tại một ngân hàng vỡ nợ không có khả năng được hoàn trả. Tình trạng khó khăn nghiêm trọng về kinh tế đè nặng lên Rhode Island. Một người gửi tiền có 60.000 đôla tiết kiệm để sinh sống bị đóng cứng tại một liên hiệp tín dụng ở North Kingstown, Rhode Island đã phát biểu một tháng sau khi vụ hoảng loạn ngân hàng đó xảy ra rằng "Vùng này sắp sửa trở thành một thành phố ma nếu điều gì đó không nhanh chóng xảy ra".*

* Trích dẫn theo John R. Wike "Sợ hãi làm chấn động những người gửi tiền kỳ cựu ở Rhode Island, thúc đẩy nhiều người đòi tiền mặt ngay tức khắc". (Fear Strikes Old Stone Depositors in Rhode Island, Prompting Many to Demand Cash Immediately) - *Wall Street Journal* (January 28, 1991), P.A2.

Có thể dựa vào chính bản thân sự lo sợ vỡ nợ của một ngân hàng để phát triển nó, thậm chí đẩy một ngân hàng mạnh khỏe đến vỡ nợ. Tuy rằng một cá nhân người gửi tiền rút ra có thể là một điều tốt cho anh ta, nhưng toàn bộ người gửi tiền tại 1 ngân hàng rút tiền ra thì có thể là tồi tệ. Những cố gắng rút tiền của những người gửi dẫn đến điều mà những người đó sợ nhất - đóng cửa ngân hàng và điều thực tế là họ không thể đòi lại tiền gửi.

Hệ thống hoạt động ngân hàng

Việc vỡ nợ của một ngân hàng có thể làm cho những người gửi ở một ngân hàng khác nghi ngờ rằng ngân hàng của họ cũng có thể là nạn nhân của một vụ dân chúng đổ xô tới đòi rút tiền và sẽ vỡ nợ, đồng thời khởi động cho toàn bộ quá trình dân chúng đổ xô tới ngân hàng thứ 2 đòi rút tiền ra. Việc vỡ nợ của ngân hàng thứ 2 này có thể gây ra các vụ dân chúng đổ xô tới các ngân hàng đòi rút tiền, và toàn bộ quá trình có thể được nhân lên tới khi có một vụ hoảng loạn ngân hàng trọn vẹn trong đó một số lớn các ngân hàng vỡ nợ.

Thật kỳ lạ, sự mong muốn của ngân hàng tự bảo vệ mình lại có thể làm tăng sự hoảng loạn ngân hàng. Nếu một ngân hàng đang trải qua một cảnh dân chúng đổ xô tới đòi rút tiền ra hoặc lo sợ nó sẽ gây ra trong tương lai gần, nó cần có lượng tiền dự trữ quá mức để tránh các thiệt hại đi theo với các dòng tiền rút ra. Để tăng tiền dự trữ quá mức trong một vụ hoảng loạn ngân hàng (được gọi là "sự giành tính lỏng" - "scramble for liquidity"), ngân hàng này phải bán các chứng khoán và đòi lại các món tiền cho vay đồng thời giữ lại các khoản tiền thu được đó làm tiền dự trữ quá mức để bảo vệ mình. Việc giành tính lỏng đó gây ra các dòng tiền rút ra từ các ngân hàng khác và thu hẹp bội số tiền gửi với một kết quả thực là các ngân hàng khác dễ có thể vỡ nợ. Như trường hợp những người gửi tiền, sự mong muốn của từng ngân hàng riêng lẻ tự bảo vệ mình mặc dù là vì lợi ích riêng tốt nhất của họ, có thể là một việc gây tác hại cho toàn hệ thống hoạt động ngân hàng.

Các vụ dân chúng đổ xô tới ngân hàng đòi rút tiền và một vụ hoảng loạn ngân hàng có thể bị chặn lại bằng cách khôi phục lòng tin của những người gửi tiền cũng như của các ngân hàng vào tiềm lực của họ. Không có gì ngạc nhiên trong lời phát biểu của Franklin Delano Roosevelt : "chỉ có một thứ mà chúng ta phải sợ hãi là bản thân sự sợ hãi", được đưa ra sau khi nước Mỹ đã trải qua các vụ hoảng loạn ngân hàng nghiêm trọng nhất trong lịch sử của mình.

Để loại bỏ bầu không khí sợ hãi, các ngân hàng đôi khi đã liên kết với nhau nhằm nỗ lực ngăn ngừa các vụ vỡ nợ bằng việc cho một ngân hàng thuộc liên kết đang gặp khó khăn vay đủ tiền để sống còn trong một vụ dân chúng đổ xô tới đòi rút tiền. Vì sao một nhóm các ngân hàng muốn cứu một đối thủ cạnh tranh có thể sẽ lấy mất một phần doanh số của họ? Bởi vì đó là việc làm có lợi cho chính bản thân họ để ngăn ngừa một vụ hoảng loạn ngân hàng.

Một cách khác để ngăn ngừa một vụ hoảng loạn là ngân hàng trung ương cung cấp các khoản tiền dự trữ hùng mạnh cho hệ thống ngân hàng khi các vụ ngân hàng vỡ nợ xảy ra, sao cho các ngân hàng khác có đủ tiền dự trữ để đối phó với các dòng tiền rút ra tiềm ẩn. Ngân hàng trung ương có thể làm việc này bằng cách tăng cơ sở tiền tệ không vay (MB_n) hoặc bằng cách cho các ngân hàng vay không giới hạn trong thời gian có khủng hoảng đó. Nếu chính sách ngăn ngừa của Ngân hàng trung ương được công chúng biết rõ, thì những người gửi tiền sẽ không thấy cần phải rút tiền gửi của họ và các ngân hàng sẽ không còn cần đòi lại các món cho vay để tạo dựng các khoản tiền dự trữ quá mức của họ. Chỉ riêng sự biết rằng Ngân hàng trung ương sẽ nỗ lực ngăn ngừa một vụ dân chúng đổ xô tới ngân hàng đòi rút tiền thì thường cũng đủ để chặn đứng một vụ hoảng loạn đang trong quá trình diễn ra.

Như bạn sẽ thấy ở Chương 17, Ngân hàng trung ương Mỹ tức là Hệ thống Dự trữ Liên bang đã được thành lập để ứng phó với vụ hoảng loạn ngân hàng năm 1907. Vai trò dự định cho nó lúc ấy là nó sẽ là người cho vay cuối cùng trong một cuộc khủng hoảng ngân hàng; tức là, Fed có nhiệm vụ cung cấp tiền dự trữ cho các ngân hàng khi không còn ai khác muốn cho vay, để ngăn ngừa các vụ vỡ nợ ngân hàng. Không may là, Fed đã không hoàn thành đầy đủ vai trò của mình trong thời Đại suy thoái (xem Bài đọc thêm 16.3), một vụ vỡ nợ có hậu quả khốc liệt cho nền kinh tế Mỹ.

Một phương pháp sau cùng và quan trọng nhất để ngăn ngừa các vụ hoảng loạn ngân hàng là thiết lập bảo hiểm liên bang cho các món tiền gửi ở ngân hàng. Nếu những người gửi tiền biết rằng họ sẽ đòi lại được đủ giá trị tiền gửi khi các ngân hàng của họ vỡ nợ, sự ngờ vực một vụ ngân hàng vỡ nợ sẽ không còn khiến họ phải đổ xô tới ngân hàng đó đòi rút tiền. Sau các vụ hoảng loạn ngân hàng trong thời kỳ Đại suy thoái, Công ty bảo hiểm tiền gửi liên bang (FDIC) đã bước vào hoạt động từ ngày 1 tháng 1 năm 1934. Từ đó, hoạt động bảo hiểm tiền gửi liên bang đã thành công trong việc làm giảm rõ rệt số lượng các vụ ngân hàng vỡ nợ ở Mỹ mặc dù như chúng ta đã thấy ở Chương 11, nó cũng gây ra một số vấn đề khác.

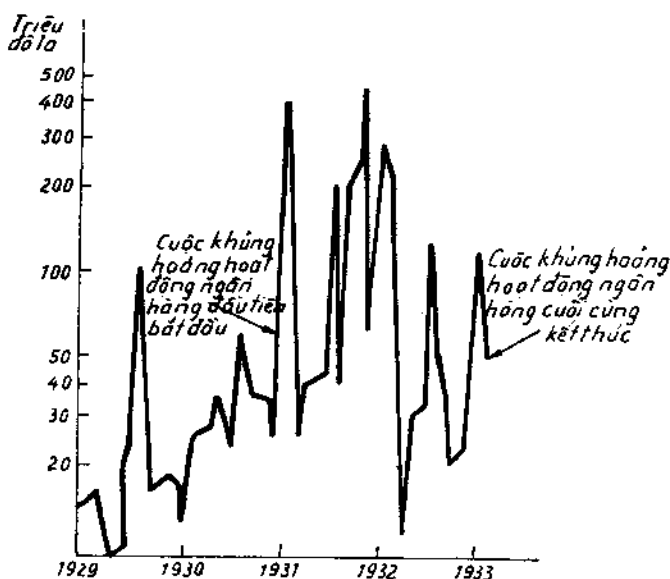
Hướng dẫn nghiên cứu

Để kiểm tra lại kiến thức của bạn về mô hình lượng tiền cung ứng, hãy xem liệu bạn có thể phân tích (không tham khảo nội dung trong sách này) các tác dụng của một vụ hoảng loạn ngân hàng đối với lượng tiền cung ứng dựa theo thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng.

Các vụ hoảng loạn ngân hàng và lượng tiền cung ứng

Bây giờ, chúng ta có thể áp dụng mô hình trước đây để xem tác dụng của một vụ hoảng loạn đối với lượng tiền cung ứng lúc đó sẽ là như thế nào.

Khi một vụ hoảng loạn ngân hàng xuất hiện, những người gửi tiền sẽ cố gắng tránh các tổn thất do các vụ ngân hàng vỡ nợ gây ra bằng cách chuyển tiền gửi của họ sang tiền mặt và (C/D) sẽ tăng. Như mô hình lượng tiền cung ứng báo trước, mức mở rộng bội số tổng quát lúc ấy sẽ giảm, và lượng tiền cung ứng sẽ giảm. Ngoài ra, các dòng tiền rút ra sẽ được dự tính là cao hơn và ngân hàng sẽ muốn nắm giữ thêm bảo hiểm dưới dạng tiền dự trữ quá mức. Từ đó đưa đến việc giành lấy tính lỏng (việc này làm tăng tỉ lệ tiền dự trữ quá mức (ER/D) nó sẽ làm



Hình 16.4. Tiền gửi tại các ngân hàng thương mại vỡ nợ 1929 - 1933.

giảm số tiền dự trữ sẵn sàng đi cân xứng với tiền gửi có thể phát séc, và điều này cũng sẽ làm cho lượng tiền cung ứng giảm. Như vậy, một vụ hoảng loạn ngân hàng sẽ có những tác dụng rất xấu đến lượng tiền cung ứng.

Phần ứng dụng sau đây xem xét giai đoạn tồi tệ nhất trong các vụ hoảng loạn ngân hàng ở Mỹ, giai đoạn ấy bắt đầu vào cuối năm 1930 và kết thúc vào ngày ngừng hoạt động ngân hàng tháng 3 năm 1933. Không có gì đáng ngạc nhiên là sự sụt giảm lớn nhất của lượng tiền cung ứng chưa từng có trong lịch sử Mỹ xảy ra cũng chính vào giai đoạn này.

ỨNG DỤNG

NHỮNG VỤ HOẢNG LOẠN NGÂN HÀNG TRONG THỜI KỲ ĐẠI SUY THOÁI : 1930 - 1933

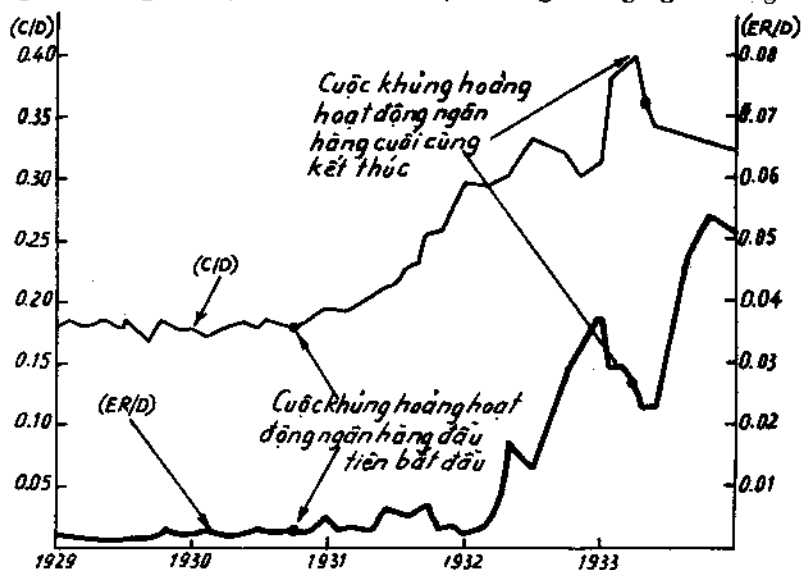
Chúng ta đã dùng mô hình lượng tiền cung ứng để tìm hiểu các động lực của một vụ hoảng loạn ngân hàng. Để thử nghiệm mô hình này, chúng ta nghiên cứu một thời kỳ lịch sử đặc biệt - Cuộc Đại suy thoái. Hình 16.4 trình bày cuộc khủng hoảng ngân hàng trong thời kỳ này bằng cách cho thấy số lượng tiền gửi ở các ngân hàng thương mại từ năm 1929 đến năm 1933. Trong cuốn sách kinh điển của mình, *A Monetary History of the United States*, (Lịch sử tiền tệ của nước Mỹ) 1867 - 1960, Milton Friedman và Anna Schwartz mô tả sự bắt đầu của cuộc khủng hoảng ngân hàng đầu tiên vào cuối năm 1930 như sau⁽⁷⁾ :

Trước tháng 10 năm 1930, tiền gửi tại các ngân hàng thương mại bị đình chỉ (vỡ nợ) đã hơi cao hơn so với hầu như suốt năm 1929 nhưng không ra ngoài phạm vi thường thấy trong cả thập kỷ trước đó. Vào tháng 11 năm 1930, chúng đã lớn hơn 2 lần, số lượng cao nhất ghi nhận được kể từ khi bắt đầu có số liệu hàng tháng kể từ năm 1921. Một vụ đông đảo các ngân hàng vỡ nợ diễn ra, đặc biệt tại Missouri, Indiana, Illinois, Iowa, Arkansas và North Carolina, khiến công chúng ráo riết chuyển đổi các món tiền gửi có thể phát séc và các món tiền gửi có kỳ hạn sang tiền mặt và cũng sang cả tiền gửi tiết kiệm bưu điện (postal savings deposits) tuy mức độ thấp

(7) Milton Friedman và Anna Jacobson Schwartz "Lịch sử tiền tệ của nước Mỹ, 1867 - 1960" (Princeton : Princeton University Press, 1963), pp 308-311.

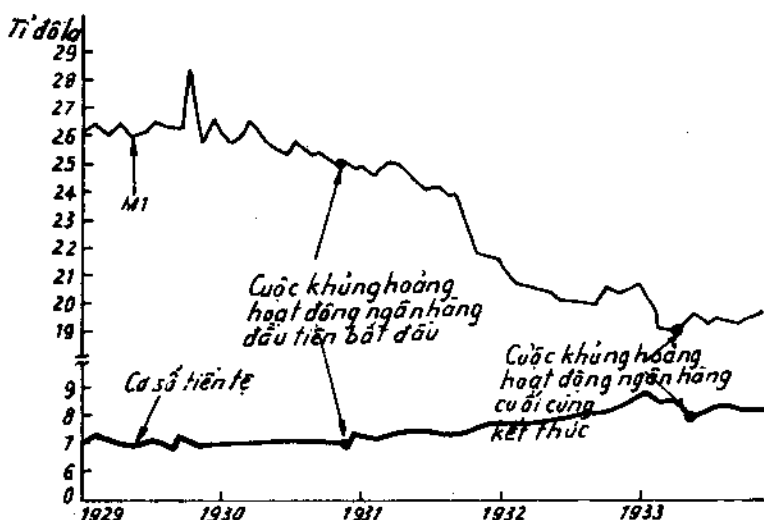
hơn nhiều. Một lây truyền sợ hãi lan rộng ra trong những người gửi tiền, bắt đầu từ các khu vực nông nghiệp là nơi đã trải qua tác động nặng nề nhất của các vụ ngân hàng vỡ nợ trong thời kỳ "những năm 20". Nhưng sự vỡ nợ của 250 ngân hàng với 180 triệu đôla tiền gửi vào tháng 11 năm 1930 đã được tiếp nối bằng sự vỡ nợ của 532 ngân hàng với trên 370 triệu đôla tiền gửi vào tháng 12 (tất cả các con số đã được chỉnh lại cho đúng theo mùa), vụ vỡ nợ chấn động nhất là vụ vỡ nợ vào ngày 11 tháng 12 của Bank of the United States với trên 200 triệu đôla tiền gửi. Vụ vỡ nợ đó đã đặc biệt quan trọng. Bank of the United States là ngân hàng thương mại lớn nhất (căn cứ theo số tiền gửi) đã bị vỡ nợ tính tới lúc đó trong lịch sử nước Mỹ. Hơn thế, tuy là một ngân hàng thương mại thông thường, tên gọi của nó đã làm nhiều người trong nước và ở nước ngoài xem nó theo cách này hay cách khác là một ngân hàng nhà nước, do đó sự vỡ nợ của nó đã tạo nhiều tác hại đến lòng tin so với sự sụp đổ của một ngân hàng có một tên gọi ít đặc biệt hơn.

Vụ hoảng loạn ngân hàng đầu tiên, từ tháng 10 năm 1930 đến tháng 1 năm 1931, có thể thấy rõ trên Hình 16.4 vào cuối năm 1930, lúc ấy có một sự tăng số tiền gửi tại các ngân hàng vỡ nợ. Theo mô hình lượng tiền cung ứng, (C/D) sẽ phải tăng mạnh ở giai đoạn mở đầu của cuộc khủng hoảng ngân hàng đầu tiên,



Hình 16.5. Tiền dự trữ quá mức và tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát sặc :
1929 - 1933.

và các ngân hàng lúc ấy sẽ phải cố gắng tự bảo vệ bằng cách tăng đáng kể tỉ lệ tiền dự trữ quá mức của họ, $\{ER/D\}$. Cả 2 sự dự báo này được tạo ra theo các số liệu trên Hình 16.5. $\{C/D\}$ đã bắt đầu tăng trong vụ hoảng loạn ngân hàng đầu tiên (tháng 10 năm 1930 - tháng 1 năm 1931). Đáng chú ý hơn là hình thái diễn biến của $\{ER/D\}$, nó đã tăng gấp hơn 2 lần kể từ tháng 11 năm 1930 đến tháng 1 năm 1931. Mô hình lượng tiền cung ứng cùng báo trước rằng khi $\{ER/D\}$ và $\{C/D\}$ tăng lên, lượng tiền cung ứng sẽ giảm - một sự báo trước được chứng cứ trên Hình 16.6 xác nhận. Lượng tiền cung ứng đã giảm mạnh vào tháng 12 năm 1930 và tháng 1 năm 1931 vụ hoảng loạn ngân hàng đầu tiên diễn ra.



Hình 16.6. M1 và cơ sở tiền tệ : 1929 - 1933.

Các cuộc khủng hoảng hoạt động ngân hàng tiếp tục xuất hiện từ năm 1931 đến năm 1933 theo kiểu mẫu thông thường mà mô hình của chúng ta dự báo : $\{C/D\}$ tiếp tục tăng, $\{ER/D\}$ cũng vậy. Vào cuối các cuộc khủng hoảng ngân hàng tháng 3 năm 1933, lượng tiền cung ứng ($M1$) đã giảm hơn 25% - sự giảm vượt xa tất cả các đợt giảm trong lịch sử nước Mỹ và có thể không phải ngẫu nhiên mà nó đã trùng với sự co hẹp kinh tế tồi tệ nhất (xem Chương 8). Đáng chú ý hơn nữa là sự sụt giảm này đã xảy ra bất chấp việc cơ sở tiền tệ tăng 20% - điều đó chứng minh những thay đổi về $\{C/D\}$ và $\{ER/D\}$ trong các vụ hoảng loạn ngân hàng quan trọng đến mức nào trong việc xác định lượng tiền cung ứng. Nó cũng chứng minh rằng công việc chỉ đạo chính sách tiền tệ của Fed có thể phức tạp vì thái độ cư xử của người gửi tiền và của ngân hàng (xem Bài đọc thêm 16.3).

BÀI ĐỌC THÊM 16.3

Vì sao Fed đã để cho các vụ hoảng loạn ngân hàng vào các năm 1930 - 1933 xảy ra ?

Cơ quan Dự trữ Liên bang đã hoàn toàn thụ động trong các vụ hoảng loạn ngân hàng trong thời kỳ Đại suy thoái và đã không thực hiện vai trò dự định cho nó : "Người cho vay cuối cùng" để ngăn chặn chúng. Nhìn lại quá khứ, thái độ cư xử của Fed có vẻ khá lạ thường, nhưng nên nhớ rằng sự nhận thức vấn đề sau khi sự việc xảy ra luôn đúng hơn sự thấy trước.

Lý do chủ yếu của việc Fed không hành động là ở chỗ các quan chức của Dự trữ Liên bang đã không hiểu được tác động xấu mà các vụ ngân hàng vỡ nợ có thể có đối với lượng tiền cung ứng và các hoạt động kinh tế. Friedman và Schwartz tuyên bố rằng các quan chức Dự trữ Liên bang "đã có xu hướng coi các vụ ngân hàng vỡ nợ là những hậu quả đáng tiếc của việc quản lý ngân hàng hoặc thực hành các hoạt động ngân hàng không tốt, hoặc như những phản ứng không tránh khỏi đối với sự đầu cơ quá mức từ trước, hoặc là một hậu quả chứ hầu như không là nguyên nhân của sự sụp đổ kinh tế và tài chính trong quá trình tiến hành". Ngẫu nhiên, các vụ ngân hàng vỡ nợ trong các giai đoạn đầu của những vụ hoảng loạn ngân hàng "đã được tập trung vào trong số

những ngân hàng nhỏ và do các bộ mặt có ảnh hưởng nhất trong hệ thống này là những ngân hàng ở các thành phố lớn, họ đã phản nài về sự tồn tại của các ngân hàng nhỏ, và sự biến mất của các ngân hàng nhỏ đó có thể được coi như chuyện dễ chịu".

Friedman và Schwartz cũng chỉ ra rằng có thể là nhân viên chính quyền đã đóng vai trò quan trọng trong sự thụ động của Fed trong giai đoạn này. Ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, ngân hàng mãi tới năm 1928 còn là lực lượng thống trị trong hệ thống Dự trữ Liên bang, đã biện hộ một cách mạnh mẽ cho một chương trình đẩy nỗ lực về các vụ mua trên thị trường tự do để cung cấp tiền dự trữ cho hệ thống ngân hàng trong các giai đoạn hoảng loạn. Tuy nhiên, các bộ mặt mạnh mẽ khác trong hệ thống Dự trữ Liên bang đã chống lại quan điểm của New York Bank, và New York Bank đã bị thua trong cuộc biểu quyết. (Bình luận của Friedman và Schwartz về các nhân vật chủ chốt của Hệ thống Dự trữ Liên bang trong giai đoạn này làm cho việc nghiên cứu được hấp dẫn, và hạn có thể thích thú với cuốn sách rất đáng đọc của họ).

TÓM TẮT

1. Sự tương tác giữa lý thuyết lượng cầu tài sản và số hiệu kinh nghiệm đem lại một khuôn mẫu cho phép chúng ta nhận biết 4 yếu tố chủ yếu ảnh hưởng đến tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc : (a) của cái, (h) lãi suất đối với tiền gửi có thể phát séc, (c) các vụ hoảng loạn ngân hàng, và (d) hoạt động bất hợp pháp. Tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc có tương quan thuận với các vụ hoảng loạn ngân hàng và với hoạt động bất

hợp pháp, ngược lại, nó có tương quan nghịch đảo đối với của cái và lãi suất của tiền gửi có thể phát séc.

2. Mức độ mong muốn về tỉ lệ tiền dự trữ quá mức có tương quan nghịch đối với lãi suất và có tương quan thuận đối với các dòng tiền rút ra dự tính. Việc vay chiết khấu từ Fed có tương quan thuận đối với các lãi suất thị trường và có tương quan nghịch đối với lãi suất chiết khấu.

3. Mô hình lượng tiền cung ứng đầy đủ tập trung vào tác dụng của 9 yếu tố. Các kết quả được tóm tắt trong Bảng 16.1, nó cho thấy lượng tiền cung ứng bị tác động như thế nào khi các yếu tố này thay đổi.

4. Hiện tượng hoảng loạn ngân hàng soi sáng nhiều trong số các nguyên tắc phân tích lượng tiền cung ứng. Khi lo sợ các ngân hàng sẽ vỡ nợ, những người gửi tiền chuyển đổi

tiền của họ sang tiền mặt gây ra sự tăng mạnh tỉ lệ (C/D) và làm thu hẹp lượng tiền cung ứng. Các ngân hàng, khi cố gắng tự bảo vệ bản thân để phòng các dòng tiền rút ra do việc vừa nói, tăng tỉ lệ tiền dự trữ quá mức của họ, (ER/D) đồng thời dẫn đến sự sụt giảm thêm lượng tiền cung ứng. Đây đúng là điều diễn ra trong thời kỳ Đại suy thoái, trong đó lượng tiền cung ứng đã giảm 25% (tuy rằng cơ sở tiền tệ đã tăng 20%).

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Nếu tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc tăng từ mức hiện hành của nó điều này có thể hàm ý gì về sự phát triển của kinh tế ngầm.

*2. Vì sao hình thái diễn biến theo chu kỳ của lãi suất (tăng trong các giai đoạn phát đạt của chu kỳ kinh doanh và giảm trong các giai đoạn suy thoái) dẫn đến các biến động theo chu kỳ của lượng tiền cung ứng?

3. Hãy trả lời câu sau là đúng, sai hoặc không rõ rệt: "Tự bảo vệ có thể là tự phá hoại trong một vụ hoảng loạn ngân hàng". Hãy giải thích.

SỬ DỤNG PHÂN TÍCH KINH TẾ ĐỂ DỰ BÁO TƯƠNG LAI

*4. Khác với cách thức thực hiện ở Mỹ, các cuộc điều tra của chính phủ Thụy Sĩ không được dùng đến các sổ sách về ngân hàng của các cá nhân hoặc của các công ty. Nếu nước Mỹ quyết định chấp nhận tính cách này của hệ thống Thụy Sĩ, bạn dự báo điều gì sẽ xảy ra tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc?

5. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc nếu việc hút thuốc lá bị coi là bất hợp pháp?

*6. Khi giữ tất cả các yếu tố khác không đổi, hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc trong 20 năm tới nếu của cải tiếp tục tăng?

7. Nếu chính phủ khôi phục lại các điều lệ để ngăn ngừa việc thanh toán tiền lãi cho

tiền gửi có thể phát séc, điều gì sẽ xảy ra cho tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc?

*8. Fed hiện vẫn đang thảo luận về khả năng thanh toán tiền lãi cho tiền dự trữ quá mức. Nếu điều này xảy ra, thì điều gì sẽ xảy ra cho mức (ER/D) ?

9. Nếu FEDIC bị bãi bỏ, điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng với tư cách là kết quả của thái độ cư xử của ngân hàng? của thái độ cư xử của người gửi tiền?

*10. Bạn dự báo điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng nếu lạm phát dự tính hất ngửa tăng lên?

11. Nếu nền kinh tế bắt đầu bột phát và lượng cầu tiền vay tăng vọt, bạn dự báo điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng?

*12. Milton Friedman có lúc đã gợi ý rằng việc cho vay chiết khấu của Dự trữ Liên bang nên được bãi bỏ. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng nếu gợi ý của Friedman được áp dụng?

13. Nếu Fed thanh toán lãi suất thị trường cho tiền dự trữ và cũng đặt lãi suất chiết khấu của nó ở cùng mức lãi suất này, bạn dự báo điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng nếu lãi suất tăng lên?

*14. Nếu Quốc hội giảm tiền phạt đối với việc lùn giá séc, điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng?

15. Hãy dự báo điều gì sẽ xảy ra cho lượng tiền cung ứng nếu Fed thực hiện các vụ mua trên thị trường vào lúc mà lãi suất thị trường đang tăng lên?

Phần V

HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG VÀ CHỈ ĐẠO CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

CHƯƠNG 17

Cấu trúc Hệ thống Dự trữ Liên bang

LỜI DẪN

Việc phân tích của chúng tôi về cung ứng tiền tệ trong các chương trước xác nhận vai trò quan trọng của Hệ thống Dự trữ Liên bang - một tổ chức nhà nước của Mỹ chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ của nước Mỹ - trong quá trình cung ứng tiền tệ. Thật vậy, hơn ba phần tư sự biến động trong việc cung ứng tiền tệ có thể coi là do những thay đổi trong cơ sở tiền tệ (tiền đang lưu thông cộng dự trữ) mà Fed có thể kiểm soát được, rõ ràng Fed là "cầu thủ dân dốt" còn các tổ chức khác là "vai phụ". Thế nhưng ai là người kiểm soát Fed và quyết định hoạt động của nó ? Nguyên nhân nào quyết định thái độ của Fed ? Ai là người nắm quyền lực ? Fed ?

Trong chương này ta xem xét cấu trúc, thể chế chính thức của Fed và cấu trúc không chính thức phù hợp hơn này quyết định quyền lực thực sự của Hệ thống Dự trữ Liên bang nằm ở đâu. Hiểu được ai quyết định, chúng ta sẽ có một ý niệm đúng hơn về việc những quyết định đó được hoạch định như thế nào. Do đó chúng ta có thể hiểu được dễ dàng hơn chính sách tiền tệ hiện nay được mô tả trong hai chương tiếp theo.

NGUỒN GỐC CỦA HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG

So với các ngân hàng trung ương trên thế giới thì Hệ thống Dự trữ Liên bang có một cấu trúc không bình thường nhất. Để hiểu được tại sao lại hình thành cấu trúc đó, chúng ta phải lui về thời kỳ trước 1913, khi Hệ thống Dự trữ Liên bang được thành lập.

Trước thế kỷ 20, đặc điểm chủ yếu của các nền chính trị Mỹ là nỗi lo sợ một quyền lực tập trung, như có thể được thấy trong những điều kiểm chế và cân đối của Hiến pháp và việc bảo vệ các quyền của các bang. Mối lo về quyền lực tập trung là một nguồn gốc của thái độ chống đối của người Mỹ cho đến năm 1913 đối với việc thành lập một ngân hàng trung ương. Một nguyên nhân khác là sự hoài nghi có tính chất truyền thống Mỹ của những giới giàu có mà tiêu biểu nhất là các ngân hàng trung ương. Thái độ chống đối công khai của công chúng Mỹ đối với việc tồn tại một ngân hàng trung ương đưa đến kết quả là việc phá sản của hai thử nghiệm đầu tiên tập trung ngân hàng mà chức năng của nó là ổn định trật tự hệ thống ngân hàng: Ngân hàng thứ nhất của Mỹ (giải thể năm 1811) và Ngân hàng thứ hai của Mỹ (do tổng thống Andrew Jackson bãi bỏ năm 1836).

Việc bãi bỏ ngân hàng thứ hai của Mỹ năm 1836 gây nên một vấn đề nghiêm trọng cho các thị trường tài chính Mỹ, bởi vì không có người cho vay cuối cùng có thể cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng để ngăn chặn sự sụp đổ ngân hàng. Trong thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20, sự phá sản của ngân hàng trong toàn quốc đã trở thành một hiện tượng thường xuyên - xảy ra trong các năm 1819, 1837, 1857, 1873, 1884, 1893 và 1907. Sự sụp đổ năm 1907 là do sự phá sản lan rộng của các ngân hàng và sự thiệt hại nghiêm trọng của những người gửi tiền làm cho công chúng Mỹ cuối cùng mới nhận ra rằng cần phải có một ngân hàng trung ương để ngăn không cho những tình trạng sụp đổ xảy ra trong tương lai. Thái độ thù địch của công chúng Mỹ đối với các ngân hàng và các tổ chức tập trung gây nên sự phản đối mạnh mẽ việc thành lập một ngân hàng trung ương duy nhất kiểu như ngân hàng Anh. Đã lan truyền một sự sợ hãi rằng những giới giàu có tại Wall Street (bao gồm những công ty và ngân hàng lớn nhất) có thể dùng một tổ chức như vậy để kiểm soát nền kinh tế và rằng việc kiểm soát liên bang của ngân hàng trung ương có thể dẫn đến việc can thiệp quá nhiều vào hoạt động của các ngân hàng tư nhân. Có nhiều ý kiến khác nhau nghiêm trọng đối với việc ngân hàng trung ương là một ngân hàng tư nhân hay là một tổ chức chính phủ. Do có những tranh cãi gay gắt về các vấn đề đó mà phải đi đến một sự thỏa hiệp. Theo truyền thống của Mỹ, Quốc hội thảo ra hệ thống những điều kiểm chế và cân đối

trong Luật Dự trữ Liên bang năm 1913, Luật này thiết lập Hệ thống Dự trữ Liên bang với 12 ngân hàng dự trữ liên bang khu vực.

CẤU TRÚC CHÍNH THỨC CỦA HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG

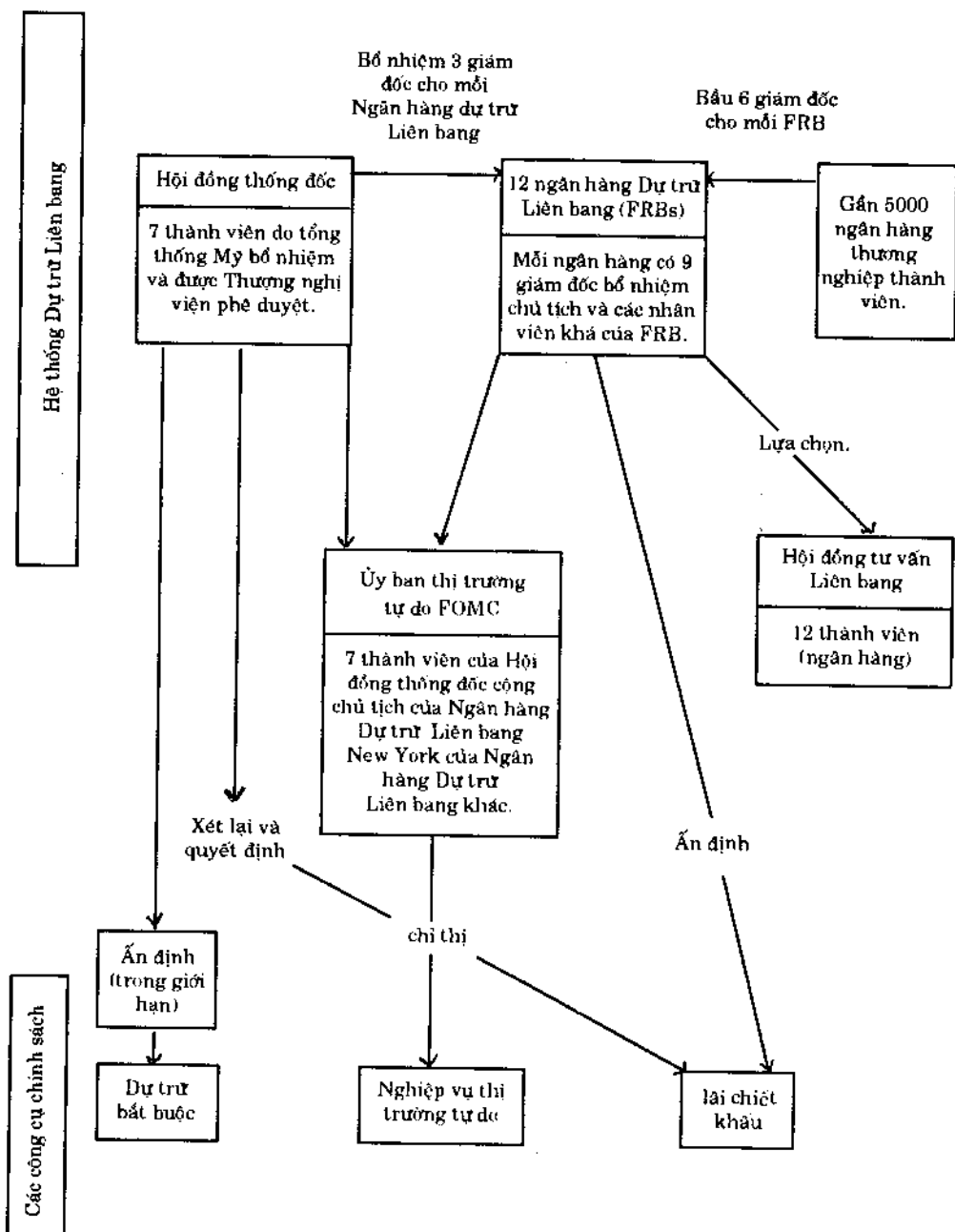
Theo ý định của những người soạn thảo đạo luật Dự trữ Liên bang, cấu trúc chính thức của Hệ thống Dự trữ Liên bang là nhằm phân rộng quyền lực theo vùng lãnh thổ, giữa khu vực tư nhân và nhà nước, và giữa các ngân hàng, giới kinh doanh và công chúng. Việc phân rộng ban đầu về quyền lực đã dẫn đến việc Hệ thống Dự trữ Liên bang tiến triển bao gồm các tổ chức sau : *Các ngân hàng Dự trữ Liên bang, Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, ủy ban Thị trường Tự do Liên bang (FOMC), Hội đồng Tư vấn Liên bang* và khoảng 5.000 ngân hàng thương mại thành viên. Hình 17.1 phác họa mối quan hệ giữa những tổ chức này với nhau và với ba công cụ chính sách của Fed (nghiệp vụ thị trường tự do, lãi suất chiết khấu và dự trữ bắt buộc).

Các ngân hàng dự trữ

Mỗi một trong 12 vùng dự trữ liên bang có một ngân hàng dự trữ liên bang chính, một vài ngân hàng này có một số chi nhánh ở các thành phố khác trong vùng.

Ba ngân hàng Dự trữ Liên bang lớn nhất sắp xếp theo số vốn là ngân hàng của New York, Chicago và San Francisco - gộp chung lại ba ngân hàng này chiếm hơn 50% vốn (cho vay chiết khấu, chứng khoán, v.v...) trong Hệ thống Dự trữ Liên bang. Ngân hàng New York, với hơn 30% vốn là một trong ngân hàng Dự trữ Liên bang quan trọng nhất, bởi vì vùng của nó có nhiều Ngân hàng thương mại lớn nhất tại Mỹ và bởi vì vùng này có tiếp xúc trực tiếp với thị trường tài chính chủ yếu hoạt động ngoài thành phố New York.

Mỗi một ngân hàng dự trữ là một tổ chức công ty gần như của nhà nước do các ngân hàng thương mại tư nhân trong khu vực làm chủ mà những ngân hàng đó là thành viên của Hệ thống Dự trữ Liên bang. Những ngân hàng thành viên đó đã mua cổ phiếu tại ngân hàng Dự trữ Liên bang vùng của họ (một yêu cầu đối với các thành viên) và lãi cổ phiếu trả cho các cổ phiếu đó bị giới hạn trong mức 6%/năm. Các ngân hàng thành viên bầu 6 giám đốc cho mỗi ngân hàng Dự trữ Liên bang vùng ; 3 người nữa do Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang bổ nhiệm. Chín giám đốc này cùng bầu ra chủ tịch ngân hàng (phải được



Hình 17.1. Cơ cấu chính thức và vị trí của các công cụ chính sách trong Dự trữ Liên bang.

Hội đồng thống đốc phê chuẩn).

Các giám đốc của một vùng được phân thành 3 loại (A, B và C) : 3 giám đốc loại A (do các ngân hàng thành viên bầu) là những nhà ngân hàng chuyên nghiệp, và 3 giám đốc loại B (cũng do các ngân hàng thành viên bầu) là những nhà kinh doanh có danh tiếng trong lĩnh vực công nghiệp, thương mại, và nông nghiệp. Ba giám đốc loại C do Hội đồng thống đốc bổ nhiệm để đại diện cho quyền lợi của công chúng phải là những người không phải là viên chức, người làm công hoặc là cổ đông của các ngân hàng. Cách chọn giám đốc như vậy theo Luật Dự trữ Liên bang là nhằm bảo đảm cho các giám đốc của mỗi ngân hàng Dự trữ Liên bang phản ánh được mọi vùng đại diện của công chúng Mỹ.

Mười hai ngân hàng Dự trữ Liên bang có nhiệm vụ (1) thanh toán séc ; (2) phát hành tiền mới ; (3) thu hồi tiền bị hư hỏng trong lưu thông ; (4) đánh giá một số yêu cầu sát nhập ; (5) quản lý và cho vay chiết khấu cho các ngân hàng trong vùng của mình ; (6) trung gian liên hệ giữa giới kinh doanh với Hệ thống Dự trữ Liên bang ; (7) thanh tra các ngân hàng thành liên bang ; (8) thu thập các dữ liệu về các điều kiện kinh doanh của địa phương ; và (9) với đội ngũ đông đảo những nhà kinh tế chuyên nghiệp, nghiên cứu các vấn đề về việc thực hiện chính sách tiền tệ và xuất bản các tạp chí (một nguồn tài liệu bổ sung phong phú cho các sinh viên ngân hàng và tiền tệ) trình bày các quan điểm của mình.

Mười hai ngân hàng Dự trữ Liên bang tham gia vào chính sách tiền tệ bằng nhiều cách : (1) họ ấn định lãi suất chiết khấu (mặc dầu lãi suất chiết khấu tại mỗi vùng đều do Hội đồng thống đốc xem xét lại và quyết định) ; (2) họ quyết định ngân hàng nào, ngân hàng thành viên hay không thành viên, được vay chiết khấu của Ngân hàng Dự trữ Liên bang ; (3) mỗi ngân hàng trong số họ chọn một ngân hàng thương mại tham gia vào Ủy ban Tư vấn Liên bang, Ủy ban này tư vấn cho Hội đồng thống đốc và đề ra những ý kiến cho việc chỉ đạo chính sách tiền tệ ; và (4) năm chủ tịch ngân hàng, mỗi người có một phiếu bầu tại Ủy ban thị trường tự do liên bang (FOMC), Ủy ban này chỉ đạo các nghiệp vụ thị trường tự do (mua bán các chứng khoán nhà nước mà tác động đến cơ sở tiền tệ). Chủ tịch của Fed New York lúc nào cũng có một phiếu bầu tại FOMC, điều này làm cho nó trở thành một ngân hàng quan trọng nhất, trong khi bốn phiếu bầu khác được trao cho các ngân hàng vùng luân phiên nhau giữa 12 chủ tịch ngân hàng còn lại.

Các ngân hàng thành viên

Tất cả các ngân hàng quốc gia (những ngân hàng thương mại được thành lập bởi Viện giám sát tiền tệ) đều phải là thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang. Các ngân hàng thương mại do các bang thành lập không buộc phải là thành viên của hệ thống, nhưng họ có quyền chọn làm thành viên. Hiện nay khoảng 40% các ngân hàng thương mại tại Mỹ là thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang, có giảm đi so với mức cao nhất là 49% năm 1947.

Trước năm 1980, chỉ có những ngân hàng thành viên mới phải gửi dự trữ tại các ngân hàng Dự trữ Liên bang; các ngân hàng không thành viên bắt buộc phải gửi dự trữ theo qui định của các bang của họ, cho phép họ giữ phần dự trữ vượt quá dưới hình thức chứng khoán có lãi. Bởi vì khoản dự trữ gửi tại các ngân hàng Dự trữ Liên bang không được hưởng lãi, rõ ràng là làm một thành viên của hệ thống là bị thiệt thòi, và do lãi suất tăng lên cho nên thiệt thòi tương đối của các ngân hàng thành viên cũng tăng lên, và càng ngày có nhiều ngân hàng rời bỏ hệ thống.

Việc giảm thành viên trong Fed là mối lo ngại lớn nhất của Hội đồng thống đốc (một lý do là việc đó làm giảm sút sự kiểm soát của Fed đối với việc cung ứng tiền tệ, làm cho Fed tiến hành chính sách tiền tệ càng khó khăn hơn). Chủ tịch Hội đồng thống đốc kêu gọi đi kêu gọi lại phải có một thể chế mới bắt buộc tất cả các ngân hàng thương mại phải là thành viên của hệ thống Dự trữ Liên bang. Một kết quả của áp lực của Fed đối với Quốc hội là một điều khoản trong đạo Luật giải tỏa những Thể chế nhận tiền gửi và kiểm soát tiền tệ năm 1980: mọi ngân hàng bị bắt buộc phải (vào năm 1987) gửi dự trữ tại Fed như nhau, do đó ngân hàng thành viên cũng như ngân hàng không thành viên sẽ bình đẳng về mặt dự trữ bắt buộc. Ngoài ra, tất cả các ngân hàng đều được vay Dự trữ Liên bang như chiết khấu và được thanh toán bù trừ séc tại Fed trên cơ sở bình đẳng. Những điều khoản này đã chấm dứt tình trạng giảm sút thành viên trong Fed và đã thu hẹp sự khác biệt giữa các ngân hàng thành viên và ngân hàng không thành viên.

Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang

Đứng đầu Hệ thống Dự trữ Liên bang là Hội đồng thống đốc 7 người, trụ sở chính tại Washington. Mỗi thống đốc đều do Tổng thống Mỹ bổ nhiệm và Quốc hội phê chuẩn. Nhằm hạn chế sự kiểm soát cá nhân của Tổng thống đối với Fed và tách khỏi những áp lực chính trị khác, các thống đốc làm việc với thời hạn 14

năm không được phép tái hạn, mỗi nhiệm kỳ thống đốc⁽¹⁾ kết thúc vào tháng giêng. Các thống đốc (nhiều người là những nhà kinh tế chuyên nghiệp) phải là những người từ các vùng Dự trữ Liên bang khác nhau, nhằm mục đích tránh việc các giới kinh doanh của một vùng có quá nhiều đại diện. Chủ tịch của Hội đồng thống đốc được lựa chọn trong số 7 thống đốc và làm việc trong thời hạn 4 năm. Theo tập quán thì một khi một chủ tịch mới được lựa chọn thì chủ tịch cũ phải rút ra khỏi.

Hội đồng, ngay cả khi thời hạn thống đốc của ông ta hãy còn nhiều năm. Hội đồng thống đốc chịu trách nhiệm quyết định về việc chỉ đạo chính sách tiền tệ. Tất cả 7 thống đốc đều là thành viên của Ủy ban thị trường tự do Liên bang và biểu quyết về việc chỉ đạo các nghiệp vụ thị trường tự do. Do trong Ủy ban chỉ có 12 thành viên có quyền biểu quyết (7 thống đốc và 5 chủ tịch của các ngân hàng vùng) nên Hội đồng chiếm đa số phiếu. Hội đồng cũng ấn định (trong phạm vi luật pháp qui định) mức dự trữ bắt buộc và thực sự kiểm soát lãi suất chiếu khấu bằng quá trình "xem xét lại và quyết định", theo đó Hội đồng tán thành hay bác bỏ lãi suất chiết khấu do các ngân hàng Dự trữ Liên bang ấn định. Chủ tịch Hội đồng làm tư vấn cho Tổng thống Mỹ về chính sách kinh tế, làm chứng tại Quốc hội và nhân danh Fed để phát biểu trên các phương tiện truyền thông đại chúng. Chủ tịch và các thống đốc khác cũng có thể đại diện cho nước Mỹ tại các cuộc đàm phán với các chính phủ nước khác về các vấn đề kinh tế. Hội đồng có một đội ngũ các nhà kinh tế chuyên nghiệp (rộng lớn hơn đội ngũ của các ngân hàng Dự trữ Liên bang) cung cấp các phân tích kinh tế để Hội đồng sử dụng khi ra những quyết định của mình.

Theo luật pháp, Hội đồng thống đốc thường được giao các nhiệm vụ không liên quan trực tiếp đến việc chỉ đạo chính sách tiền tệ. Ví dụ, trước đây, hội đồng ấn định các lãi suất tối đa cho một số loại tiền gửi kỳ hạn theo Quy định Q. (từ ngày Quy định Q bị bãi bỏ năm 1986, thì hội đồng không còn quyền này nữa). Theo đạo Luật kiểm soát tín dụng năm 1969 (hết hạn năm 1982) Hội đồng có quyền điều chỉnh và kiểm soát tín dụng một khi được

(1) Mặc dầu về mặt kỹ thuật thời hạn thống đốc không được tái hạn, nhưng mỗi thống đốc có thể thôi chức trước khi thời hạn của người đó hết hạn và rồi lại được Tổng thống bổ nhiệm. Điều này giải thích tại sao có trường hợp có một thống đốc đã từng làm việc thời hạn 28 năm. Từ khi William McChesney Martin, chủ tịch từ 1951 đến 1970 rút khỏi Hội đồng năm 1970, thì thống lệ kéo dài thời hạn thống đốc quá 14 năm không còn xảy ra nữa.

Tổng thống Mỹ chấp nhận. Hội đồng thống đốc cũng ấn định mức yêu cầu, tức là tỷ lệ giá mua chứng khoán, phải trả bằng tiền mặt, hơn là bằng vốn vay. Hội đồng cũng ấn định tiền lương của chủ tịch và các nhân viên của mỗi ngân hàng Dự trữ Liên bang và xem xét lại ngân sách của mỗi ngân hàng. Cuối cùng, Hội đồng có những chức năng quan trọng điều chỉnh ngân hàng : Hội đồng chấp nhận các việc sát nhập ngân hàng và xác định rõ những hoạt động nào mà các công ty cổ phần ngân hàng được phép tiến hành.

Ủy ban thị trường tự do liên bang (FOMC)

FOMC thường họp 8 lần trong một năm (khoảng 6 tuần một lần) và ra các quyết định về việc chỉ đạo các nghiệp vụ thị trường tự do, những nghiệp vụ này ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ. Ủy ban gồm có 7 thành viên của Hội đồng thống đốc, chủ tịch ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, và các chủ tịch của 4 ngân hàng Dự trữ Liên bang khác. Chủ tịch của Hội đồng thống đốc đồng thời là chủ tịch của FOMC. Mặc dù chỉ có các chủ tịch của 5 ngân hàng Dự trữ Liên bang là thành viên có quyền biểu quyết của FOMC, nhưng 7 chủ tịch khác của các ngân hàng vùng cũng dự các cuộc họp của FOMC và tham gia thảo luận. Vì vậy họ cũng có một số đóng góp trong các quyết định của Ủy ban.

Do các nghiệp vụ thị trường tự do là một công cụ quan trọng nhất mà Fed có trong tay để kiểm soát cung ứng tiền tệ, nên FOMC nhất thiết phải là tiêu điểm cho việc hoạch định chính sách của hệ thống Dự trữ Liên bang. Mặc dù dự trữ bắt buộc và lãi suất chiết khấu trên thực tế không phải do FOMC ấn định, song những quyết định về những công cụ chính sách này thực sự đã được hoạch định tại đây. FOMC trên thực tế không tiến hành mua bán chứng khoán mà ra những chỉ thị cho bộ phận kinh doanh của ngân hàng Dự trữ Liên bang New York, tại đây người quản lý các nghiệp vụ thị trường tự do trong nước giám sát việc đồng đảo công chúng mua bán chứng khoán nhà nước hoặc chứng khoán của các tổ chức khác⁽²⁾. Người quản lý liên hệ hàng ngày với các thành viên của FOMC và với nhân viên của họ về hoạt động của phòng kinh doanh.

(2) Các quyết định trong chỉ thị thường không thống nhất, và những quan điểm bất đồng được công khai hóa. Tuy nhiên, trừ một số rất ít trường hợp, phiếu biểu quyết của chủ tịch thường là thắng thế.

BÀI HỌC THÊM 17.1

Toàn cảnh

Châu Âu 1992 : Liệu có thể có một ngân hàng trung ương châu Âu mới - Eurofed, không ?

Cộng đồng kinh tế châu Âu (EEC) đã đưa ra kế hoạch thành lập một ngân hàng trung ương vào tháng 1 năm 1993, coi đó là một bộ phận của sáng kiến châu Âu 1992 nhằm thúc đẩy liên kết kinh tế của 12 nước Cộng đồng châu Âu (EC). Ngân hàng trung ương châu Âu tương lai sẽ được xây dựng theo mô hình của hệ thống Dự trữ Liên bang trong đó các ngân hàng trung ương cho mỗi nước sẽ có vai trò tương tự như các Ngân hàng Dự trữ Liên bang vùng. Ngân hàng trung ương châu Âu đã được gọi một cách thích hợp là "Eurofed", lấy việc ổn định giá cả làm mục tiêu trung tâm của mình và sẽ

độc lập với EC và các chính phủ quốc gia. Ngân hàng sẽ chỉ đạo chính sách tiền tệ và can thiệp vào thị trường ngoại hối, đúng như Dự trữ Liên bang đã làm. Mặc dù kế hoạch của EEC là như vậy, nhưng việc thành lập Eurofed không hẳn là điều chắc chắn.

Bởi vì việc thành lập Eurofed có nghĩa là chủ quyền và quyền lực quốc gia sẽ bị vi phạm, nên đã gây nên mối lo ngại ở các nước. Chính phủ Anh, chẳng hạn đã phản đối kế hoạch Eurofed, nhất là ý định chỉ có một đồng tiền dựa trên đồng ECU (đơn vị tiền tệ châu Âu) như là một bộ phận của nghiệp vụ của Eurofed.

Cơ cấu chính thức mà chúng tôi vừa mô tả qua có thể là một mô hình cho một ngân hàng trung ương châu Âu, như được mô tả trong Bài đọc thêm 17.1.

CẤU TRÚC CHÍNH THỨC CỦA HỆ THỐNG DỰ TRỮ LIÊN BANG

Đạo luật Dự trữ Liên bang và các chế định khác cho chúng ta một ý niệm về cấu trúc chính thức của hệ thống Dự trữ Liên bang, và ai ra các quyết định tại Fed. Tuy nhiên, những gì được viết trên giấy trắng mực đen không nhất thiết phản ánh thực tế của quyền lực và cấu trúc ra các quyết định.

Như được dự định vào năm 1913, hệ thống Dự trữ Liên bang là một hệ thống có tính phân tán cao gồm hoạt động của 12 ngân hàng trung ương riêng biệt hợp tác với nhau. Kế hoạch đầu tiên không qui định là Fed phải chịu trách nhiệm về tình hình lành mạnh của nền kinh tế thông qua việc Fed kiểm soát cung ứng tiền tệ và khả năng của Fed tác động đến lãi suất.

Qua thời gian, Fed đảm nhận trách nhiệm thúc đẩy một nền kinh tế ổn định, và trách nhiệm này dẫn việc hệ thống Dự trữ Liên bang dần dần phát triển thành một ngân hàng trung ương thống nhất hơn.

Những người thiết kế ra đạo luật Dự trữ Liên bang 1913 có ý định cho Fed chỉ có một công cụ của chính sách tiền tệ mà thôi, đó là việc kiểm soát cho vay chiết khấu cho các ngân hàng thành viên. Việc sử dụng các nghiệp vụ thị trường tự do như là một công cụ để kiểm soát tiền tệ chưa được hiểu rõ lắm, và dự trữ bắt buộc là do luật Dự trữ Liên bang ấn định. Công cụ chiết khấu phải được kiểm soát bởi quyết định chung của các ngân hàng Dự trữ Liên bang và hội đồng Dự trữ Liên bang (sau này trở thành Hội đồng thống đốc) sao cho cả hai tổ chức chia nhau quyền quyết định chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, cái khả năng của Hội đồng thống đốc "xem xét lại và quyết định" lãi suất chiết khấu đã thực sự cho phép Hội đồng thống đốc có quyền hơn các ngân hàng vùng trong việc thực hiện công cụ chính sách này.

Pháp chế ngân hàng trong những năm của thời kỳ đại suy thoái đã tập trung quyền lực vào trong tay Hội đồng thống đốc mới thành lập bằng cách cho Hội đồng quyền kiểm soát thực sự đối với hai công cụ còn lại của chính sách tiền tệ - nghiệp vụ thị trường tự do và thay đổi dự trữ bắt buộc... Đạo luật ngân hàng năm 1933 cho FOMC quyền quyết định các nghiệp vụ thị trường tự do, và đạo luật ngân hàng năm 1935 đã cho Hội đồng có đa số quyền biểu quyết trong FOMC. Đạo luật ngân hàng năm 1935 cũng đã cho Hội đồng quyền thay đổi dự trữ bắt buộc.

Như vậy, qua thời gian, Hội đồng thống đốc đã nắm được quyền kiểm soát đối với các công cụ để thực hiện chính sách tiền tệ. Trong những năm gần đây, quyền của hội đồng còn trở nên rộng hơn nữa. Hội đồng thường xuyên đề xuất ý kiến với các giám đốc của ngân hàng trong việc lựa chọn người (thường là một nhà kinh tế chuyên nghiệp) làm chủ tịch ngân hàng Dự trữ Liên bang; các giám đốc thông thường là tuân theo sự gợi ý này của hội đồng. Từ khi hội đồng có quyền quyết định lương của chủ tịch ngân hàng thì nó cũng ảnh hưởng nhiều hơn đến các hoạt động của các ngân hàng vùng.

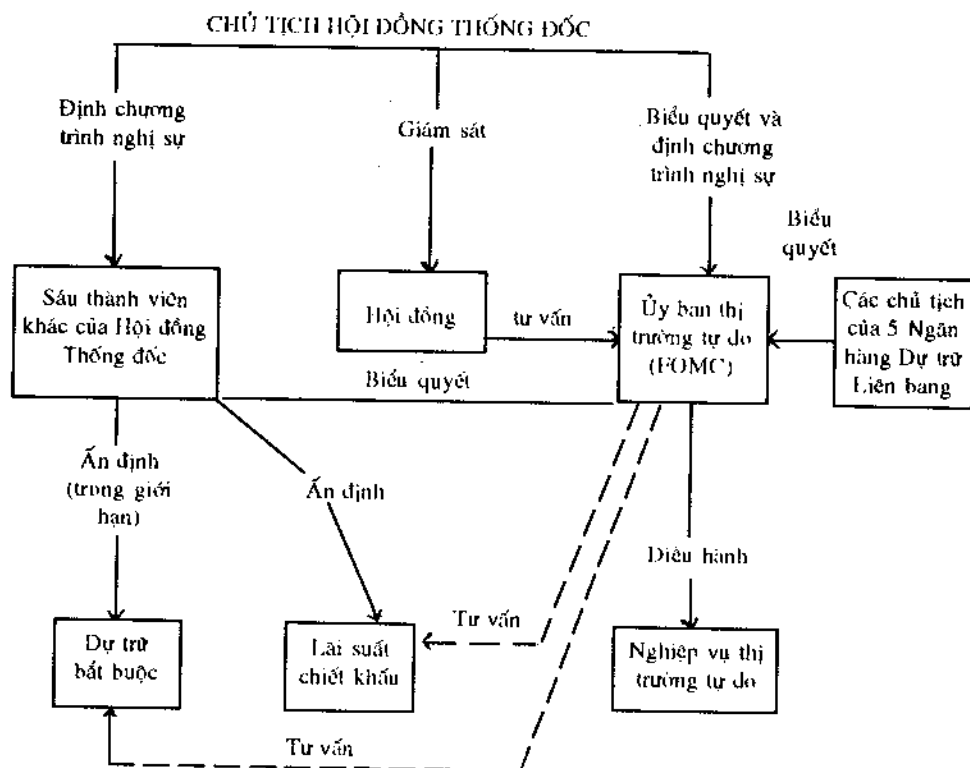
Nếu Hội đồng thống đốc có nhiều quyền hạn như vậy, Ủy ban Tư vấn Liên bang và các người "chủ" của các ngân hàng Dự trữ Liên bang - các ngân hàng thành viên - thực sự có quyền gì trong hệ thống Dự trữ Liên bang? Câu trả lời là "gần như không có gì". Mặc dù các ngân hàng thành viên nắm giữ các cổ phiếu trong các ngân hàng Dự trữ Liên bang, họ không ham muốn

gì những lợi ích thông thường của quyền sở hữu. Thứ nhất, họ không có quyền được hưởng đối với thu nhập của Fed và chỉ được trả lợi tức cổ phần 6% năm dù cho Fed thu nhập nhiều mấy đi nữa. Thứ hai, khác với các cổ đông của các công ty tư nhân, họ không có tiếng nói gì trong việc hệ thống Dự trữ Liên bang sử dụng "tài sản" của họ như thế nào. Thứ ba, thông thường chỉ có một ứng cử viên duy nhất cho mỗi một trong 6 thành viên của chức giám đốc A và B được bầu bởi các ngân hàng thành viên, và ứng cử viên này thường do chủ tịch ngân hàng Dự trữ Liên bang đề cử (ông chủ tịch này thông thường lại là do Hội đồng thống đốc đề cử, mặc dù trên giấy tờ thì các giám đốc ngân hàng bầu chủ tịch). Kết quả thực tế là các ngân hàng thành viên bị đặt ra ngoài tiến trình chính trị của Fed và không có một quyền thực tế nào. Thứ tư, Ủy ban Tư vấn liên bang có ít ảnh hưởng trong việc hoạch định chính sách của Dự trữ Liên bang và chủ yếu là làm chức năng nghi lễ.

Một đặc tính rõ ràng nhất của hệ thống Dự trữ Liên bang trong quá trình phát triển của nó là nó hoạt động như một ngân hàng trung ương, đóng trụ sở chính tại Washington, D.C với các chi nhánh ở 12 thành phố. Trong khi mà mọi mặt của hệ thống Dự trữ Liên bang chủ yếu bị Hội đồng thống đốc kiểm soát, thì ai kiểm soát Hội đồng? Mặc dù chủ tịch Hội đồng thống đốc không có quyền hợp pháp kiểm soát tổ chức này, nhưng thực sự thì chủ tịch đã làm như vậy, thông qua việc ông ta có quyền định ra chương trình nghị sự của các cuộc họp của hội đồng và của FOMC, hành động như là người phát ngôn của Fed, và đàm phán với Quốc hội và với Tổng thống Mỹ. Chủ tịch còn ảnh hưởng đến hội đồng bằng sức mạnh của địa vị và nhân cách. Các chủ tịch của hội đồng thống đốc (như Marriner S. Eccles, William Mc Chesney Martin, Jr., Arthur Burns, Paul A. Volcker, và Alan Greenspan) đều có những nhân cách rất mạnh và nắm quyền rất lớn.

Chủ tịch còn thực hiện quyền lực của mình bằng cách giám sát đội ngũ các nhà kinh tế chuyên nghiệp và các cố vấn của hội đồng. Bởi vì đội ngũ này thu thập thông tin cho hội đồng và tiến hành các phân tích mà hội đồng đã sử dụng trong các quyết định của mình, nên nó cũng có một số ảnh hưởng đối với chính sách tiền tệ. Hơn nữa, nhiều sự bổ nhiệm mới đây vào bản thân hội đồng là lấy từ trong hàng ngũ các chuyên gia của hội đồng, cho nên ảnh hưởng của chủ tịch còn xa hơn và dài hơn thời hạn 4 năm.

Cấu trúc quyền hành không chính thức của Fed trong đó quyền hành được tập trung vào trong tay Chủ tịch Hội đồng Thống đốc, được tóm tắt trong Hình 17.2



Hình 17.2. Cấu trúc quyền hành không chính thức của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

CÁI GÌ THỨC ĐẨY HOẠT ĐỘNG CỦA FED

Trong ba chương sau, khi chúng ta nhìn vào cách mà Dự trữ Liên bang chỉ đạo chính sách tiền tệ thì chúng ta sẽ muốn biết tại sao Fed lại quyết định sử dụng một số chính sách này mà không dùng chính sách khác. Để hiểu được hành động của Fed, chúng ta phải hiểu những động lực nào thúc đẩy thái độ của Fed được tự do hoạt động không bị áp lực của Tổng thống và của Quốc hội như thế nào? Những mối quan tâm về kinh tế, hành chính và

chính trị có hướng dân Fed không ? Có thật là Fed được độc lập với áp lực bên ngoài hay không ?

Fed độc lập như thế nào ?

Dự trữ Liên bang thể hiện rõ ràng không chịu ảnh hưởng của các áp lực chính trị như các cơ quan nhà nước khác. Không những các thành viên Hội đồng thống đốc được bổ nhiệm với thời hạn 14 năm (và như vậy không thể bị đuổi ra khỏi nhiệm sở của họ), mà thời hạn đó về mặt kỹ thuật không được tái hạn, điều đó loại bỏ một số động lực thúc đẩy kỹ thuật không được tái hạn, điều đó loại bỏ số động lực thúc đẩy các thống đốc tìm cách tranh thủ làm vừa lòng Tổng thống và Quốc hội.

Có lẽ nguyên nhân quan trọng hơn làm cho Fed không bị lệ thuộc vào những ý kiến hay thay đổi của Quốc hội là ở chỗ nguồn thu nhập quan trọng của Fed không phụ thuộc vào số chứng khoán do Fed nắm giữ và, trong một chừng mực ít hơn, vào những khoản tiền Fed cho các ngân hàng vay. Trong những năm gần đây, chẳng hạn, mỗi năm Fed thu nhập sau khi trừ chi phí, trên 15 tỷ đôla - cũng không phải là một số tiền đến nỗi tồi.

Vì Fed nộp số thu nhập đó cho kho bạc nên nó không làm giàu bằng những hoạt động của mình nữa, nhưng thu nhập này làm cho Fed có một lợi thế quan trọng so với các cơ quan nhà nước khác : nó không phải chịu quá trình chuẩn chi thường do Quốc hội kiểm soát. Thật vậy, Fed có thể (và đã) từ chối một cuộc soát xét sổ sách của cơ quan kế toán tổng hợp, một cơ quan kiểm toán của chính phủ liên bang. Bởi vì quyền được kiểm soát hầu bao thường đồng nghĩa với quyền kiểm soát hoạt động ; đặc điểm này của hệ thống Dự trữ Liên bang so với bất cứ nhân tố nào khác góp phần nhiều hơn vào tính độc lập của Fed.

Tuy vậy, Dự trữ Liên bang vẫn còn phải bị ảnh hưởng của Quốc hội, bởi vì thể chế thành lập ra nó là do Quốc hội khởi thảo ra và có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào. Khi các luật gia bàn khoăn về việc chỉ đạo chính sách tiền tệ của Fed, họ thường xuyên đe dọa sẽ kiểm soát tài chính của Fed và buộc Fed phải đệ trình dự toán ngân hàng giống như các cơ quan nhà nước khác. (Thường thường trong năm, bạn sẽ gặp những bài báo đáng tin nghị sĩ Quốc hội kêu gọi siết chặt hơn việc giám sát đối với Fed). Đây là một cái gậy mạnh để vung lên, và chắc chắn là có những biện pháp cứng rắn để giữ cho Fed không đi lệch quá xa khỏi những mong ước của Quốc hội. Quốc hội cũng đã thông qua thể chế để làm cho Dự trữ Liên bang phải chịu trách nhiệm giải thích nhiều hơn về những hành động của mình. Năm 1975 Quốc hội thông qua quyết định đồng hành của Hạ nghị viện,

yêu cầu Fed phải công bố mục tiêu của mình về các tỷ lệ tăng trưởng của các tổng lượng tiền tệ. Trong Đạo luật 1978 về công an việc làm đầy đủ và tăng trưởng cân đối (bản dự luật Humphrey-Hawkins) người ta yêu cầu Fed phải giải thích những mục tiêu đó phù hợp như thế nào với các kế hoạch kinh tế của Tổng thống Mỹ.

Tổng thống cũng có thể tác động đến Dự trữ Liên bang. Bởi vì thể chế do Quốc hội đề ra có thể tác động trực tiếp đến Fed hoặc tác động đến khả năng của Fed chỉ đạo chính sách tiền tệ mà Tổng thống có thể là một người đồng minh đầy quyền lực thông qua ảnh hưởng của mình đối với Quốc hội. Thứ hai, mặc dù rõ ràng là Tổng thống có quyền bổ nhiệm chỉ một hoặc hai thành viên vào Hội đồng thống đốc trong mỗi nhiệm kỳ tổng thống, nhưng trong thực tế thì Tổng thống bổ nhiệm các thành viên thường là nhiều hơn. Một lý do là đa số thống đốc không làm việc hết thời hạn 14 năm của mình. (Đó là do tiền lương của các thống đốc thấp hơn khá nhiều thu nhập mà họ có thể thu được trong khu vực tư nhân, cho nên thúc đẩy các thống đốc tìm việc làm ở khu vực tư nhân trước khi mãn hạn). Thêm vào đó Tổng thống có thể bổ nhiệm một chủ tịch mới của Hội đồng thống đốc bốn năm một lần, và thường lệ thì một chủ tịch mà không được bổ nhiệm lại phải rút ra khỏi hội đồng để cho một thành viên mới của hội đồng có thể được bổ nhiệm.

Tuy nhiên, quyền của Tổng thống được hưởng thông qua việc bổ nhiệm người vào Hội đồng thống đốc bị hạn chế. Bởi vì nhiệm kỳ của chủ tịch không nhất thiết ăn khớp với nhiệm kỳ của Tổng thống, cho nên một Tổng thống thường phải làm việc cùng với một chủ tịch Hội đồng thống đốc đã được chính quyền trước bổ nhiệm. Paul Volcker, chẳng hạn, được Tổng thống Jimmy Carter lúc bấy giờ bổ nhiệm làm chủ tịch năm 1979, và nhiệm kỳ của ông ta đến 1983 mới hết, nghĩa là có 3 năm dưới nhiệm kỳ của Tổng thống Regan. Regan bị áp lực mạnh mẽ phải bổ nhiệm lại Volcker khi nhiệm kỳ của ông này chấm dứt. Ông Regan đã bổ nhiệm lại Volcker, mặc dù Volcker lúc trước được một người của đảng Dân chủ (Jimmy Carter) bổ nhiệm⁽³⁾.

Ta có thể thấy rằng Dự trữ Liên bang có tính độc lập khác thường của một cơ quan nhà nước, nhưng dù vậy cũng không phải không bị các áp lực chính trị. Thực vậy, để hiểu được thái độ của Fed, ta phải thừa nhận rằng chính trị đóng một vai trò quan rất quan trọng.

(3) Tương tự như vậy, William McChesney Martin, chủ tịch từ 1951 đến 1970, được Tổng thống Truman bổ nhiệm, nhưng được các Tổng thống Eisenhower, Kennedy và Nixon bổ nhiệm lại.

Giải thích thái độ của Fed

Một quan niệm về cách quản lý hành chính của nhà nước là quản lý hành chính phục vụ lợi ích công cộng. Song một số nhà kinh tế đã đưa ra một thuyết về cách ứng xử hành chính, thuyết này nêu lên những yếu tố khác ảnh hưởng đến việc quản lý hành chính hoạt động như thế nào. Thuyết cách ứng xử hành chính nêu lên rằng mục tiêu của cách ứng xử hành chính là tối đa hóa phúc lợi riêng của mình, đúng như thái độ của người tiêu dùng được thúc đẩy bởi sự tối đa hóa phúc lợi của anh ta hoặc của chị ta, và đúng như thái độ của một hãng kinh doanh được thúc đẩy bởi sự tối đa hóa lợi nhuận. Phúc lợi do ứng xử hành chính mang lại có liên quan đến quyền lực và uy tín của cách ứng xử hành chính đó. Như vậy thuyết này nêu lên rằng một yếu tố quan trọng tác động đến thái độ của Fed là nó cố gắng tăng thêm quyền lực và uy tín của nó.

Cách nhìn đó về thái độ của Fed nêu lên những dự đoán gì? Một dự đoán là Fed sẽ đấu tranh quyết liệt để bảo vệ tính tự trị của mình, một dự đoán được chứng thực qua nhiều lần, khi mà Fed không ngừng phản công lại các nỗ lực của Quốc hội nhằm kiểm soát ngân sách của nó. Thực vậy, thật là hoàn toàn kỳ lạ tại sao Fed lại có thể huy động một cách có hiệu lực như vậy một số nhiều các ngân hàng và nhà kinh doanh để bảo vệ sự độc lập của mình khi bị đe dọa.

Một dự toán khác là Fed sẽ cố gắng tránh xung đột với những nhóm đầy quyền lực nào có thể đe dọa giảm bớt quyền lực của nó và thu hẹp tính tự trị của nó. Cách ứng xử của Fed có thể có nhiều hình thức. Để tránh một sự xung đột với Tổng thống và Quốc hội đối với việc tăng lãi suất, Fed thường cố gắng ngăn cản việc tăng đó. Sự mong muốn tránh xung đột với Quốc hội và Tổng thống cũng có thể giải thích tại sao Fed (nhất là chủ tịch Hội đồng thống đốc) trở thành rất thông thạo trong việc tránh lời chê trách về những khuyết điểm đã qua của nó và cũng có thể giải thích tại sao các quan chức Fed đã tìm ra được nhiều mảnh khoe khéo léo để che đậy những gì nó đã làm trước đây và những gì nó dự tính sẽ làm trong tương lai (xem Bài đọc thêm 17.2).

Sự mong muốn của Fed nắm càng nhiều quyền càng tốt giải thích tại sao nó theo đuổi mạnh mẽ một chiến dịch nhằm giành quyền kiểm soát nhiều ngân hàng hơn. Chiến dịch đã lên đến tột đỉnh trong việc thể chế hóa để mở rộng tính pháp lý của dự trữ bắt buộc của Fed đối với tất cả các ngân hàng vào năm 1987 (chứ không phải chỉ đối với những ngân hàng thương mại thành viên).

Thuyết cách ứng xử hành chính dường như có thể được áp dụng cho thái độ của Fed, nhưng chúng ta phải thừa nhận rằng cách nhìn này cho rằng Fed chỉ một mình quan tâm đến bản thân lợi ích riêng của nó, là quá cực đoan. Tối đa hóa phúc lợi của mình không xóa bỏ lòng vị tha (Anh có thể rất hào phóng với đội quân cứu tế, bởi vì điều đó làm cho anh cảm thấy rất tốt về anh, nhưng trong quá

trình thì anh đang giúp đỡ cho một sự nghiệp cao quý). Rõ ràng là Fed phải lưu ý rằng mình tiến hành chính sách tiền tệ nhân danh lợi ích công cộng. Tuy nhiên còn nhiều điều không chắc chắn và bất đồng về việc nên dùng chính sách gì ⁽⁴⁾. Khi mà không rõ ràng lợi ích công cộng là cái gì, thì có những động lực khác có thể ảnh hưởng đến thái độ của Fed. Trong những tình hình đó thuyết ứng xử hành chính có thể là một hướng dẫn viên có ích để dự đoán cái gì thúc đẩy Fed hoạt động.

BÀI ĐỌC THÊM 17.2

Trò chơi của Fed

Như thuyết cách ứng xử hành chính dự đoán, Fed có thể tiến hành những trò chơi để che đậy những hành động của mình nhằm mục đích tránh không cho Quốc hội tham dự vào những hoạt động của mình. Năm 1975 Quốc hội thông qua Quyết định đồng hành của Hạ nghị viện 133, chỉ thị cho Fed phải báo cáo hàng quý cho các ủy ban ngân hàng cả Hạ nghị viện và của Thượng nghị viện các dữ liệu về tăng trưởng của các tổng lượng tiền tệ cho 12 tháng tiếp theo và báo cáo đã thực hiện thắng lợi những mục tiêu như thế nào. Một trò chơi mà Fed đã thực hiện là thường báo cáo về nhiều loại tổng lượng tiền tệ (ví dụ như $M1$, $M2$ và $M3$ hơn là chỉ về một loại; sau đó khi Fed chứng minh cho Quốc hội những thành công của mình trong việc thực hiện các

mục tiêu trước đây, thì Fed tập trung vào một loại lượng tiền tệ mà mức tăng trưởng sát với dãy chỉ tiêu.

Cùng với thủ thuật tài tình đó, Fed tìm được một biện pháp để lập ra các mục tiêu của nó về tổng lượng tiền tệ (gọi là "mức cơ sở") làm cho nó có nhiều khả năng đạt được mục tiêu, và do đó mà tránh được một cuộc xung đột với Quốc hội. Hàng quý Fed xem xét lại các giá trị của mục tiêu về tổng lượng tiền tệ bằng cách áp dụng tỷ lệ tăng trưởng của mục tiêu cho số tiền mà tổng lượng tiền tệ đã đạt đến (một cơ sở mới), khi Fed vượt quá những mục tiêu của mình, như thường xảy ra sau năm 1975, thì Fed lại điều chỉnh trị giá của mục tiêu sau tăng lên, làm cho tổng lượng tiền tệ ít có khả năng vượt quá mức mục tiêu trong tương lai. Tương

(4) Một ví dụ về sự không chắc chắn của việc chỉ đạo chính sách tiền tệ như thế nào là tốt nhất đã được bàn đến trong Chương 2. Chúng ta thấy rằng các nhà kinh tế không biết chắc chắn làm sao để đo lường tiền tệ. Như vậy, ngay cả khi nếu các nhà kinh tế đồng ý rằng kiểm soát lượng tiền tệ là cách thích hợp để chỉ đạo chính sách tiền tệ (một quan điểm có thể được tranh cãi như chúng ta sẽ thấy trong những chương sau) thì Fed không thể biết chắc chắn được tổng lượng tiền tệ nào Fed nên kiểm soát. Khi mà không rõ ràng lợi ích công cộng là cái gì, thì có những động lực khác có thể ảnh hưởng đến thái độ của Fed. Trong những tình hình đó thuyết ứng xử hành chính có thể là một hướng dẫn viên có ích để dự đoán cái gì thúc đẩy Fed hoạt động.

tự như vậy, nếu Fed không đạt được các mục tiêu của mình thì nó lại điều chỉnh trị giá của mục tiêu sau xuống bớt làm cho các tổng lượng tiền tệ ít có khả năng sụt xuống dưới mức chỉ tiêu trong tương lai. Giờ đây thể chế tiếp về sau có hạn chế Fed chỉ được thay đổi cơ sở cho việc mở rộng các mức chỉ tiêu mỗi năm một lần, thu hẹp mức cơ sở.

Một điểm khác cho thấy Fed rất muốn che giấu những hành động của mình, là Fed rất muốn giữ bí mật, thể hiện trong việc bảo vệ tích cực việc nó thường xuyên chậm trễ, trong việc thông báo các chỉ thị của FOMC cho Quốc hội hoặc cho công chúng. Một cựu quan chức của Fed đã nói: "Nhiều quan chức công nhận rằng (sự bí mật) được dùng làm lá chắn để tránh cho Fed khỏi bị giám sát chính trị".

NÊN CHẴNG ĐỂ CHO FED ĐƯỢC ĐỘC LẬP ?

Như chúng ta đã thấy Dự trữ Liên bang có lẽ là một cơ quan nhà nước của Mỹ có tính độc lập nhất. Một ít năm lại đây, trong Quốc hội nổi lên vấn đề nên chăng hạn chế tính độc lập của Fed. Các chính khách phản đối mạnh mẽ chính sách của Fed thường muốn đặt Fed dưới sự giám sát của họ để thay đổi chính sách phù hợp với sở thích của họ hơn. Nên để cho Fed được độc lập hay tốt hơn là chúng ta có một ngân hàng trung ương dưới sự kiểm soát của Tổng thống hoặc Quốc hội ?

Trường hợp ủng hộ một Fed độc lập

Lập luận mạnh mẽ nhất cho Dự trữ Liên bang độc lập nằm trong quan niệm cho rằng việc bắt Fed phụ thuộc nhiều hơn vào các áp lực chính trị chắc sẽ dẫn đến một khuynh hướng lạm phát trong chính sách tiền tệ. Theo quan niệm của nhiều người, cách chính khách trong một xã hội dân chủ có tầm nhìn bị hạn chế bởi vì họ bị hướng theo yêu cầu phải thắng trong cuộc tranh cử tới. Với mục tiêu ban đầu đó, chắc là họ không nhằm vào những mục tiêu xa, chẳng hạn như khuyến khích một mức giá cả ổn định. Thay vào đó, họ sẽ tìm kiếm những giải pháp ngắn hạn cho các vấn đề, như mức thất nghiệp cao và lãi suất cao - ngay cả khi những giải pháp ngắn hạn đó có những hậu quả không tốt về lâu dài. Ví dụ, chúng ta thấy ở trong Chương 6 rằng lượng tiền tệ tăng nhiều, lúc đầu có thể dẫn đến lãi suất tụt xuống, nhưng sau đó lại làm cho lãi suất tăng lên bởi vì bị lạm phát đẩy lên. Liệu rằng một Dự trữ Liên bang dưới sự kiểm soát của Quốc hội hay Tổng thống có thể dễ dàng hơn theo đuổi một chính sách tăng trưởng tiền tệ thái quá khi lãi suất đang ở mức cao, dù cho điều đó có thể nhất thời dẫn đến lạm

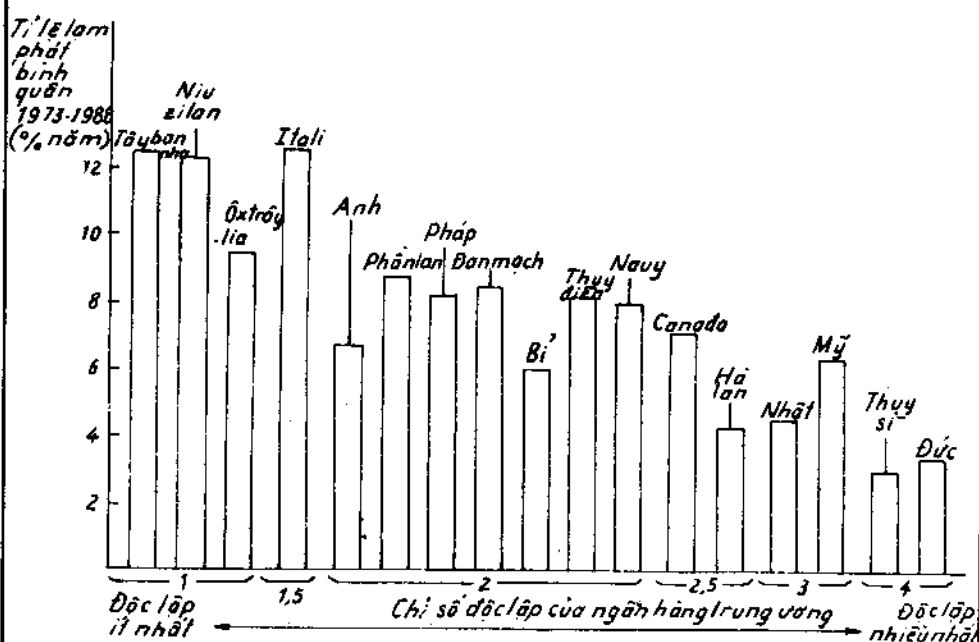
BÀI ĐỌC THÊM 17.3

Toàn cảnh

So sánh tính độc lập của ngân hàng trung ương và thành quả kinh tế vĩ mô trong 17 nước

Những người ủng hộ một ngân hàng Trung ương độc lập tin rằng có thể được tốt hơn bằng cách cho ngân hàng trung ương được độc lập hơn. Những nghiên cứu khảo sát gần đây dường như ủng hộ cho sự phỏng đoán này. Khi các ngân hàng trung ương được xếp hạng từ 1 (ít độc lập nhất) đến 4 (được độc lập nhiều nhất), thì thấy tình hình lạm phát tốt hơn cả ở những nước có ngân hàng trung ương độc lập nhất. Như chúng ta có thể thấy ở đồ hình dưới đây Đức và Thụy Sĩ với hai ngân hàng trung ương độc lập nhất cũng là những nước có tỷ lệ lạm phát thấp nhất

trong thời kỳ 1973-1988. Mặt khác những nước có tỷ lệ lạm phát cao - Tây Ban Nha, Niu Zilôn, Ôxtrâyli và Ýtalia - cũng là những nước có ngân hàng trung ương ít độc lập nhất. Mặc dù một ngân hàng trung ương độc lập hơn hình như là dẫn đến một mức lạm phát thấp hơn, nhưng điều đó không phải đạt được do phải chịu những thành quả kinh tế thực tế kém hơn. Các nước có các ngân hàng trung ương độc lập không phải có tình trạng thất nghiệp nhiều hơn hoặc có những biến động tổng sản phẩm lớn hơn là các nước có các ngân hàng trung ương ít độc lập hơn.



phát và thậm chí dẫn đến lãi suất cao hơn trong tương lai? Những người bênh vực cho một Fed độc lập trả lời là "có". Họ tin tưởng rằng một Fed tách ra khỏi ảnh hưởng chính trị có khả năng quan tâm đến mục tiêu dài hạn và như vậy sẽ là người bảo vệ cho một đồng đôla vững mạnh và cho một mức giá cả ổn định. Xem chứng minh cho quan niệm này trong Bài đọc thêm 17.3.

Một dạng khác của lập luận trên đây cho rằng quá trình chính trị tại Mỹ dẫn đến cái gọi là chu kỳ kinh tế chính trị, trong chu kỳ đó ngay trước một cuộc bầu cử người ta theo đuổi các chính sách bành trướng nhằm giảm thất nghiệp và lãi suất. Sau cuộc bầu cử các ảnh hưởng xấu của những chính sách đó - lạm phát cao và lãi suất cao - lúc bấy giờ mới phát huy hệ quả của nó đòi hỏi phải có các chính sách thắt chặt mà các chính khách hy vọng công chúng sẽ quên đi trước kỳ bầu cử sau. Có một vài dẫn chứng rằng có một chu kỳ kinh tế chính trị như vậy tại Mỹ, và một Dự trữ Liên bang dưới sự kiểm soát của Quốc hội và Tổng thống có thể làm cho chu kỳ thậm chí còn rõ ràng hơn như nó đã xảy ra.

Việc đặt Fed dưới sự kiểm soát của Tổng thống (làm cho nó chịu ảnh hưởng hơn của kho bạc) cũng bị coi là nguy hiểm bởi vì Fed có thể bị sử dụng để giúp kho bạc dễ dàng tài trợ cho những thiếu hụt ngân sách bằng việc Fed mua trái khoán kho bạc⁽⁵⁾. Như chúng ta đã thấy trong Chương 15, việc Fed mua trái khoán kho bạc dẫn đến việc bành trướng cơ sở tiền tệ và do đó đến việc bành trướng cung ứng tiền tệ. Áp lực của kho bạc đối với Fed để "giúp kho bạc thoát khỏi khó khăn" có thể dẫn đến xu hướng ngày càng lạm phát trong nền kinh tế. Một Fed độc lập có thể chống lại áp lực đó của kho bạc tốt hơn.

Một lập luận khác bênh vực một Fed độc lập là việc kiểm soát chính sách tiền tệ là quá quan trọng, không thể giao cho các nhà chính trị được, một nhóm người thường thể hiện sự thiếu thông thạo về chuyên môn trong việc đưa ra những quyết định vững vàng về những vấn đề kinh tế quan trọng.

(5) Đạo luật Dự trữ Liên bang không cho phép Fed mua trái khoán kho bạc trực tiếp từ kho bạc (tư tưởng hợp để giải quyết các chứng khoán đến hạn): thay vào đó Fed mua trái khoán kho bạc từ thị trường tự do. Có thể có một lý do phù hợp với lập luận trên đây về việc cấm mua này là: Fed thấy mình có thể sẽ khó khăn trong việc giúp kho bạc tài trợ những khoản thiếu hụt lớn của ngân sách.

như giảm bớt thiếu hụt ngân sách hay cải tổ hệ thống ngân hàng⁽⁶⁾. Thật vậy, một số chính khách có thể thích có một Fed độc lập, có thể được dùng như một "đứa bé chịu đòn" đỡ cho họ trước công chúng.

Cũng có thể là một chính khách, về phần cá nhân mình phản đối một chính sách tiền tệ lạm phát lại buộc phải ủng hộ một chính sách như vậy trước công chúng vì sợ sẽ không được bầu lại vào chức vụ. Một Fed độc lập có thể theo đuổi các chính sách mà về mặt chính trị không phù hợp với lợi ích của quần chúng.

Trường hợp phản đối một Fed độc lập

Những người đề xướng một Fed dưới sự kiểm soát của Tổng thống hoặc Quốc hội lập luận rằng khi chính sách tiền tệ (ảnh hưởng đến hầu hết mọi người trong nền kinh tế) do một nhóm người ưu tú kiểm soát mà không chịu trách nhiệm với ai cả, thì đó là một điều không dân chủ. Việc thiếu trách nhiệm hiện nay của Dự trữ Liên bang có những hậu quả nghiêm trọng: nếu hoạt động không tốt, thì không có qui định nào để thay thế các thành viên (như đối với các chính khách). Dùng vậy, Fed cần thực hiện những mục tiêu dài hạn, mà những người được bầu của Quốc hội cũng biểu quyết cho những vấn đề dài hạn (chính sách đối ngoại chẳng hạn). Nếu chúng ta lập luận xa hơn nữa rằng chính sách thường được thực hiện tốt hơn bởi những nhóm người ưu tú như Fed, thì chúng ta phải đi đến kết luận như sau: Bộ tham mưu liên quan phải quyết định ngân sách quốc phòng hoặc là IRS phải quyết định các chính sách thuế mà không có sự giám thị của Tổng thống và Quốc hội. Liệu bạn có bênh vực cho mức độ độc lập đó của bộ tham mưu và của IRS hay không?

Công chúng buộc Tổng thống và Quốc hội phải chịu trách nhiệm quản lý tốt nền kinh tế của đất nước, nhưng những người này lại không có quyền kiểm soát cơ quan chính phủ, mà cơ quan này có thể là một nhân tố quan trọng nhất trong việc quyết định sự lãnh mạnh của nền kinh tế. Hơn nữa để

(6) Một cách khác để nêu lên lập luận này hiển thị theo quan hệ người ủy thác - người đại lý, được bàn đến trong Chương 8 và 11. Cả hai bên Dự trữ Liên bang và các chính khách đều là những người đại lý của công chúng (người ủy thác) và như chúng ta đã thấy cả hai đều có những động lực khuyến khích họ hoạt động cho quyền lợi của họ hơn là vì quyền lợi của công chúng. Lập luận ủng hộ cho một Dự trữ Liên bang độc lập nói rằng vấn đề người ủy thác - người đại lý là xấu hơn đối với các chính khách hơn là đối với Fed bởi vì các chính khách ít có những động lực khuyến khích họ hoạt động vì lợi ích của công chúng.

có được một chương trình kinh tế liên kết chặt chẽ nhằm thúc đẩy sự ổn định kinh tế, thì chính sách tiền tệ phải phối hợp với chính sách thuế (quản lý chi tiêu của chính phủ và đánh thuế). Chỉ có việc đặt chính sách tiền tệ dưới sự kiểm soát của những nhà chính trị là những người đồng thời cũng kiểm soát chính sách thuế thì mới có thể làm cho hai chính sách đó tránh khỏi tình trạng đánh xuôi kèn thổi ngược.

Một lập luận khác phản đối tính độc lập của Fed cho rằng một Fed độc lập không phải lúc nào cũng sử dụng có hiệu quả sự tự do của nó. Như đã chỉ ra trong Chương 16, Fed đã thất bại thảm hại trong vai trò của mình là người cho vay cuối cùng trong thời kỳ Đại suy thoái, và tính độc lập của nó đương nhiên đã không ngăn cản nó phải áp dụng một chính sách bành trướng tiền tệ thái quá trong những năm 1960 và 1970, điều này đã góp phần gây nên tình trạng lạm phát nhanh trong thời kỳ này.

Cuộc thảo luận của chúng ta trước đây cũng nêu lên ý kiến rằng Dự trữ Liên bang không tránh khỏi những áp lực chính trị. Tính độc lập của Fed có thể khuyến khích Fed theo đuổi một chính sách vì quyền lợi hẹp hòi của mình hơn là vì lợi ích của công chúng.

Không bao giờ có sự thống nhất rộng rãi rằng phải chăng tính độc lập của Dự trữ Liên bang là một điều tốt. Như ta có thể dự đoán những ai thích các chính sách của Fed thì ủng hộ sự độc lập của Fed, trong khi những ai không thích các chính sách của Fed thì ủng hộ một Fed ít độc lập hơn.

TÓM TẮT

1. Hệ thống Dự trữ Liên bang được thành lập năm 1913 để giảm bớt xảy ra những cơn phá sản ngân hàng. Do có sự chống đối về một ngân hàng trung ương và việc tập trung quyền lực Hệ thống Dự trữ Liên bang được thành lập với những điều kiểm chế và cân đối để phân rộng quyền lực.

2. Kết cấu chính thức của Hệ thống Dự trữ Liên bang gồm 12 ngân hàng Dự trữ Liên bang vùng, khoảng 5000 thành viên ngân hàng thương nghiệp, Hội đồng thống đốc của hệ thống Dự trữ Liên bang, Ủy ban thị trường tư do liên bang và Hội đồng Tư vấn Liên bang.

3. Mặc dù trên giấy tờ hệ thống Dự trữ Liên bang thể hiện là không tập trung, nhưng trong thực tiễn nó lại hoạt động như một ngân hàng trung ương thống nhất do Hội đồng thống đốc và nhất là do chủ tịch Hội đồng đó kiểm soát.

4. Dự trữ Liên bang được độc lập hơn so với đại đa số các cơ quan khác của Chính phủ Mỹ nhưng nó luôn luôn chịu ảnh hưởng của các áp lực chính trị bởi vì thể chế tổ chức ra Fed do Quốc hội thảo ra và có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào. Thuyết ứng xử hành chính chỉ ra rằng một nhân tố điều khiển thái độ của Fed là sự cố gắng của Fed nhằm tăng

quyền lực và uy tín của mình. Quan niệm này giải thích rõ về nhiều hành động của Fed, mặc dù Fed cũng có thể cố gắng hành động vì lợi ích của công chúng.

5. Trường hợp tán thành một Dự trữ Liên bang độc lập nằm trong quan niệm cho rằng giảm bớt tính độc lập của Fed và đặt Fed phụ thuộc nhiều hơn vào các áp lực chính trị sẽ nhất định đưa đến một khuynh hướng lạm phát trong chính sách tiền tệ. Một Fed độc lập có thể có một tầm nhìn xa và không đáp ứng những vấn đề ngắn hạn, điều này sẽ đưa đến kết quả là một chính sách tiền tệ lành mạnh và một chu kỳ kinh tế chính trị sẽ

xảy ra.

Trường hợp phản đối một Fed độc lập cho rằng một chính sách tiền tệ (quan trọng như vậy đối với công chúng) được kiểm soát bởi một nhóm người ưu tú không chịu trách nhiệm trước công chúng là không dân chủ. Một Fed độc lập sẽ làm cho việc phối hợp chính sách tiền tệ và chính sách thuế khó khăn, và trong bất kỳ trường hợp nào không có tí gì rõ ràng là Fed đã sử dụng tính độc lập của mình một cách khôn ngoan: Fed cũng có thể không kém thiện cận như các nhà chính trị và có thể vẫn theo đuổi những lợi ích hẹp hòi của mình.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

* 1. Tại sao Hệ thống Dự trữ Liên bang được thành lập bằng 12 Ngân hàng Dự trữ Liên bang vùng hơn là bằng một ngân hàng trung ương như ở các nước khác?

2. Những thực thể chính trị nào có thể giải thích tại sao làm sao mà Luật Dự trữ Liên bang năm 1913 thiết lập 2 Ngân hàng Dự trữ Liên bang tại Missouri?

* 3. "Hệ thống Dự trữ Liên bang giống như Hiến pháp Mỹ ở chỗ nó được dành cho với nhiều điều kiểm chế và cân đối lại" Hãy thảo luận.

4. Bằng cách nào các Ngân hàng Dự trữ Liên bang vùng ảnh hưởng đến việc tiến hành chính sách tiền tệ?

* 5. Những tổ chức nào trong Hệ thống Dự trữ Liên bang kiểm soát lãi suất chiết khấu? Dự trữ bắt buộc? Nghiệp vụ thị trường tự do?

6. Anh có nghĩ rằng thời hạn 14 năm không tái hạn của các thống đốc thực sự có thể tách Hội đồng thống đốc ra khỏi các áp lực chính trị không?

* 7. Qua thời gian, những tổ chức nào nắm được quyền hành trong Hệ thống Dự trữ Liên bang và những tổ chức nào bị mất quyền hành? Tại sao anh cho rằng xảy ra

điều này.

8. Fed là cơ quan có tính độc lập nhất trong các cơ quan của chính phủ. Điểm khác nhau chính giữa Fed và các cơ quan chính phủ khác giải thích cho tính độc lập lớn hơn này là gì?

* 9. Công cụ đầu tiên mà Quốc hội sử dụng để thực hiện một vài sự kiểm soát đối với Fed là công cụ nào?

10. Trong những năm 1960 và 1970 Hệ thống Dự trữ Liên bang mất các thành viên của mình với nhịp độ nhanh. Thuyết ứng xử hành chính có thể giải thích như thế nào chiến dịch của Fed để cho trong thể chế đòi hỏi mọi ngân hàng thương mại phải là thành viên của Fed? Fed có thành công trong chiến dịch này không?

* 11. Trả lời đúng, sai, không biết chắc: "Thuyết ứng xử hành chính chỉ ra rằng Fed chưa bao giờ hoạt động vì lợi ích của công chúng".

12. Tại sao việc thủ tiêu tính độc lập của Fed có thể dẫn đến một chu kỳ kinh tế chính trị rõ nét hơn?

13. Trả lời đúng, sai, hoặc không biết chắc: "Tính độc lập của Fed có nghĩa là nó có tầm nhìn xa chứ không thiên cận".

CHƯƠNG 18

Sự thấu hiểu về những chuyển động trong cơ sở tiền tệ

LỜI DẪN

Chúng ta đã xem xét cấu trúc của hệ thống Dự trữ Liên bang, bây giờ trong chương này và hai chương tiếp theo, chúng ta nghiên cứu Fed thực tế tiến hành chính sách tiền tệ như thế nào. Phân tích của chúng ta về quá trình cung ứng tiền tệ chứng minh rằng những sự vận động trong cơ sở tiền tệ (cũng được gọi là tiền tệ quyền lực cao) là động lực chủ yếu ở đằng sau những sự thay đổi trong cung ứng tiền tệ và rằng Fed tác động đến cơ sở tiền tệ thông qua các công cụ chính sách của nghiệp vụ thị trường tự do (mua và bán chứng khoán nhà nước) hoặc thay đổi lãi suất chiết khấu. Mặc dù hai công cụ chính sách đó là những nhân tố đầu tiên quyết định cơ sở tiền tệ, nhưng những nhân tố khác cũng tác động đến. Trong chương này chúng ta xem xét những nhân tố khác đó, bởi vì Fed phải tính đến những nhân tố đó nếu Fed muốn kiểm soát nghiêm ngặt việc cung ứng tiền tệ.

BẢNG TỔNG KẾT TÀI SẢN CỦA FED VÀ CƠ SỞ TIỀN TỆ

Trước tiên chúng ta xem xét bảng tổng kết tài sản của hệ thống Dự trữ Liên bang, vì nó có thể được sử dụng để xác định những nhân tố tác động đến cơ sở tiền tệ.

Tài sản có

1. Chứng khoán. Mục này bao gồm những chứng khoán mà Fed nắm giữ, gồm có trước hết là chứng khoán kho bạc, nhưng trước đây cũng gồm cả những hối phiếu được ngân hàng chấp nhận. Tổng kim ngạch chứng khoán bị các nghiệp vụ thị trường tự do kiểm soát (Fed mua và bán các chứng khoán đó). Như ghi trong Bảng 18.1. đó là loại tài sản có quan trọng trong bảng tổng kết tài sản của Fed.

2. Cho vay chiết khấu. Đó là những khoản tiền mà Fed cho các ngân hàng vay, và kim ngạch vay chịu tác động của lãi suất mà Fed ấn định cho những khoản vay đó (lãi suất chiết khấu).

Bảng 18.1. Bảng tổng kết tài sản tổng hợp của hệ thống Dự trữ Liên bang (cuối năm 1990, tỷ đôla)

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán : Chính phủ và cơ quan chính phủ và hối phiếu được ngân hàng chấp nhận	252,1	Tiền giấy của Dự trữ Liên bang đang lưu thông	267,7
Cho vay chiết khấu	0,2	Tiền gửi ngân hàng	38,7
Vàng và tài khoản SDR	21,1	Tiền gửi cho kho bạc Mỹ	9,0
Tiền đức	0,5	Tiền gửi của nước ngoài và tiền gửi khác	0,6
Tiền mặt đang thu	6,1	Tiền mặt trả sau	3,5
Những tài sản Dự trữ Liên bang khác	47,6	Các khoản nợ khác và tài khoản tự bản	8,1
Tổng	327,6		327,6

Nguồn : Bản tin Dự trữ Liên bang.

3. Tài khoản giấy chứng nhận vàng và SDR. Quyền rút vốn đặc biệt (SDR) do Quỹ tiền tệ quốc tế phát hành cho các chính phủ để thanh toán các khoản nợ quốc tế và thay thế vàng trong các giao dịch tài chính quốc tế. Khi kho bạc nhận được vàng hoặc SDR, nó phát hành các giấy chứng cho Fed, đó là quyền được đòi vàng và SDR, và đổi lại được ghi có vào hạng mục tiền gửi tại Fed.

Tài khoản vàng và SDR được hình thành từ những giấy chứng đó do kho bạc phát hành.

4. Tiền đức. Đây là hạng mục nhỏ nhất trong bảng cân đối tài sản và nó bao

gồm đồng tiền kho bạc (chủ yếu là tiền đúc) do Fed nắm giữ.

5. Hạng mục tiền mặt trong quá trình thu vào. Những hạng mục này phát sinh từ quá trình thanh toán séc của Fed được mô tả trong Chương 9. Khi một tờ séc được trao cho Fed để thanh toán, Fed sẽ xuất trình séc đó cho ngân hàng bị ký phát và sẽ thu tiền bằng cách trích số tiền của tờ séc từ khoản tiền gửi của ngân hàng gửi (dự trữ) tại Fed. Trước khi những khoản tiền đó được thu, thì séc là một hạng mục tiền mặt đang trong quá trình thu vào và đó là một tài sản có của Fed.

6. Những tài sản có khác của Dự trữ Liên bang. Những tài sản này bao gồm tiền gửi và trái khoán ghi bằng ngoại tệ cũng như những hàng hiện vật như máy tính, thiết bị văn phòng, nhà xưởng do Fed nắm quyền sở hữu.

Tài sản nợ

1. Tiền giấy Dự trữ Liên bang đang lưu thông. Đây là những giấy bạc Dự trữ Liên bang (tiền) do Fed phát hành.

2. Tiền gửi ngân hàng. Bao gồm các khoản tiền gửi của các ngân hàng gửi tại Fed. Những khoản tiền gửi này cộng với tiền mặt tại các ngân hàng bằng với số dự trữ.

3. Tiền gửi của Kho bạc Mỹ. Đây là những khoản tiền gửi mà Kho bạc giữ tại Fed, nó dùng để ký phát mọi séc của mình.

4. Các tiền gửi của nước ngoài và tiền gửi khác. Mục này bao gồm các khoản tiền gửi tại Fed mà chủ sở hữu là các chính phủ nước ngoài, các ngân hàng trung ương nước ngoài, các tổ chức quốc tế (như Ngân hàng thế giới và Liên hiệp quốc), và các cơ quan của chính phủ Mỹ (như FDIC và các ngân hàng dự trữ cho vay trong nước).

5. Các hạng mục tiền mặt sẵn sàng trả suu. Cũng giống như hạng mục tiền mặt trong quá trình thu vào, những hạng mục này, cũng phát sinh quá trình thanh toán séc của Fed. Khi một tờ séc được xuất trình cho Fed để thanh toán, thì Fed không ghi có ngay cho ngân hàng đã trao cho Fed tờ séc đó. Thay vào đó, Fed hứa sẽ ghi có cho ngân hàng trong vòng một thời hạn đã thỏa thuận trước, không bao giờ quá 2 ngày. Những lời hứa này là những hạng mục sẵn sàng trả sau và là một tài sản nợ của Fed.

6. Những tài sản nợ Dự trữ Liên bang khác và tài khoản vốn. Hạng mục này bao gồm tất cả những tài sản nợ Dự trữ Liên bang còn lại không gồm trong bất kỳ mục nào của bảng tổng kết tài sản. Các cổ phiếu trong hệ thống Dự

trữ Liên bang do các ngân hàng thành viên mua, chẳng hạn, nằm trong loại này.

Cơ số tiền tệ

Xin nhắc lại rằng, cơ số tiền tệ (MB) hình thành từ các tài sản nợ tiền tệ [tiền trong lưu thông (C) cộng dự trữ (R)], hai mục này bằng với số giấy bạc của Dự trữ Liên bang đang lưu thông, cộng tiền gửi ngân hàng tại Fed, cộng tiền Kho bạc không gửi tại Fed (tiền Kho bạc đang lưu thông trừ mục "tiền đúc" trong bảng cân đối tài sản của Fed ⁽¹⁾ :

$$MB = C + R = (\text{tiền giấy FR}) + (\text{tiền gửi ngân hàng}) + \\ + (\text{tiền Kho bạc đang lưu thông}) - (\text{tiền đúc})$$

Những hạng mục phía bên phải của phương trình này cho thấy cơ số được sử dụng như thế nào và được gọi là sử dụng của cơ số. Điều không may là phương trình này không nói cho chúng ta biết những nhân tố quyết định cơ số (nguồn của cơ số), nhưng bảng tổng kết tài sản của Dự trữ Liên bang trong Bảng 18.1 giúp ta giải quyết vấn đề này, vì cũng như mọi bảng tổng kết tài sản, nó có đặc tính cho thấy tổng tài sản có bên trái của bảng tổng kết phải bằng tổng tài sản nợ bên phải bảng tổng kết. Vì các giấy bạc Dự trữ Liên bang và các hạng mục tiền gửi ngân hàng trong phần sử dụng của cơ số là những khoản tài sản nợ của Dự trữ Liên bang, nên đặc tính tài sản có = tài sản nợ của bảng tổng kết tài sản của Fed cho phép chúng ta giải quyết vấn đề về giấy bạc Dự trữ Liên bang và tiền gửi ngân hàng theo các hạng mục của bảng tổng kết tài sản của Fed được gồm vào trong các nguồn của cơ số : đặc biệt là giấy bạc Dự trữ Liên bang và tiền gửi ngân hàng bằng với số tiền của tất cả các tài sản có của Fed trừ đi tất cả các tài sản nợ khác của Fed.

$$\begin{aligned} & (\text{Giấy bạc Dự trữ Liên bang}) + (\text{tiền gửi ngân hàng}) = \\ & (\text{chứng khoán}) + (\text{cho vay chiết khấu}) + \text{vàng và SDR} \\ & + (\text{tiền đúc}) + (\text{tiền mặt đang thu vào}) + (\text{các tài sản có} \\ & \text{Dự trữ Liên bang khác}) - (\text{tiền gửi của kho bạc}) - \\ & - (\text{tiền gửi của nước ngoài và tiền gửi khác}) - \\ & - (\text{tiền mặt trả sau}) - (\text{các tài sản nợ Dự trữ Liên bang khác}). \end{aligned}$$

(1) Trong số liệu về dự trữ của các ngân hàng thành viên do Fed công bố hàng tuần, tiền kho bạc đang lưu thông hiện nay được xác định là bao gồm tiền kho bạc nằm tại kho bạc (gọi là "tiền mặt của kho bạc") cái mà chúng ta định nghĩa là "tiền Kho bạc đang lưu thông" chính là hàng vốn "tiền Kho bạc đang lưu thông" do Fed định nghĩa trừ đi "tiền mặt của Kho bạc".

Hai hạng mục của bảng tổng kết tài sản về thanh toán séc có thể gộp chung vào một tên gọi là **tiền nổi** (float), được định nghĩa là bằng tiền mặt đang thu vào trừ đi tiền mặt trả sau. Như vậy, đem thay tất cả các hạng mục phía bên phải của phương trình trên đây cho (giấy bạc Dự trữ Liên bang) + (tiền gửi ngân hàng) trong phương trình sử dụng của cơ số, chúng ta có biểu thức sau đây mô tả các nguồn của cơ số tiền tệ :

$$\begin{aligned}
 MB = & \text{(chứng khoán)} + \text{(cho vay chiết khấu)} + \text{(vàng và SDR)} + \\
 & + \text{(tiền nổi)} + \text{(các tài sản có Dự trữ Liên bang khác)} + \\
 & + \text{(tiền kho bạc trong lưu thông)} - \text{(tiền gửi của kho bạc)} - \\
 & - \text{(tiền gửi của nước ngoài và tiền gửi khác)} - \\
 & - \text{(các tài sản nợ Dự trữ Liên bang khác)}.
 \end{aligned}$$

(18.1)

Bảng 18.2. Tóm tắt : Các nhân tố ảnh hưởng đến cơ số tiền tệ
(cuối 1990, tỷ đôla)

Nhân tố	Thay đổi trong nhân tố	Thay đổi trong cơ số tiền tệ
Nhân tố làm tăng cơ số tiền tệ		
1. Chứng khoán : chính phủ và cơ quan chính phủ Mỹ và hối phiếu được ngân hàng chấp nhận	252,1	↑
2. Cho vay chiết khấu	0,2	↑
3. Tài khoản giấy chứng vàng và SDR	21,1	↑
4. Tiền nổi	2,6	↑
5. Tài khoản có Dự trữ Liên bang khác	47,6	↑
6. Tiền kho bạc trong lưu thông	20,4	↑
TỔNG 1	322,9	
Nhân tố làm giảm cơ số tiền tệ		
7. Tiền gửi của kho bạc tại Fed	9,0	↓
8. Tiền gửi của nước ngoài và tiền gửi khác tại Fed	0,6	↓
9. Tài khoản nợ Dự trữ Liên bang khác và tài khoản vốn	8,1	↓
TỔNG 2	17,7	
Cơ số tiền tệ bằng tổng 1 - tổng 2 = 305,2		

Nguồn : Bản tin Dự trữ Liên bang

"Đóng vai trò người kế toán" đã dẫn chúng ta đến một phương trình rất có ích, xác định ngay 9 nhân tố ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ ghi trong Bảng 18.2. Như phương trình (18.1) và Bảng 18.2 miêu tả, những khoản tăng trong 6 nhân tố đầu cộng thêm vào cơ sở tiền tệ, trong khi những khoản tăng trong 3 nhân tố sau trừ đi khỏi cơ sở tiền tệ⁽²⁾.

Sau khi đã xác định được 9 nhân tố đó và tác động của chúng đến cơ sở tiền tệ, bây giờ chúng ta hãy nhìn kỹ càng hơn xem thử tại sao những nhân tố đó lại tác động đến cơ sở tiền tệ. Để làm điều đó, chúng ta sẽ tiếp tục "đóng vai trò người kế toán" và sử dụng các tài khoản T.

Hướng dẫn nghiên cứu

Không khó khăn gì lắm để hiểu tại sao mỗi nhân tố sau đây ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ nếu như chúng ta tìm hiểu qua các ảnh hưởng của một giao dịch riêng biệt đối với tài khoản T của mỗi cá nhân hoặc tổ chức trong giao dịch đó. Làm như vậy, chúng ta sẽ biết cái gì đã xảy ra với dự trữ hoặc với đồng tiền và lúc đó có thể thấy cái gì đã xảy ra với cơ sở tiền tệ. Để kiểm nghiệm sự hiểu biết của mình, hãy tìm hiểu thông qua cái gì đã xảy ra với các tài khoản T khi nhân tố giảm xuống hơn là tăng lên.

CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CƠ SỞ TIỀN TỆ

Do chúng ta xem xét tác động của những thay đổi trong mỗi nhân tố đến cơ sở tiền tệ, chúng ta coi như là không có sự thay đổi nào cả trong bảng cân đối tài sản của Fed. Chúng ta hãy xem xét trước hết, những nhân tố mà khoản tăng lên của những nhân tố đó phải cộng vào cơ sở tiền tệ.

(2) Một vài khoản tiền gửi tại Fed không hao gồm trong dự trữ, và do đó trong cơ sở tiền tệ, bởi vì đó là tiền gửi về dịch vụ. Những số dư đó được ghi vào một hạng mục, số dư về dịch vụ và điều chỉnh, và sẽ được trừ đi khỏi bên phải của hiểu thức mô tả các nguồn của cơ sở để có được quy mô đúng của cơ sở tiền tệ. Hạng mục về số dư dịch vụ và điều chỉnh (2.3 tỷ đôla vào cuối 1990) không được ghi vào hiểu thức trong bài này.

Những nhân tố cộng vào cơ sở tiền tệ

Chứng khoán và cho vay chiết khấu. Vì chúng ta đã miêu tả chi tiết những thay đổi trong các khoản cho vay chiết khấu và trong chứng khoán nằm trong tay Fed, thông qua các nghiệp vụ thị trường tự do đã ảnh hưởng như thế nào đến cơ sở tiền tệ trong các Chương 14 và 15, nên ở đây chúng ta chỉ nhắc lại kết luận của chúng ta mà thôi. Một sự tăng lên trong chứng khoán do Fed nắm giữ hoặc trong các khoản cho vay chiết khấu của Fed sẽ dẫn đến một sự tăng lên bằng như vậy trong cơ sở tiền tệ (như trong Bảng 18.2 đã cho thấy).

Tài khoản vàng và SDR và tài sản có khác của Dự trữ Liên bang. Một việc Fed mua vàng, SDR, một khoản tiền gửi bằng ngoại tệ hoặc bất kỳ một tài sản có nào khác chỉ là một việc mua những tài sản đó trên thị trường tự do. Như vậy tác động đối với cơ sở tiền tệ cũng giống như tác động của việc mua chứng khoán trên thị trường tự do (như Bài đọc thêm 18.1 chứng minh). Một sự tăng lên trong tài khoản vàng và SDR hoặc trong các tài sản có khác của Dự trữ Liên bang đều dẫn đến một sự tăng lên bằng như vậy trong cơ sở tiền tệ.

BÀI ĐỌC THÊM 18.1

Toàn cảnh

Can thiệp tỷ giá và cơ sở tiền tệ

Trong báo chí thường đăng tin về việc Dự trữ Liên bang can thiệp vào thị trường ngoại hối để mua hoặc bán đôla. Liệu cái đó có thể là một nhân tố tác động đến cơ sở tiền tệ hay không? Câu trả lời là "đúng vậy", bởi vì Dự trữ Liên bang can thiệp vào thị trường ngoại hối dẫn đến việc mua hoặc bán các tài sản gửi bằng ngoại tệ, những tài sản này thuộc loại "các tài sản có khác của Dự trữ Liên bang" trong bảng tổng kết tài sản của Fed.

Giả định rằng Fed mua 10 triệu đôla tiền gửi ghi bằng franc Pháp trả bằng 10 triệu đôla tiền gửi tại Fed (gọi là bán đôla lấy franc). Như đã phân tích trong bài viết, việc Dự trữ Liên bang mua một tài sản có nào, dù đó là công trái của Chính

phủ Mỹ hay một khoản tiền gửi ghi bằng ngoại tệ, thì đó chỉ là một việc mua trên thị trường tự do và dẫn đến một sự tăng lên bằng nhau trong cơ sở tiền tệ. Như vậy thì việc mua tiền gửi bằng franc trị giá 10 triệu đôla dẫn đến việc tăng lên 10 triệu đôla trong hạng mục "các tài sản có khác của Dự trữ Liên bang" và tăng lên 10 triệu đôla trong cơ sở tiền tệ: Tương tự như vậy, việc bán tiền gửi ngoại tệ đến việc giảm đi trong hạng mục "các tài sản có khác của Dự trữ Liên bang" và việc giảm đi trong cơ sở tiền tệ. Như vậy các việc can thiệp của Dự trữ Liên bang trên thị trường ngoại hối có thể là một ảnh hưởng quan trọng đối với cơ sở tiền tệ, một vấn đề mà chúng ta sẽ bàn đến về sau trong Chương 21.

Tiền nổi. Như đã trình bày trong Chương 9, thủ tục thanh toán séc của Dự trữ Liên bang dẫn đến việc một tờ séc được ngân hàng nhận nó gửi vào tài khoản của mình tại Fed, đến việc ghi có số tiền của tờ séc vào dự trữ của ngân hàng đó và việc ghi nợ một số tiền như vậy vào dự trữ của ngân hàng phải trả tờ séc đó. Chúng ta có thể coi như những giao dịch này xảy ra đồng thời và ngay lập tức, nhưng trong thực tế, Fed thường ghi có số tiền của tờ séc cho ngân hàng đã nộp séc (tăng dự trữ của ngân hàng) trước khi ghi nợ (làm giảm dự trữ của ngân hàng) ngân hàng bị ký phát ⁽³⁾ ? Khoản tăng ròng trong tổng số dự trữ của hệ thống ngân hàng do kết quả của nghiệp vụ trên gọi là *tiền nổi* và nó bằng khoản chênh lệch giữa tài sản có, *tiền mặt đang trong quá trình thu vào* (các séc mà Fed còn chưa thu tiền" với tài sản nợ, *tiền mặt trả sau*, (các séc mà Fed chưa ghi có cho các ngân hàng đã nộp nó).

Tiền nổi phát sinh bởi vì đôi khi Fed không thể xuất trình séc để thanh toán nhanh như khi nó ghi có cho ngân hàng nộp séc ; tiền nổi biến động khi điều kiện thời tiết và các nhân tố khác làm chậm trễ việc xuất trình séc để thanh toán. Ví dụ, nếu thành phố New York bị một cơn gió tuyết mạnh, thì Fed không có thể chuyển một số séc mà nó muốn xuất trình để thanh toán, và tiền nổi sẽ tăng rất mạnh. Khi "thời tiết" tốt đẹp, các séc sẽ được xuất trình để thanh toán và tiền nổi sẽ lại giảm xuống⁽⁴⁾.

Để hiểu tốt hơn khái niệm đó, chúng ta quay trở lại ví dụ ở Chương 9 trong đó Jane Brown lấy một tờ séc 100 đôla được ký phát đến một tài khoản tại Ngân hàng Second National Bank tại Los Angeles và nộp nó vào tài khoản của mình tại Ngân hàng First National Bank tại thành phố New York. Ngân hàng First National Bank mang séc đến Fed để thanh toán, làm cho bảng tổng kết tài sản của Fed bị ảnh hưởng như sau :

(3) Nhiều người lợi dụng việc tờ séc do nó ký phát phải có thời gian để phải bị ghi nợ tài khoản của họ (họ viết séc ngày thứ sáu về số tiền mà họ không có, nghĩ rằng séc đó sẽ chưa được thanh toán cho đến ngày thứ ba sau khi họ đến ngân hàng và nộp số tiền cần thiết). Tình trạng này gọi là lợi dụng tiền nổi.

(4) Cần chú ý rằng mặc dù tiền nổi thường là dương nhưng có một số trường hợp nó trở thành âm. Điều này xảy ra nếu Fed có thể xuất trình séc để thanh toán nhanh hơn là nó được ghi có ở các ngân hàng đã nộp séc.

Dự trữ Liên bang

Có	Nợ
Tiền mặt đang trong quá trình thu vào +100 đôla	Tiền mặt phải trả sau +100 đôla

Số tiền mặt 100 đôla phải trả sau là một khoản nợ của Fed khi Fed chấp nhận các séc từ ngân hàng First National Bank, bởi vì Fed hứa ghi có ngân hàng First National Bank 100 đôla tiền gửi trong một thời hạn đã thỏa thuận trước (không bao giờ vượt quá 2 ngày). Số tiền mặt 100 đôla đang trong quá trình thu vào là một khoản có của Fed, bởi vì Fed sẽ trích số tiền đó từ tiền gửi của ngân hàng Second National Bank khi Fed xuất trình séc cho ngân hàng này để thanh toán.

Đến điểm này thì không có sự thay đổi gì trong dự trữ của hệ thống ngân hàng, và vì số tiền mặt đang trong quá trình thu bằng số tiền phải trả sau, chênh lệch giữa hai khoản đó - bằng tiền nổi - cũng không thay đổi. Bởi vì có thể xảy ra chậm trễ do thời tiết xấu, Fed không thể chuyển séc đến Los Angeles trước khi thời hạn thỏa thuận đã hết. Tuy nhiên, Fed vẫn phải có nghĩa vụ như nó đã hứa và ghi có cho ngân hàng First National Bank 100 đôla tiền gửi (dự trữ) và kết thúc khoản nợ 100 đôla tiền mặt phải trả sau. Tài khoản T bây giờ trở thành.

Dự trữ Liên bang

Có	Nợ
Tiền mặt đang trong quá trình thu vào + 100 đôla	Dự trữ (của First National Bank) +100 đôla

Tiền nổi, chênh lệch giữa *tiền mặt trong quá trình thanh toán* (100 đôla) và *tiền mặt phải trả sau* (O) đôla, bây giờ là + 100 đôla, và dự trữ trong hệ thống ngân hàng cũng tăng lên với một số tiền như vậy. Điều xảy ra là Fed còn chưa có thể thu về số tiền ngân hàng Second National Bank. Kết quả thực tế là Fed đã cấp cho ngân hàng First National Bank một khoản tín

dụng không lái bằng với số tiền của tiền nổi, như vậy làm tăng dự trữ và do đó làm tăng cơ sở tiền tệ.

Tuy nhiên, khoản "cho vay" này chỉ là tạm thời, bởi vì khi Fed cuối cùng đem séc đến Los Angeles và xuất trình cho ngân hàng Second National Bank, Fed trích 100 đôla từ tiền gửi (dự trữ) của ngân hàng Second National Bank và kết thúc 100 đôla tiền mặt đang trong quá trình thu vào. Cuối cùng tài khoản T của Fed trở thành như sau :

Dự trữ Liên bang

Có

Nợ

	Dự trữ (của First National Bank)	+ 100 đôla
	Dự trữ (của Second National Bank)	- 100 đôla

Kết quả cuối cùng của quá trình thanh toán séc là dự trữ trong hệ thống ngân hàng không thay đổi mặc dù dự trữ chuyển từ một ngân hàng này sang một ngân hàng khác. Tuy nhiên, trong quá trình thanh toán séc của Second National Bank, dự trữ và cơ sở tiền tệ tăng lên tạm thời. Nếu chúng ta nhân những khoản tăng tạm thời đó trong cơ sở tiền tệ lên với hàng triệu séc đã được thanh toán trong một ngày, thì có thể dẫn đến những biến động trong cơ sở tiền tệ hàng tuần rất lớn. Nhưng vì đại đa số biến động trong tiền nổi là tạm thời, nên chúng không phải là một nguồn chính của các biến động trong cơ sở tiền tệ trong thời gian dài (như một tháng hoặc 3 tháng).

Kết luận chúng ta rút ra từ sự thay đổi của những tài khoản T là phù hợp với Bảng 18.2 : *một sự tăng lên trong tiền nổi dẫn đến một sự tăng lên bằng nhau trong cơ sở tiền tệ.*

Tiền kho bạc đang lưu thông. Mặc dù thuật ngữ này không có trong bảng tổng kết tài sản của Fed, nhưng nó vẫn có ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ. Một sự tăng lên của tiền kho bạc bên ngoài kho bạc tìm thấy đường đi của nó hoặc là vào trong kho của ngân hàng (ở đây nó được coi như là dự trữ) hoặc vào trong tay của công chúng (ở đây nó được coi như là tiền trong lưu thông) : Thật vậy, như Bảng 18.2 đã chỉ ra, *cơ sở tiền tệ tăng lên khi có một sự*

tăng lên của tiền kho bạc trong lưu thông⁽⁵⁾.

Nhưng nhân tố trừ ra khỏi cơ sở tiền tệ

Tiền gửi của kho bạc tại Fed. Số tiền mà kho bạc thu được từ tiền thuê và từ việc bán công trái được gửi lũc đầu trong các tài khoản tại các ngân hàng thương mại gọi là các *tài khoản thuế và cho vay* và sau đó được gửi vào tài khoản tại Fed được kho bạc sử dụng để ký phát các séc của mình. Giả định rằng kho bạc định trả 100 triệu đôla tiền máy bay ném bom B52 và chuyển số tiền đó từ tài khoản thuế và cho vay của mình vào tài khoản của mình tại Fed, thì kết quả trong tài khoản T như sau :

Kho bạc Mỹ

Có	Nợ
Tiền gửi tại ngân hàng thương mại	- 100 triệu đôla
Tiền gửi tại Fed	+ 100 đôla

Các ngân hàng thương mại bây giờ thấy rằng họ mất 100 triệu đôla trong tài khoản tiền gửi và do đó mất 100 triệu đôla trong tài khoản dự trữ, như vậy tài khoản T của họ là :

(5) Mặc dù một sự tăng lên của tiền kho bạc trong lưu thông sẽ làm cơ sở tiền tệ tăng lên nếu tất cả các hạng mục khác của bảng tổng kết tài sản vẫn giữ nguyên, nhưng đại đa số các khoản tăng của tiền kho bạc tại kèm theo những sự thay đổi bù lại trong các hạng mục khác của bảng tổng kết tài sản, cho nên cơ sở tiền tệ vẫn không thay đổi. Chẳng hạn như, nếu công chúng dùng nhiều tiền đúc hơn bởi vì ham chơi trò chơi điện tử, thì kho bạc sẽ đúc nhiều tiền hơn, mà nó gửi đến cho Fed, và đổi lại Fed ghi có số tiền đôla của những đồng tiền đúc đó vào tài khoản tiền gửi của kho bạc tại Fed. Khi những tiền đúc này được phân phối cho công chúng, thì số tiền kho bạc trong lưu thông tăng lên, song tiền gửi của kho bạc cũng tăng lên với một số tiền bằng nhau. Kết quả thực lúc đó là cơ sở tiền tệ giữ nguyên không thay đổi (số tiền kho bạc trong lưu thông tăng lên, bị triệt tiêu bởi dòng số tiền gửi của kho bạc giảm xuống). Như vậy chúng ta thấy rằng một sự thay đổi trong sở thích của công chúng muốn dùng nhiều tiền kho bạc (chủ yếu là tiền đúc) hơn là giấy bạc của Dự trữ Liên bang (tiền giấy) sẽ không ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ.

Các ngân hàng thương mại

Có

Nợ

Dự trữ - 100 triệu đôla

Tiền gửi của kho bạc Mỹ - 100 triệu đôla

Tại Fed, dự trữ giảm bớt 100 triệu đôla trong khi tiền gửi của kho bạc tăng thêm 100 triệu đôla.

Dự trữ Liên bang

Có

Nợ

Dự trữ - 100 triệu đôla

Tiền gửi của kho bạc Mỹ + 100 đôla

Kết quả là, *một sự tăng lên trong tiền gửi của kho bạc Mỹ giảm bớt dự trữ và cơ sở tiền tệ* như trong Bảng 18.2.

Khi kho bạc trả tiền mua máy bay ném bom, thì qui trình đó lại ngược lại. Tiền gửi của kho bạc Mỹ tại Fed giảm bớt 100 triệu đôla và công ty quốc phòng nộp tờ séc nhận được từ kho bạc vào cho ngân hàng của mình, do đó dự trữ của ngân hàng này tăng lên thêm 100 triệu đôla. Tài khoản T của Dự trữ Liên bang như sau :

Dự trữ Liên bang

Có

Nợ

Dự trữ + 100 triệu đôla

Tiền gửi của kho

bạc Mỹ - 100 triệu đôla

Chúng ta lại thấy cơ sở tiền tệ vận động theo một hướng ngược lại với tiền gửi của kho bạc Fed.

Bởi vì những khoản mua và khoản thu của kho bạc thay đổi rất nhiều suốt trong năm nên tiền gửi của kho bạc tại Fed thay đổi rất mạnh và do đó có thể là một nguồn quan trọng của những thay đổi hàng tuần trong cơ sở tiền tệ. Các sự biến động có thể dễ dự đoán trước, bởi vì kho bạc thường biết trước khi nào dự định chuyển tiền từ tài khoản thuế và cho vay vào tài khoản của mình tại Fed. Thêm vào đó, bởi vì đại bộ phận sự biến động trong tiền gửi của kho bạc là tạm thời cho nên những biến động này không phải là một nguồn chính của các biến động trong cơ sở tiền tệ trong thời gian dài (như 3 tháng hoặc một năm).

Tiền gửi của nước ngoài và các tiền gửi khác tại Fed. Khi những tiền gửi đó tăng lên, hoặc là do số tiền từ các tài khoản tại các ngân hàng thương mại được chuyển vào các tài khoản tại Fed hoặc do các séc ký phát cho các ngân hàng Mỹ được nộp vào thì các tài khoản T cũng giống như được mô tả về các tiền gửi của kho bạc tại Fed. *Như vậy, một sự tăng lên trong các khoản tiền gửi nước ngoài và tiền gửi khác dẫn đến giảm bớt trong cơ sở tiền tệ.*

Các tài sản nợ khác và tài khoản tư bản. Giả định một ngân hàng vừa mới gia nhập vào Hệ thống Dự trữ Liên bang và mua số cổ phiếu bắt buộc phải mua tại Fed, làm tăng tài khoản tư bản tại Fed. Những khoản tiền gửi của ngân hàng này tại Fed sẽ giảm xuống bằng số giá trị đô la của cổ phiếu, và dự trữ trong hệ thống ngân hàng sẽ giảm xuống bằng số tiền đó. *Như vậy, một sự tăng lên trong các tài sản nợ khác và tài khoản vốn dẫn đến một sự giảm xuống trong cơ sở tiền tệ.*

Tóm tắt

Sự phân tích của chúng ta về bảng tổng kết tài sản của Fed xác định 9 nhân tố ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ. Việc tăng lên trong 6 nhân tố làm cơ sở tiền tệ tăng lên (chứng khoán do Fed nắm giữ, cho vay chiết khấu, vàng và tài khoản SDR, tiền nổi, các tài sản có khác của Fed, và tiền kho bạc trong lưu thông), và việc tăng lên trong 3 nhân tố làm giảm cơ sở tiền tệ (tiền gửi của kho bạc tại Fed, các tiền gửi của nước ngoài và các tiền gửi khác tại Fed, và các tài sản nợ khác của dự trữ liên bang và các tài khoản tư bản).

Nhân tố ảnh hưởng nhiều nhất đến cơ sở tiền tệ là số chứng khoán nằm trong tay Fed hoàn toàn bị Fed kiểm soát thông qua các nghiệp vụ thị trường tự do. Các nhân tố không bị Fed kiểm soát (chẳng hạn tiền nổi và tiền gửi của kho bạc tại Fed) chịu nhiều biến động quan trọng ngắn hạn và có thể là những nguồn quan trọng của các biến động trong cơ sở tiền tệ trong thời hạn ngắn, như một tuần. Tuy nhiên, những biến động này thường là hoàn toàn có thể đoán trước được và như vậy có thể được bù lại thông qua các nghiệp vụ thị trường tự do. Mặc dù tiền nổi và tiền gửi của kho bạc tại Fed chịu những biến động ngắn hạn quan trọng, làm phức tạp thêm sự kiểm soát cơ sở tiền tệ, nhưng không thể làm cho Fed không kiểm soát được cơ sở tiền tệ một cách xác thực.

THIỆU HỤT NGÂN SÁCH VÀ CƠ SỞ TIỀN TỆ

Mặc dù chúng ta đã biết những nhân tố nào đã trực tiếp ảnh hưởng đến cơ sở

tiền tệ, nhưng còn một nhân tố quan trọng khác nữa cũng ảnh hưởng gián tiếp đến cơ sở tiền tệ : thiếu hụt ngân sách. Để biết được thiếu hụt ngân sách ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ như thế nào, chúng ta cần phải hiểu chi tiêu của chính phủ được tài trợ như thế nào.

Hạn chế của ngân sách nhà nước

Bởi vì chính phủ (cũng như chúng ta) phải chi trả cho các hóa đơn của mình, cho nên chính phủ có một sự hạn chế của ngân sách. Có hai cách chúng ta dùng để chi trả cho những chi tiêu của mình : chúng ta có thể tăng thu nhập (bằng làm việc) hoặc đi vay. Chính phủ cũng vậy sử dụng hai cách lựa chọn đó : chính phủ có thể tăng thu nhập bằng thu thuế hoặc đi vay bằng cách phát hành công trái. Song không giống như chúng ta, chính phủ còn có cách thứ ba : chính phủ có thể sáng tạo ra tiền và dùng tiền đó chi trả hàng hóa và dịch vụ mà chính phủ đã mua.

Các phương pháp tài trợ cho chi tiêu của chính phủ được mô tả bằng một biểu thức gọi là sự **hạn chế của ngân sách nhà nước** được phát biểu như sau : Thiếu hụt ngân sách nhà nước (*THIỆU HỤT*) bằng số chi tiêu của chính phủ (*G*) vượt quá thu nhập về thuế (*T*), phải bằng tổng số thay đổi trong cơ sở tiền tệ (ΔMB) cộng với số thay đổi trong công trái nhà nước do công chúng nắm giữ ($\Delta \text{CÔNG TRÁI}$). Biểu thức này được viết theo kiểu đại số như sau :

$$\text{THIỆU HỤT} = G - T = \Delta MB + \Delta \text{CÔNG TRÁI} \quad (18.2)$$

Để hiểu được sự hạn chế của ngân sách nhà nước nghĩa là gì trong thực tế, chúng ta xem xét trường hợp chính phủ chi mua máy bay ném bom trị giá 100 triệu đôla. Nếu chính phủ thuyết phục các cử tri rằng chiếc máy bay đó đáng được chi trả, thì sẽ rất có thể tăng thuế thêm 100 triệu đôla để chi trả cho việc mua máy bay đó và thiếu hụt ngân sách là bằng không. Sự hạn chế của ngân sách cho chúng ta biết là không cần phải phát hành thêm tiền hoặc công trái để chi trả cho việc mua máy bay bởi vì ngân sách cân bằng. Nếu những người nộp thuế ngăn trở không cho chi trả tiền mua vũ khí và từ chối không nộp thuế để trả tiền mua máy bay ném bom thì sự hạn chế của ngân sách chỉ ra rằng chính phủ để chi trả như vậy phải bán 100 triệu đôla công trái mới cho công chúng hoặc in thêm 100 triệu đôla tiền giấy. Trong trường hợp nào thì sự hạn chế của ngân sách cũng được thỏa mãn ; số thiếu hụt 100 triệu đôla được cân bằng bởi sự thay đổi trong số công trái mà công chúng nắm giữ ($\Delta \text{CÔNG TRÁI} = 100$ triệu đôla) hoặc bởi sự thay đổi trong cơ sở tiền tệ ($\Delta MB = 100$ triệu đôla). Có thể sử dụng

kết hợp cả 3 phương pháp tài trợ đó để trả cho các khoản chi tiêu. Ví dụ, 100 triệu đôla mua máy bay ném bom có thể được tài trợ bằng cách tăng thuế 50 triệu, in thêm 25 triệu đôla tiền giấy, và bán 25 triệu đôla trái khoán.

Tài trợ chi tiêu của chính phủ

Bây giờ chúng ta đã hiểu 3 phương pháp tài trợ cho chi tiêu của chính phủ, chúng ta cần biết ảnh hưởng của mỗi phương pháp đó đến cơ sở tiền tệ, trong khi giữa mỗi cái không thay đổi. Như vậy, chúng ta sử dụng các tài khoản T để xem xét cơ chế sử dụng mỗi phương pháp đó để chi trả việc chính phủ mua máy bay ném bom.

Tài trợ bằng thuế. Giả định rằng khi chính phủ thu 100 triệu đôla thuế để trả tiền mua máy bay, công chúng nộp cho kho bạc 100 triệu đôla bằng séc. Sau khi kho bạc nhận được từ công chúng số séc để nộp thuế này, thì đem gửi vào tài khoản "thuế và cho vay" của mình và sau đó chuyển số tiền đó vào tài khoản của mình tại Fed. Kết quả là 100 triệu đôla tiền gửi rời khỏi hệ thống ngân hàng, làm giảm đi 100 triệu đôla dự trữ, và kho bạc có thêm 100 triệu đôla tiền gửi tại Fed. Các tài khoản T của công chúng (giới phi ngân hàng), của kho bạc, của hệ thống ngân hàng và của Fed hình thành như sau :

Công chúng		Kho bạc Mỹ	
Có	Nợ	Có	Nợ
Tiền gửi tại ngân hàng - 100 triệu đôla	Thuế - 100 triệu đôla	Tiền gửi tại Fed + 100 triệu đôla Thuế - 100 triệu đôla	

Hệ thống ngân hàng		Dự trữ Liên bang	
Có	Nợ	Có	Nợ
Dự trữ - 100 triệu đôla	Tiền gửi - 100 triệu đôla		Dự trữ - 100 triệu đôla Tiền gửi của kho bạc + 100 triệu đôla

Khi kho bạc trả tiền mua máy bay ném bom nó ký phát séc trị giá 100 triệu đôla và trao cho công chúng (công ty quốc phòng), công ty đem gửi tại ngân hàng. Bốn nhóm của bảng tổng kết tài sản bây giờ trở thành như sau :

Công chúng

Có	Nợ
Tiền gửi tại ngân hàng 0	Thuế
Máy bay - 100 triệu đôla	- 100 triệu đôla

Hệ thống ngân hàng

Có	Nợ
Dự trữ 0	Tiền gửi 0

Kho bạc Mỹ

Có	Nợ
Tiền gửi tại Fed 0	Thuế
Thuế - 100 triệu đôla	Máy bay + 100 triệu đôla

Dự trữ Liên bang

Có	Nợ
	Dự trữ 0
	Tiền gửi của kho bạc 0

Vì thực tế những giao dịch ấy không ảnh hưởng gì đến cơ số tiền tệ, nên chúng ta có thể kết luận rằng tài trợ cho chi tiêu của chính phủ bằng thuế không ảnh hưởng đến cơ số tiền tệ.

Giả định (có phần nào không thực tế) rằng, khi chính phủ thu 100 triệu đôla tiền thuế để trả tiền mua máy bay, công chúng nộp cho kho bạc 100 triệu đôla tiền mặt chứ không phải bằng séc, thì lúc đó các tài khoản T của kho bạc và của công chúng sẽ như sau :

Kho bạc Mỹ

Có	Nợ
Tiền mặt + 100 triệu đôla	
Thuế - 100 triệu đôla	

Công chúng

Có	Nợ
Tiền mặt - 100 triệu đôla	Thuế - 100 triệu đôla

Tiền mặt trong tay công chúng (và vì vậy là trong lưu thông) giảm bớt 100 triệu đôla và kho bạc dùng 100 triệu đôla đó trả tiền mua máy bay. Công chúng thu trở lại 100 triệu đôla tiền mặt và đổi lại, trao cho chính phủ chiếc máy bay đặt mua. Những thay đổi cộng chung lại của bảng tổng kết tài sản của kho bạc và của công chúng là như sau :

Kho bạc Mỹ		Công chúng	
Có	Nợ	Có	Nợ
Tiền mặt 0		Tiền mặt 0	Thuế
Thuế - 100 triệu đôla		Máy bay	- 100 triệu đôla
Máy bay + 100 triệu đôla		- 100 triệu đôla	

Ảnh hưởng đối với cơ sở tiền tệ cũng giống như khi nộp thuế bằng séc tức là không có ảnh hưởng gì.

Do những kết quả đều giống nhau và rất dễ theo dõi khi các giao dịch được thực hiện bằng tiền, nên chúng ta sẽ chỉ xem xét các giao dịch tiền tệ trong việc phân tích tài trợ bằng vay nợ như sau :

Tài trợ bằng vay nợ. (Δ CÔNG TRÁI). Bây giờ giả định rằng chính phủ tài trợ cho việc mua máy bay của mình bằng cách bán 100 triệu đôla công trái trong công chúng ; công chúng sẽ trả tiền mua công trái đó bằng 100 triệu đôla tiền mặt. Các tài khoản T của kho bạc và của công chúng sẽ như sau :

Kho bạc Mỹ		Công chúng	
Có	Nợ	Có	Nợ
Tiền mặt + 100 triệu đôla	Chứng khoán + 100 triệu đôla	Tiền mặt - 100 triệu đôla Chứng khoán + 100 triệu đôla	

Tiền mặt trong lưu thông giảm đi 100 triệu đôla và kho bạc dùng số tiền đó trả tiền mua máy bay. Công chúng nhận trở về 100 triệu đôla tiền mặt và giao cho chính phủ chiếc máy bay. Những thay đổi chung lại của bảng tổng kết tài sản của kho bạc và của công chúng là như sau :

Kho bạc Mỹ		Công chúng	
Có	Nợ	Có	Nợ
Tiền mặt 0	Chứng khoán	Tiền mặt 0	
Máy bay + 100 triệu đôla	+ 100 triệu đôla	Chứng khoán + 100 triệu đôla	
		Máy bay- 100 triệu đôla	

Bởi vì cơ sở tiền tệ không bị ảnh hưởng gì của những giao dịch đó, chúng ta có thể kết luận rằng *việc tài trợ chi tiêu của chính phủ bằng cách vay nợ không có ảnh hưởng gì đến cơ sở tiền tệ.*

Tài trợ bằng cách tạo ra tiền tệ (ΔMB). Cuối cùng chúng ta hãy xem xét trường hợp chính phủ tài trợ việc mua máy bay của mình bằng tạo ra tiền tệ. Trong nhiều nước đây là một nghiệp vụ ngay thẳng bởi vì kho bạc có quyền hợp pháp phát hành tiền và dùng tiền đó để chi trả các chi tiêu của chính phủ. Vì vậy, như sự hạn chế của ngân sách đã chỉ ra, phương pháp tài trợ cho chi tiêu của chính phủ này dẫn đến việc tăng lên trong cơ sở tiền tệ (tiền tệ có quyền lực cao). Ở Mỹ, qui trình này có hơi phức tạp, bởi vì kho bạc không có quyền hợp pháp phát hành tiền để chi trả mua hàng hóa và dịch vụ, mà chỉ có thể phát hành chứng khoán⁽⁶⁾

Tài trợ chi tiêu của chính phủ bằng tạo ra tiền tệ như vậy là một đường vòng mà theo đó kho bạc bán trái khoán cho công chúng, những trái khoán này sau đó lại được Dự trữ Liên bang mua.

Phương pháp tài trợ chi tiêu của chính phủ này được tiến hành bằng 2 bước. Thứ nhất kho bạc mua máy bay và thanh toán bằng cách bán 100 triệu đôla trái khoán cho công chúng. Như chúng ta vừa mới thấy điều này dẫn đến kết quả trong tài khoản T là cơ sở tiền tệ không thay đổi. Thứ hai Fed mua cũng những trái khoán đó từ công chúng thông qua việc mua trên thị trường tự do, làm cơ sở tiền tệ tăng 100 triệu đôla (như chúng ta đã thấy trước đây trong chương).

Kết quả chung lại là cơ sở tiền tệ tăng lên 100 triệu đôla đưa đến kết luận sau : *Việc tài trợ chi tiêu của chính phủ bằng cách kho bạc bán trái khoán và những trái khoán này sau đó được Fed mua, sẽ làm tăng cơ sở tiền tệ.*

Phương pháp sau cùng tài trợ chi tiêu của chính phủ này thường được gọi là *in tiền* bởi vì tiền có quyền lực cao (cơ sở tiền tệ) được tạo ra trong quá trình⁽⁷⁾ Phương pháp này cũng được gọi là *tiền tệ hóa nợ*, bởi vì như quá trình hai bước được mô tả đã chỉ rõ, khoản nợ bằng chứng khoán mà chính phủ phát hành để tài trợ chi tiêu của chính phủ đã được lấy đi từ tay của công chúng và được thay thế bằng tiền có quyền lực cao.

(6) Kho bạc có quyền hợp pháp đúc tiền nhưng không được phép dùng tiền đúc đó để trả tiền mua hàng và dịch vụ, mà kho bạc bị giới hạn trong việc thu động cung ứng tiền đúc cho công chúng đổi lại tiền gửi hoặc tiền giấy của Dự trữ Liên bang.

(7) Dùng chữ "in" trong câu này phần nào làm cho người ta nhầm lẫn. Điều quan trọng trong phương pháp tài trợ này - không phải là thực sự in tiền mà là phát hành những khoản nợ tiền tệ vào công chúng sau khi chúng đã được in.

Tóm tắt

Việc phân tích trên đây về các phương pháp khác nhau tài trợ chi tiêu của chính phủ cho chúng ta biết điều gì ? Khi chi tiêu của chính phủ được tài trợ đầy đủ bằng thuế, dẫn đến một ngân sách cân bằng, thì không có ảnh hưởng gì đến cơ sở tiền tệ. Khi chi của chính phủ lớn hơn thu về thuế, thì thiếu hụt ngân sách đó có thể được tài trợ bằng việc bán công trái cho công chúng và hoặc bằng cách tạo ra tiền, điều này (tại Mỹ) đưa đến việc Fed mua công trái. Phương pháp thứ nhất, tài trợ bằng vay nợ, không ảnh hưởng gì đến cơ sở tiền tệ, trong khi cách thứ hai, tạo ra tiền, dẫn đến việc bành trướng cơ sở tiền tệ (tiền tệ có quyền lực cao).

THIẾU HỤT NGÂN SÁCH CÓ ẢNH HƯỞNG ĐẾN CƠ SỞ TIỀN TỆ KHÔNG ?

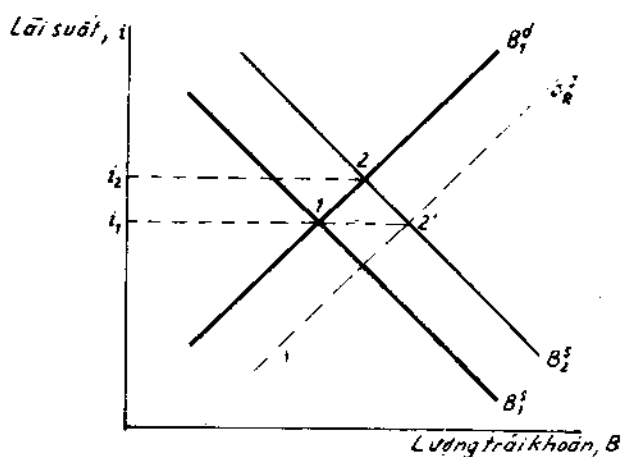
Trong một số nước chính phủ có thể chỉ cần đơn giản là quyết định in tiền để tài trợ cho thiếu hụt ngân sách do kho bạc phát hành tiền để trả tiền hàng hóa và dịch vụ. Cách này không được áp dụng cho kho bạc Mỹ ; thiếu hụt ngân sách nhà nước chỉ có thể dẫn đến việc tăng thêm cơ sở tiền tệ nếu như Fed cho phép như vậy bằng cách sẵn lòng mua trái khoán do kho bạc phát hành để tài trợ cho thiếu hụt ngân sách.

Vì việc quyết định tạo thêm tiền để tài trợ cho thiếu hụt ngân sách không phải là tự động, mà có phần nào tùy thuộc vào Fed nên đương nhiên có một vấn đề được đặt ra : phương pháp tài trợ nào được dùng nhiều nhất và tại sao ? Tại sao chúng ta hay đọc thấy nhiều như vậy về "thiếu hụt" ?

Có phải việc thiếu hụt ngân sách có ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ hay là không, là phụ thuộc vào việc Fed chọn cách nào để thực hiện chính sách tiền tệ hay không. Trong trường hợp mà Fed theo đuổi một chính sách với mục đích ngân cân lãi suất cao (một khả năng rất có thể xảy ra, như sẽ thấy trong Chương 20), nhiều nhà kinh tế chủ trương rằng thiếu hụt ngân sách sẽ dẫn đến in thêm tiền. Lập luận của họ, sử dụng sự phân tích về cung và cầu của thị trường trái khoán mà chúng ta đã nghiên cứu trong Chương 6, là như sau : Khi kho bạc phát hành trái khoán trong công chúng, thì cung trái khoán tăng lên. (từ B_1 đến B_2 trong Hình 18.1) làm cho lãi suất tăng (từ i_1 lên i_2) và giá trái khoán sụt xuống. Nếu Fed cho rằng lãi suất tăng là không tốt, thì nó sẽ mua trái khoán để nâng giá trái khoán lên và hạ lãi suất xuống. Kết quả cuối cùng là thiếu hụt ngân sách chính

phủ dẫn đến việc Fed mua trên thị trường tự do, làm tăng cơ sở tiền tệ (tức là tạo ra tiền có quyền lực cao).

Tuy nhiên, những nhà kinh tế như Robert Barro của Trường Đại học Havard, không đồng ý rằng thiếu hụt ngân sách ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ, như cách đã trình bày ở trên. Sự phân tích của họ (mà Barro gọi là "sự tương đương Ricardô" sau nhà kinh tế Anh David Ricardo thế kỷ 19) chủ trương rằng khi chính phủ bị thiếu hụt ngân sách và phát hành công trái thì công chúng thấy là sẽ phải chịu thuế cao trong tương lai để chi trả cho những công trái đó: Như vậy công chúng tiết kiệm trước được nhiều hơn trước khi xảy ra những khoản thuế sẽ phải đóng đó, kết quả là nhu cầu của công chúng về công trái tăng lên để đáp ứng sự tăng lên, của cung. Đường cong của cầu về trái khoán chuyển đến điểm B_R^d trong Hình 18.1, còn lãi suất thì vẫn không thay đổi tại i_1 . Bây giờ không còn cần việc Fed phải mua trái khoán để giữ cho lãi suất khỏi phải lên cao.



Bảng 18.1. Lãi suất và thiếu hụt ngân sách chính phủ. Khi kho bạc phát hành công trái để tài trợ cho thiếu hụt ngân sách: đường cong của cung công trái chuyển từ B_1^s sang B_2^s . Nhiều nhà kinh tế cho rằng sự thăng bằng chuyển sang điểm 2 bởi vì đường cong của cầu vẫn không thay đổi kết quả là lãi suất tăng từ i_1 lên i_2 . Tuy nhiên, những người theo "sự tương đương Ricardô" cho rằng đường cong của cầu cũng tăng từ B_1^d chuyển đến đường cong của cầu về trái khoán chuyển đến điểm 2', tại đó lãi suất không tăng tại i_1 .

Ảnh hưởng của thiếu hụt ngân sách đối với lãi suất và chính sách tiền tệ là hoàn toàn trái ngược nhau và chúng ta sẽ trở lại vấn đề thiếu hụt ngân sách và ảnh hưởng của nó đến cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ khi chúng ta xem xét vấn đề chung hơn về thiếu hụt ngân sách và lạm phát trong Chương 28. Bây giờ thì điều quan trọng cần phải ghi nhớ là thiếu hụt ngân sách có thể dẫn đến việc tạo ra tiền tệ.

TÓM TẮT

1. Chín nhân tố ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ : số chứng khoán trong tay Fed nắm giữ, cho vay chiết khấu, tài khoản vàng và SDR, tiền nổi, các tài sản có khác của Fed, tiền kho bạc trong lưu thông, tiền gửi của kho bạc tại Fed, tiền gửi của nước ngoài và tiền gửi khác tại Fed, các tài sản nợ khác của Fed và tài khoản vốn. Tăng trong 6 nhân tố đầu thì cộng vào cơ sở tiền tệ, còn tăng trong 3 nhân tố sau thì trừ đi khỏi cơ sở tiền tệ.

2. Nhân tố quan trọng nhất là số chứng khoán nằm trong tay Fed mà nó kiểm soát hoàn toàn thông qua nghiệp vụ thị trường tự do của Fed. Tiền gửi của kho bạc tại Fed và tiền nổi (những nhân tố mà Fed không thể kiểm soát được) có thể chịu nhiều sự biến động ngắn hạn đáng kể và có thể là những nguồn quan trọng của những biến động trong cơ sở tiền tệ theo thời gian ngắn như hàng tuần. Tuy nhiên, bởi vì những thay đổi trong các nhân tố đó có thể dự đoán được cho nên có thể bù đắp lại những thay đổi đó bằng các nghiệp vụ thị trường tự do, vì vậy những thay

đổi đó không ngăn trở Fed kiểm soát cơ sở tiền tệ một cách chính xác.

3. Một thiếu hụt ngân sách có thể được tài trợ bằng vay nợ nghĩa là bán công trái cho công chúng, và bằng tạo ra tiền tệ (in tiền), điều mà tại Mỹ, dẫn đến việc bán công trái nhà nước cho Fed. Tài trợ bằng vay nợ không ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ, trong khi việc tạo ra tiền tệ dẫn đến hành trưởng cơ sở tiền tệ.

4. Thiếu hụt ngân sách không nhất thiết phải ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ vì quyết định tài trợ thiếu hụt bằng tạo ra tiền tệ là tùy thuộc vào Fed. Tuy nhiên, thiếu hụt ngân sách có thể dẫn đến việc tạo ra tiền tệ nếu như Fed theo đuổi mục tiêu của chính sách là nhằm ngăn lãi suất cao. Khi kho bạc bán trái khoán cho công chúng để tài trợ thiếu hụt, giá trái khoán có thể sụt xuống và lãi suất tăng lên. Để ngăn lãi suất tăng Fed phải mua trái khoán để nâng giá trái khoán lên và những khoản mua trên thị trường tự do sẽ làm tăng cơ sở tiền tệ (tiền có quyền lực cao).

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

Sử dụng khi có thể các tài khoản T để trả lời các câu hỏi :

1. Trong thời kỳ khó khăn tài chính của mình năm 1984, Continental Illinois vay nhiều tỉ đôla của Fed. Việc đó có ảnh hưởng gì đến cơ sở tiền tệ ?

*2. Cái gì sẽ xảy ra cho cơ sở tiền tệ nếu Fed bán 200 tỷ trái khoán cho các ngân hàng thương mại ? cho các nhà đầu tư tư nhân ?

3. Nếu việc chiết khấu của Fed bị hủy bỏ

như đề nghị của Friedman (Chương 19) thì điều gì sẽ xảy ra đối với cơ sở tiền tệ ?

4. Bởi vì giá vàng tăng từ 400 lên 800 đôla một ounce, chính phủ Mỹ quyết định bán 1 triệu ounce vàng trên thị trường tự do. Cái gì sẽ xảy ra cho cơ sở tiền tệ ?

*5. Nếu một trận động đất xảy ra ở California, thì có ảnh hưởng gì đến tiền nổi và cơ sở tiền tệ ?

6. Nếu Fed đưa vào sử dụng một hệ thống

thư tín điện tử cho phép nó xuất trình séc để thanh toán trung bình trong một ngày nhanh hơn so với hiện tại, thì sẽ xảy ra điều gì với cơ sở tiền tệ và tiền nổi ?

* 7. Hội đồng thống đốc quyết định rằng trụ sở của nó tại Washington, D.C là xấu và cần phải làm lại. Khi nó chi 100 triệu đôla để xây dựng lại thì có tác động gì đến cơ sở tiền tệ ?

8. Nếu kho bạc đã sẵn sàng mua máy bay ném bom trị giá 100 triệu đôla bằng cách nộp thêm vào tiền gửi của mình tại Fed nhưng sau đó vào phút chót lại quyết định không mua nữa, thì cái gì sẽ xảy ra cho cơ sở tiền tệ ?

* 9. Nếu kho bạc có thể dự đoán tốt hơn khi nào nó cần trả tiền từ tài khoản của mình tại Fed và như vậy chỉ gửi tiền vào Fed cùng lúc với việc séc để trả tiền hàng và dịch vụ, thì cái gì sẽ xảy ra đối với mức bình quân tiền gửi của kho bạc tại Fed và đối với cơ sở

tiền tệ ?

10. Nếu người ta lấy từ Quỹ Liên hiệp quốc để chuyển cho quỹ UNICEF 41 triệu đôla và đem gửi số tiền đó vào tài khoản của mình tại Fed thì cái gì sẽ xảy ra với cơ sở tiền tệ ?

* 11. Cái gì sẽ xảy ra với cơ sở tiền tệ khi kho bạc tài trợ một khoản thiếu hụt 200 tỷ đô la, bằng cách bán trái khoán cho công chúng ? cho ngân hàng thương mại ? cho Fed ?

12. Trả lời đúng sai hoặc không rõ : "Một sự tăng lên của thiếu hụt ngân sách không nhất thiết làm cho cơ sở tiền tệ tăng lên cao hơn trong tương lai".

* 13. Nếu thiếu hụt giảm từ 200 tỷ đôla xuống 100 tỷ đôla, thì cơ sở tiền tệ có tăng lên nhiều hay ít so với trường hợp không giảm. Giải thích ý muốn của Fed ngăn cản lãi suất cho vay lên cao hơn ảnh hưởng đến câu trả lời của bạn như thế nào ?

CHƯƠNG 19

Công cụ của chính sách tiền tệ

LỜI DẪN

Trong các chương mô tả quá trình cung ứng tiền tệ và cấu trúc của Hệ thống Dự trữ Liên bang, chúng ta đã đề cập đến ba công cụ mà Fed có thể sử dụng để điều tiết cung ứng tiền tệ : nghiệp vụ thị trường tự do, nghiệp vụ này ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ ; thay đổi lãi suất chiết khấu, thay đổi này ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ bằng cách ảnh hưởng đến lượng vay chiết khấu ; và thay đổi dự trữ bắt buộc, thay đổi này ảnh hưởng đến số nhân tiền tệ. Bởi vì việc Fed sử dụng những công cụ chính sách đó có ảnh hưởng như vậy đến hoạt động kinh tế, cho nên điều quan trọng là phải hiểu Fed sử dụng những công cụ đó trong thực tế như thế nào và mỗi công cụ đó có lợi ích tương ứng như thế nào. Chúng ta cũng sẽ tìm câu trả lời cho câu hỏi sau : Những thay đổi nào là tốt hơn trong việc sử dụng những công cụ chính sách đó cho việc kiểm soát cung ứng tiền tệ ?

NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG TỰ DO

Nghiệp vụ thị trường tự do là công cụ chính sách tiền tệ quan trọng nhất bởi vì những nghiệp vụ này là yếu tố quyết định quan trọng nhất đối với những thay đổi trong cơ sở tiền tệ, và là nguồn chính gây nên những biến động trong cung ứng tiền tệ. Việc mua trên thị trường tự do làm tăng cơ sở tiền tệ, do đó tăng cung ứng tiền tệ, còn việc bán trên thị trường tự do thì thu hẹp cơ sở tiền tệ bằng cách giảm bớt cung ứng tiền tệ. (Chi tiết và các tài khoản T của cơ chế này được nói trong Chương 15). Bây giờ khi chúng ta đã hiểu những nhân tố ảnh hưởng đến

cơ sở tiền tệ, chúng ta có thể xem Fed tiến hành những nghiệp vụ thị trường tự do như thế nào nhằm kiểm soát cung ứng tiền tệ.

Có hai loại nghiệp vụ thị trường tự do : **ng nghiệp vụ thị trường tự do năng động** nhằm thay đổi mức dự trữ và cơ sở tiền tệ và **ng nghiệp vụ thị trường tự do thụ động** nhằm bù lại những chuyển động của các nhân tố khác đã ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ, ví dụ như thay đổi trong tiền gửi của kho bạc tại Fed hoặc tiền nôi. Fed tiến hành nghiệp vụ thị trường tự do với chứng khoán của kho bạc Mỹ và của các cơ quan nhà nước khác, nhất là các tín phiếu kho bạc⁽¹⁾.

Sở dĩ Fed tiến hành đại bộ phận nghiệp vụ thị trường tự do của mình với chứng khoán kho bạc bởi vì thị trường của những chứng khoán này rất lỏng và có dung lượng kinh doanh lớn nhất. Thị trường này có khả năng tiếp nhận được một lượng rất lớn nghiệp vụ của Fed mà không làm cho giá cả biến động quá mạnh có thể làm cho thị trường sụp đổ.

Như chúng ta đã thấy trong Chương 17, cơ quan ra quyết định về nghiệp vụ thị trường tự do là Ủy ban Thị trường Tự do Liên bang (FOMC). Tuy nhiên, cơ quan thực sự tiến hành các nghiệp vụ ấy, là Phòng kinh doanh tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang của New York. Cách tốt nhất để biết những nghiệp vụ đó được tiến hành như thế nào là nhìn vào một ngày điển hình tại phòng kinh doanh đóng trụ sở tại một phòng trên tầng 8 của Ngân hàng Dự trữ Liên bang của New York.

Một ngày tại phòng kinh doanh

Giám đốc nghiệp vụ nội địa giám sát các nhà kinh doanh mua bán chứng khoán. Ông ta bắt đầu ngày làm việc của mình bằng việc đọc bản báo cáo đánh giá tổng số tiền dự trữ trong hệ thống ngân hàng của đêm hôm trước. Thông tin về dự trữ này giúp ông ta quyết định cần phải thay đổi dự trữ đến mức nào để đạt được một mức thích đáng của cung ứng tiền tệ. Ông ta cũng xem xét lãi suất vốn liên bang hiện hành, lãi suất này cho ông ta biết điều gì đó về số tiền dự trữ trong hệ thống ngân hàng. Nếu hệ thống ngân hàng có một lượng dự trữ rộng lớn thì nhiều ngân hàng sẽ có số dự trữ dư thừa để cho các ngân hàng khác vay và lãi suất vốn liên bang rất có nhiều khả năng sẽ giảm xuống. Nếu mức dự trữ thấp thì ít ngân hàng có được dự trữ dư thừa để cho vay và lãi suất vốn liên bang chắc sẽ rất có nhiều khả năng tăng lên.

(1) Fed không tiến hành nghiệp vụ thị trường tự do với chứng khoán tư nhân phát hành để tránh xung đột quyền lợi. (Ví dụ, hãy nghĩ đến việc xung đột quyền lợi khi Fed mua trái khoán do một công ty của anh em họ của ông chủ phát hành).

Đến 9 giờ sáng giám đốc thảo luận với vài người kinh doanh chứng khoán nhà nước (những người này hoạt động ngoài các hãng tư nhân hoặc các ngân hàng thương mại) để có được một cảm giác về điều gì có thể xảy ra đối với giá cả chứng khoán trong ngày hôm đó. Sau cuộc họp mặt với các nhà kinh doanh, vào khoảng 10 giờ, giám đốc nhận một báo cáo từ phòng nghiên cứu của mình với đầy đủ dự báo chi tiết về cái gì sẽ xảy ra đối với một số nhân tố ngắn hạn ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ (đã được bàn đến trong Chương 18) chẳng hạn như, nếu tiền nổi được dự đoán là sẽ giảm xuống bởi vì thời tiết tốt trên cả nước thì phải đẩy mạnh việc giao séc, lúc đó giám đốc biết rằng mình sẽ cần phải áp dụng nghiệp vụ thị trường tự do thụ động (mua chứng khoán) để bù lại việc giảm xuống dự tính xảy ra trong cơ sở tiền tệ do tiền nổi giảm xuống. Tuy nhiên, nếu tiền gửi của kho bạc và hoặc tiền gửi của nước ngoài tại Fed được dự đoán là giảm xuống, thì một nghiệp vụ bán thụ động trên thị trường tự do sẽ là cần thiết để bù lại việc có thể tăng lên trong cơ sở tiền tệ. Bản báo cáo của dự đoán sự thay đổi trong lượng tiền tệ mà công chúng nắm giữ. Nếu lượng tiền đó dự đoán tăng lên, thì, như chúng ta đã thấy trong mô hình cung ứng tiền tệ ở Phần IV, một nghiệp vụ mua trên thị trường tự do là cần thiết để làm tăng cơ sở tiền tệ lên nhằm ngăn không cho cung ứng tiền tệ giảm xuống.

Đến 10 giờ 15 sáng giám đốc hoặc một nhân viên của văn phòng ông ta gọi điện thoại cho kho bạc Mỹ để so sánh những dự đoán của bộ tham mưu của mình về hạng mục tiền gửi của kho bạc, với dự đoán của kho bạc. Bởi vì kho bạc có thể có thêm thông tin về những thay đổi trong tiền gửi của mình, nên dự đoán của kho bạc giúp cho giám đốc sàng lọc lại những dự đoán của bộ tham mưu của mình. Việc gọi điện thoại cho kho bạc cũng được sử dụng để có thêm những tư liệu thông tin khác gợi ý cách giải quyết cho cái gì sẽ xảy ra trên thị trường chứng khoán, ví dụ : ấn định thời gian các nghiệp vụ bán trái khoán kho bạc trong tương lai.

Sau khi đã thu thập tất cả những số liệu đó, giám đốc xem chỉ thị nhận được từ FOMC, chỉ thị này cho ông ta biết tỷ lệ tăng trưởng của một số tổng lượng tiền tệ (biểu thị thành một khoảng chẳng hạn từ 4 đến 6% tỷ lệ/năm) và khoảng mức của các vốn liên bang (chẳng hạn từ 10 đến 14%) mà FOMC muốn đạt được. Sau đó giám đốc mới định ra các nghiệp vụ thị trường tự do năng động cần tiến hành để thỏa mãn chỉ thị của FOMC. Bằng cách kết hợp những nghiệp vụ thị trường tự do thụ động cần thiết với các nghiệp vụ thị trường tự do năng động mong muốn thực hiện, giám đốc lập thành "kế hoạch trò chơi" chung cho nghiệp vụ thị trường tự do ngày hôm đó.

Toàn bộ qui trình được hoàn tất vào 11 giờ 15 sáng và lúc này giám đốc tiến hành cuộc họp bằng điện thoại thường ngày của mình, với một số thành viên của FOMC và vạch ra chiến lược của mình. Sau khi kế hoạch đã được chấp thuận,

thường là sau 11 giờ 30 sáng một tí, ông ta bảo những nhân viên tại phòng kinh doanh gọi điện thoại cho những nhà kinh doanh chính (vào khoảng 40 người), những người này mua bán chứng khoán nhà nước, và yêu cầu họ báo giá bán (nếu kế hoạch là mua trên thị trường tự do). Ví dụ, nếu giám đốc muốn mua 250 triệu đôla tín phiếu kho bạc nhằm để tăng cơ sở tiền tệ, thì các nhân viên liệt kê ra trên một bảng lớn số lượng tín phiếu với giá bán mà những nhà kinh doanh chào bán, sắp xếp từ trên xuống dưới từ giá thấp nhất cho đến giá cao nhất. Vì Fed muốn mua với giá tốt nhất có thể được, nên mua các tín phiếu từ trên đến dưới của danh sách cho đến khi đã mua đủ số 250 triệu đôla muốn mua.

Thu thập các báo giá và tiến hành giao dịch, mất khoảng 45 phút, và hoàn tất vào khoảng 12 giờ 15. Đến lúc đó thì phòng kinh doanh im ắng đi, nhưng các nhân viên vẫn tiếp tục theo dõi các điều kiện trên thị trường tiền tệ và về các khoản dự trữ của ngân hàng, tháng hoặc giám đốc mới quyết định cần phải mua bán thêm.

Đôi khi nghiệp vụ thị trường tự do được tiến hành bằng các việc mua bán ngay thẳng các chứng khoán. Nhưng thông thường phòng kinh doanh tham gia vào các hợp đồng mua lại hoặc hợp đồng mua lại đảo ngược. Trong **một hợp đồng mua lại** (thường được gọi là **repo**), Fed mua chứng khoán với sự thỏa thuận rằng người bán sẽ mua lại những chứng khoán đó trong một thời gian ngắn, thường không quá một tuần. Một hợp đồng repo thực tế là một việc mua tạm thời trên thị trường tự do và là một cách mà người ta đặc biệt mong muốn để tiến hành một nghiệp vụ thị trường tự do thụ động mà có thể đảo ngược lại trong thời gian ngắn. Khi Fed muốn tiến hành một nghiệp vụ bán tạm thời trên thị trường tự do, Fed tham gia một **giao dịch mua - bán kết hợp** (đôi khi gọi là một repo đảo ngược) theo đó Fed bán chứng khoán và người mua thỏa thuận bán trở lại cho Fed trong một thời gian ngắn sau đó.

Những điểm lợi của nghiệp vụ thị trường tự do

Nghiệp vụ thị trường tự do có một số điểm lợi hơn so với các công cụ khác của chính sách tiền tệ.

1. Nghiệp vụ thị trường tự do được tiến hành theo sáng kiến của Fed vốn đã 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 Fed 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 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 số 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, Fed có thể lập tức đảo ngược lại việc sử dụng công cụ đó. Nếu Fed 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 Fed quyết định muốn thay đổi cơ số 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.

CHÍNH SÁCH CHIẾT KHẤU

Chính sách chiết khấu, mà chủ yếu làm thay đổi lãi suất chiết khấu, tác động đến cung ứng tiền tệ, bằng cách ảnh hưởng đến khối lượng cho vay chiết khấu và cơ số tiền tệ. Một sự tăng lên trong cho vay chiết khấu cộng thêm vào cơ số tiền tệ và làm tăng cung ứng tiền tệ, còn một sự giảm xuống trong cho vay chiết khấu thì giảm bớt cơ số tiền tệ và thu hẹp cung ứng tiền tệ. Những điều kiện dễ dàng của Dự trữ Liên bang mà theo đó những khoản cho vay chiết khấu được cấp cho các ngân hàng được gọi là **cửa sổ chiết khấu**. Cũng như trong nghiệp vụ thị trường tự do, việc xem xét cửa sổ chiết khấu hoạt động như thế nào là cách dễ nhất để hiểu Fed tác động đến khối lượng cho vay chiết khấu như thế nào.

Hoạt động của cửa sổ chiết khấu

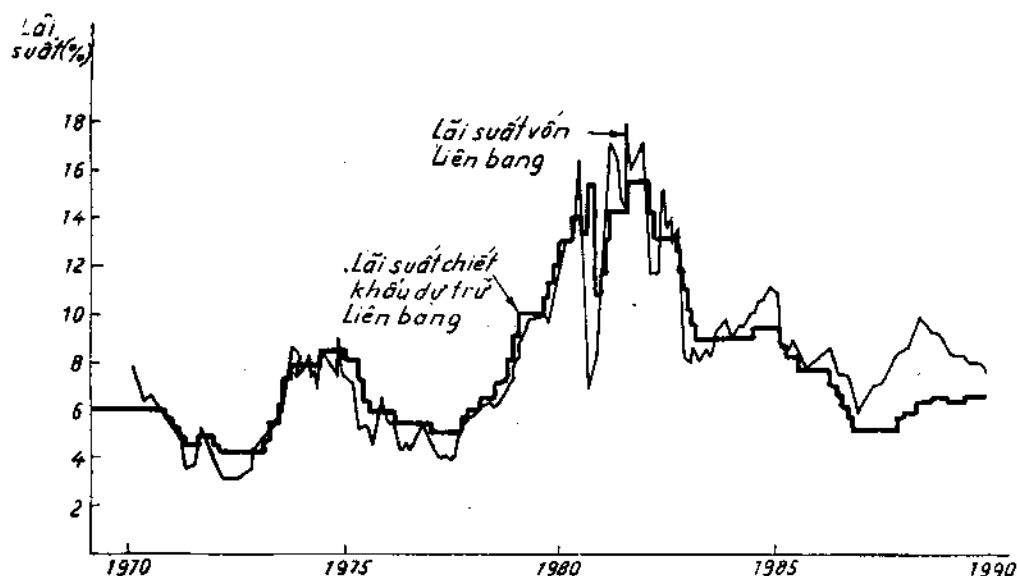
Fed có thể tác động đến khối lượng vay chiết khấu bằng hai cách : bằng cách tác động đến *giá cả* của khoản vay (lãi suất chiết khấu) hoặc bằng cách tác động đến *số lượng* vay thông qua việc Fed quản lý cửa sổ chiết khấu ⁽²⁾.

Cơ chế mà theo đó lãi suất chiết khấu của Fed tác động đến khối lượng vay chiết khấu là ngay thẳng. Một lãi suất chiết khấu cao hơn làm tăng phí vay từ Fed, như vậy các ngân hàng sẽ vay chiết khấu ít hơn ; một lãi suất chiết khấu thấp hơn làm cho vay chiết khấu hấp dẫn hơn với các ngân hàng và khối lượng vay sẽ tăng lên.

(2) Mỗi ngân hàng Dự trữ Liên bang quản lý các điều kiện dễ dàng của cửa sổ chiết khấu của mình. Trong việc bàn đến chính sách chiết khấu của chúng ta ở đây, khi chúng ta bàn về việc quản lý cửa sổ chiết khấu của Fed, chúng ta thực tế nói về việc quản lý các điều kiện dễ dàng của cửa sổ chiết khấu của các ngân hàng vùng.

Để xem xét Fed tác động đến khối lượng vay chiết khấu như thế nào thông qua việc Fed quản lý cửa sổ chiết khấu, chúng ta cần phải xem xét kỹ càng hơn các khoản vay đó được thực hiện ra sao.

Các khoản vay chiết khấu mà Fed cấp cho các ngân hàng có 3 loại : tín dụng điều chỉnh, tín dụng thời vụ và tín dụng mở rộng. Cho vay tín dụng điều chỉnh, một loại thông dụng nhất, nhằm giúp cho các ngân hàng giải quyết vấn đề khả năng hoàn trả ngắn hạn do tiền gửi bị tạm thời rút ra. Tín dụng điều chỉnh được cấp bằng một cú điện thoại, sẽ được hoàn trả khá nhanh chóng - vào cuối ngày làm việc sau đối với các ngân hàng lớn. Tín dụng thời vụ được cấp để đáp ứng những nhu cầu thời vụ của một số ít ngân hàng đang nghỉ và của những vùng nông nghiệp hoạt động theo kiểu thời vụ. Tín dụng mở rộng được cấp cho các ngân hàng bị khó khăn nghiêm trọng về khả năng hoàn trả do tiền gửi bị rút ra, thì không yêu cầu phải hoàn trả nhanh chóng ngay. Những ngân hàng được cấp loại tín dụng này phải nộp một bản đề nghị trình bày nhu cầu vay tín dụng mở rộng và một bản kế hoạch khôi phục lại khả năng hoàn trả của ngân hàng. Ví dụ quan trọng nhất của việc cấp tín dụng mở rộng cho một ngân hàng là khoản tín dụng của Fed cấp cho Continental Illinois năm 1984 hơn 5 tỷ đôla.



Hình 19.1. Lãi suất thị trường và lãi suất chiết khấu 1970-1990

Nguồn : Các bản tin của Dự trữ Liên bang

Fed quản lý cửa sổ chiết khấu bằng nhiều cách để tránh cho vốn cho vay của mình khỏi bị sử dụng không đúng và để hạn chế việc vay đó. Trong những năm gần đây như mô tả trong Hình 19.1, lãi suất chiết khấu thường xuyên thấp hơn lãi suất thị trường, do vậy nên đã khuyến khích rất nhiều ngân hàng vay của Fed với lãi suất thấp và dùng tiền vay đó cho vay lại hoặc mua chứng khoán với lãi suất cao hơn. (Hình 16.3 trong Chương 16 cho thấy khối lượng vay chiết khấu tăng lên đột ngột khi lãi suất chiết khấu xuống thấp dưới lãi suất thị trường). Các ngân hàng được coi là không được phép kiếm lợi từ các khoản vay chiết khấu và Fed cố gắng ngăn cản tình hình này bằng cách quy định các thể lệ cho từng ngân hàng một, thể lệ đó giới hạn các ngân hàng này có thể được vay chiết khấu thường xuyên đến mức nào.

Nếu một ngân hàng thường hay đến cửa sổ chiết khấu quá nhiều, thì Fed sau này sẽ không cấp các khoản vay đó nữa. Việc các ngân hàng được đến cửa sổ chiết khấu là một đặc ân, chứ không phải là một quyền hạn.

Ngân hàng phải chịu 3 loại phí khi đến vay tại cửa sổ chiết khấu : (1) phí lãi biểu thị bằng lãi suất chiết khấu ; (2) phí về việc phải làm đúng theo các điều tra của Fed về khả năng thanh toán của ngân hàng khi đến vay tại cửa sổ chiết khấu ; và (3) phí về việc rất có thể bị từ chối cho vay chiết khấu bởi vì đến cửa sổ chiết khấu quá thường xuyên. Các thể lệ do Fed qui định để được sử dụng cửa sổ chiết khấu thường được liên tưởng đến cái gọi là "lòng tin đạo lý", mặc dù công cụ chính sách tiền tệ này rất ít liên quan đến đạo lý.

Chức năng người cho vay cuối cùng

Ngoài việc sử dụng làm một công cụ để ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ, và cung ứng tiền tệ, chiết khấu còn quan trọng ở chỗ nhằm tránh khỏi những cơn sụp đổ tài chính. Khi Hệ thống Dự trữ Liên bang được thành lập, vai trò quan trọng nhất của nó là nhằm làm cho nó trở thành người cho vay cuối cùng ; nó phải cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng khi các sự phá sản của các ngân hàng đe dọa thoát khỏi sự kiểm soát, do đó mà ngăn chặn xảy ra những cơn sụp đổ ngân hàng và tài chính. Chiết khấu là một cách có hiệu quả đặc biệt để cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng trong quá trình xảy ra một cuộc khủng hoảng ngân hàng bởi vì dự trữ được lập tức điều đến các ngân hàng nào cần thêm dự trữ hơn cả.

Sử dụng công cụ chiết khấu để tránh những cơn sụp đổ tài chính bằng cách thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng, là một yêu cầu cực kỳ quan trọng để tiến hành chính sách tiền tệ thành công. Như chúng ta đã chứng minh trong việc phân tích cung ứng tiền tệ trong Chương 16, các cuộc sụp đổ ngân hàng thời kỳ 1930-1933 là nguyên nhân của việc giảm sút dữ dội của cung ứng tiền tệ trong lịch sử nước Mỹ, mà nhiều nhà kinh tế coi đó là sức mạnh điều khiển đằng sau cuộc sụp đổ kinh tế trong thời kỳ Đại suy thoái. Các cuộc sụp đổ tài chính cũng có thể tổn hại nghiêm trọng đến kinh tế bởi vì nó cản trở khả năng các thị trường

đó chuyển vốn vào những thị trường có cơ hội đầu tư có lợi (Chương 8).

Điều không may là, công cụ chiết khấu không được Fed sử dụng thường xuyên để ngăn chặn các cuộc sụp đổ tài chính, như việc thảo luận của chúng ta về sự phá sản ngân hàng hàng loạt trong thời kỳ Đại suy thoái, trong Chương 16 đã cho thấy, Fed đã rút ra bài học cay đắng của mình từ những sai lầm trong thời kỳ đó và đã thực hiện xuất sắc vai trò người cho vay cuối cùng của mình trong thời kỳ sau thế chiến II. Hai ví dụ sử dụng vũ khí chiết khấu của Fed để tránh sụp đổ ngân hàng là những khoản tín dụng to lớn cấp cho Ngân hàng Franklin National Bank năm 1974 và mới gần đây cho Continental Illinois (Bài đọc thêm 19.1).

BÀI ĐỌC THÊM 19.1

Chiết khấu cho các ngân hàng gặp khó khăn : Franklin National Bank và Continental Illinois

Tháng 5 năm 1974 công chúng được biết rằng ngân hàng Franklin National, một ngân hàng lớn thứ 20 ở Mỹ với số tiền gửi là 3 tỷ đôla bị thiệt hại rất lớn trong kinh doanh ngoại hối và không trả được nhiều khoản nợ. Nhiều người gửi tiền có số tiền gửi vượt giới hạn 100.000 đôla được FDIC bảo hiểm, bắt đầu rút tiền gửi và việc phá sản của ngân hàng là sắp xảy ra đến nơi. Bởi vì việc phá sản ngay của ngân hàng Franklin National sẽ có tác động dội đến các ngân hàng suy yếu khác, do đó có thể dẫn đến nhiều sự phá sản ngân hàng nữa, cho nên Fed tuyên bố là các khoản tín dụng chiết khấu sẽ được cấp cho ngân hàng Franklin National, để cho các người gửi tiền bao gồm cả những người gửi tiền nhiều nhất sẽ không bị tổn thất. Vào lúc ngân hàng Franklin National sắp sập nhập vào ngân hàng European - American tháng 10 năm 1974, Fed cho Franklin National vay 1,75 tỷ đôla, tức là gần 5% tổng số dự trữ trong hệ thống ngân hàng. Hành động mau lẹ của Fed đã thành công hoàn toàn trong

việc tránh cho các ngân hàng khác khỏi bị phá sản và tránh được một cuộc sụp đổ ngân hàng có thể xảy ra.

Một chuyện xảy ra mới đây nhất vào năm 1984 đã làm cho ngân hàng Continental Illinois và Fed tiến hành một hành động tương tự. Continental Illinois cũng không trả nổi một số khoản vay (đầu tiên là trả cho các nhà kinh doanh công nghiệp năng lượng và cho các nước ngoài), và những tin đồn về những khó khăn tài chính tháng 5 năm 1984 làm cho những người gửi tiền nhiều đã rút ra trên 10 tỷ đôla tiền gửi tại ngân hàng này. FDIC thu xếp một cố gắng giải cứu vào tháng 7 năm 1984 lên đến đỉnh cao nhất là cam kết cho vay 4,5 tỷ đôla để cứu ngân hàng này ; song Fed đã cho Continental Illinois vay trên 5 tỷ đôla - làm cho khoản tín dụng 1,75 tỷ đôla cấp cho Franklin National giống như những củ khoai tây bẻ nhỏ ! Hành động của Fed đã ngăn chặn xảy ra những cuộc phá sản ngân hàng tiếp theo và đã tránh được một cuộc sụp đổ ngân hàng có thể xảy ra.

Mới nhìn thoáng qua, có thể cho rằng dường như là sự có mặt của FDIC đứng ra bảo hiểm những người gửi tiền về thiệt hại do ngân hàng phá sản gây ra đến mức 100.000 đôla, chắc sẽ làm cho chức năng của Fed là người cho vay cuối cùng bị thừa đi (FDIC được mô tả chi tiết trong Chương 10). Có hai lý do cho thấy tại sao không phải như vậy. Thứ nhất, điều quan trọng là phải thừa nhận rằng quỹ bảo hiểm của FDIC đảm bảo các khoản tiền gửi dưới 100.000 đôla trị giá không đến 10% số tiền gửi đang có. Nếu xảy ra việc phá sản của rất nhiều ngân hàng thì FDIC sẽ không có khả năng bảo đảm mọi tổn thất của người gửi tiền. Thực vậy, việc phá sản của nhiều ngân hàng trong những năm gần đây, được mô tả trong Chương 11, gây ra rất nhiều tổn thất và giảm bớt quỹ bảo hiểm của FDIC, do đó làm giảm khả năng của FDIC bảo đảm tổn thất của các người gửi tiền. Thực tế này không làm suy yếu sự tín nhiệm của những người gửi ít tiền đối với hệ thống ngân hàng bởi vì Fed đã sẵn sàng đứng đằng sau làm hậu thuẫn cho FDIC và cung cấp bất cứ khoản dự trữ nào mà hệ thống ngân hàng cần đến để tránh khỏi các cuộc sụp đổ ngân hàng. Thứ hai hơn 500 tỷ đôla của những khoản tiền gửi lớn tại hệ thống ngân hàng không được FDIC bảo hiểm, bởi vì những khoản tiền gửi đó vượt quá giới hạn 100.000 đôla. Một sự mất tín nhiệm vào hệ thống ngân hàng hơn nữa sẽ dẫn đến việc các người gửi những khoản tiền lớn ồ ạt chạy đến các ngân hàng và cuộc sụp đổ ngân hàng sẽ xảy ra mặc dù có FDIC. Vai trò quan trọng của Dự trữ Liên bang là người cho vay cuối cùng ngày nay có thể lại càng quan trọng hơn bởi vì chúng ta đã trải qua những cuộc phá sản ngân hàng ngày càng nhiều trong những năm 1980 - 1990.

Fed đóng vai trò người cho vay cuối cùng không những chỉ cho các ngân hàng mà còn cho cả hệ thống tài chính nói chung. Chính sách chiết khấu của Fed có thể được dùng để ngăn chặn các cuộc sụp đổ tài chính bùng nổ không phải do các cuộc phá sản của ngân hàng. Sự sụp đổ của thị trường chứng khoán vào ngày Thứ hai Đen năm 1987 là một ví dụ rõ ràng về việc Fed đã có thể ngăn chặn một cuộc sụp đổ tài chính như thế nào bằng cách sử dụng cửa sổ chiết khấu để duy trì các thị trường hoạt động (Bài đọc thêm 19.2).

Mặc dù vai trò của Fed là người cho vay cuối cùng có lợi ích là tránh khỏi những cơn sụp đổ ngân hàng và tiền tệ, nhưng nó cũng phải trả giá. Nếu một ngân hàng mong đợi Fed sẽ cấp cho mình tín dụng chiết khấu khi ngân hàng gặp khó khăn, như trường hợp xảy ra với ngân hàng Continental Illinois, thì nó phải tự nguyện chấp nhận nhiều rủi ro hơn, biết rằng Fed sẽ đến giải thoát khó khăn cho mình. Vai trò người cho vay cuối cùng của Fed tạo ra như một vấn đề may rủi về tinh thần giống như vấn đề được tạo ra bởi việc bảo hiểm tiền gửi mô tả trong

BÀI ĐỌC THÊM 19.2

Chiết khấu để ngăn chặn cuộc sụp đổ tài chính : sự sụp đổ của thị trường chứng khoán ngày Thứ hai Đen năm 1987

Mặc dù ngày 19/10/1987, được gọi là ngày Thứ hai Đen, đã đi vào lịch sử như là một ngày mà giá chứng khoán sụt xuống nhiều nhất đã ghi được, nhưng thực ra là vào ngày thứ ba, 20 tháng 10 năm 1987, lúc mà các thị trường tài chính hầu hết ngừng hoạt động. Felix Rohatyn, một trong những người có tên tuổi của Wall Street đã nói "Thứ ba là ngày nguy hiểm nhất mà chúng ta chưa từng có trong 50 năm qua." (3) Công lao chính trong việc ngăn chặn sự tan rã của thị trường sau ngày Thứ hai Đen phải được dành cho Hệ thống Dự trữ Liên bang và chủ tịch Hội đồng thống đốc Alan Greenspan.

Sự căng thẳng để duy trì hoạt động của thị trường trong thời gian giá chứng khoán sụt mạnh vào ngày Thứ hai Đen 19 tháng 10, có nghĩa là nhiều hàng môi giới và nhiều chuyên gia (những người môi giới kinh doanh chứng khoán đang giữ các đơn đặt hàng trên sở giao dịch chứng khoán) rất cần vốn bổ sung để tài trợ cho các hoạt động của mình. Tuy nhiên, thật là dễ hiểu, các ngân hàng New York cũng như các ngân hàng nước ngoài và các ngân hàng địa phương của Mỹ, rất lo sợ về tình trạng kinh doanh của các hàng chứng khoán, bắt đầu cắt các khoản tín dụng cho ngành công nghiệp chứng khoán vào lúc mà họ cần nhất. Cơn hoảng hốt bùng lên. Chủ tịch của một hàng

chuyên gia bình luận rằng vào ngày Thứ hai : "từ 2 giờ chiều hoàn toàn hết hy vọng. Toàn thể cộng đồng đầu tư tràn ngập thị trường, chúng tôi bị tách đứng riêng ra một bên". Đây là lúc mà Fed, như một kỵ binh, đến ứng cứu.

Khi được biết tình thế của ngành công nghiệp chứng khoán, thì Greenspan và E. Gerald Corrigan, phó chủ tịch ngân hàng Dự trữ Liên bang New York và là người phụ trách Fed gần gũi nhất với Wall Street, lo sợ xảy ra một sự sụp đổ lan rộng của các hàng chứng khoán. Để tránh xảy ra tình trạng này, Greenspan tuyên bố trước khi thị trường mở cửa ngày thứ ba 20 tháng 10, rằng "Hệ thống Dự trữ Liên bang sẵn sàng phục vụ một nguồn tiền mặt để ủng hộ hệ thống tài chính kinh tế". Cùng với lời tuyên bố khác thường này, Fed nói rõ rằng sẽ cấp tín dụng chiết khấu cho bất kỳ ngân hàng nào mà sẽ cho ngành công nghiệp chứng khoán vay. Như ngân hàng New York nói, thông điệp của Fed có nghĩa là : "Chúng tôi có mặt ở đây : Anh cần cái gì, chúng tôi sẽ cấp cho cái đó".

Kết quả của hành động kịp thời của Fed là ngăn chặn xảy ra cuộc sụp đổ tài chính. Các thị trường được duy trì hoạt động vào ngày thứ ba và cuộc tập hợp thị trường tiếp sau ngày đó hoạt động với chỉ số Dow Jones bình quân công nghiệp lên trên 100 điểm.

(3) Trích từ bài "Ngày thứ ba khủng khiếp : Sở giao dịch chứng khoán hầu như tan rã như thế nào một ngày sau cuộc sụp đổ, Tạp chí *Wall Street* (thứ sáu, 10 tháng 11, 1987). Bài báo này cho thấy cách nhìn chi tiết và hấp dẫn hơn những sự kiện được mô tả trong trích đoạn này và là nguồn của những trích đoạn khác ở đây.

Chương 11 : các ngân hàng gặp nhiều rủi ro hơn, và như vậy làm cho công ty bảo hiểm tiền gửi, và do đó những người nộp thuế phải chịu tổn thất lớn hơn. Vấn đề may rủi về tinh thần là nghiêm trọng nhất đối với các ngân hàng lớn, những ngân hàng này tin rằng Fed và FDIC thấy họ là "quá lớn không để phá sản", nghĩa là họ sẽ thường xuyên nhận tiền vay của Fed khi họ gặp khó khăn, vì sự phá sản của họ rất có thể gây lên một cơn hoảng hốt ngân hàng.

Tương tự như vậy các hành động của Dự trữ Liên bang nhằm tránh một cơn sụp đổ tài chính, như đã xảy ra sau cuộc sụp đổ sở giao dịch chứng khoán tháng 10/1987, có thể khuyến khích các tổ chức tài chính, ngoài các ngân hàng chịu rủi ro lớn hơn. Những tổ chức này cũng mong muốn Fed bảo đảm cho họ có thể vay nếu một cơn sụp đổ tài chính hình như sắp xảy ra. Khi Fed cho rằng cần sử dụng vũ khí chiết khấu để ngăn chặn các cơn sụp đổ, thì nó cần xem xét sự đổi chác giữa cái giá may rủi tinh thần mà nó phải trả với tư cách là người cho vay cuối cùng với cái lợi ngăn chặn được các cuộc sụp đổ tài chính.

Sự đổi chác giải thích tại sao Fed phải rất thận trọng không sử dụng quá thường xuyên vai trò của mình là người cho vay cuối cùng.

Tác dụng thông báo

Chính sách chiết khấu có một chức năng khác nữa đối với Fed, nó có thể được sử dụng để báo cho biết ý định của Fed về chính sách tiền tệ tương lai. Nếu Fed quyết định làm chậm đi mức tăng trưởng kinh tế bằng cách để lãi suất tăng lên, nó có thể báo hiệu cho biết ý của nó định làm như vậy bằng cách nâng lãi suất chiết khấu. Dấu hiệu này giúp làm cho nền kinh tế tăng trưởng chậm lại bởi vì công chúng sẽ mong đợi chính sách tiền tệ trong tương lai sẽ bớt bành trướng.

Vấn đề đối với tác dụng thông báo là nó bị giải thích sai lệch đi. Trong Chương 16 chúng ta thấy rằng nếu lãi suất thị trường tăng lên tương đối so với lãi suất chiết khấu, thì khối lượng các khoản vay chiết khấu sẽ tăng lên. Trong tình hình như vậy, Fed có thể không có ý định thay đổi chính sách của mình cho bớt bành trướng hơn, nhưng để giữ cho số tiền chiết khấu không quá nhiều, Fed có thể nâng lãi suất chiết khấu lên gần với lãi suất thị trường hơn. Khi lãi suất chiết khấu tăng lên, thị trường có thể cho đó là dấu hiệu rằng Fed đang chuyển sang chính sách ngược lại, trong khi thực sự thì không phải là như vậy. Tác dụng thông báo có thể là một vật cản hơn là một sự giúp đỡ. Một cách nhạy cảm hơn có lẽ là Fed thông báo trực tiếp với công chúng bằng việc tuyên bố ngay ý định của

mình và tiếp đó là thực hiện nó. Thông báo của Fed phải sẽ được tin cậy và thị trường sẽ tùy theo đó, mà đáp ứng lại.

Những điểm lợi và bất lợi của chính sách chiết khấu

Điểm lợi quan trọng nhất của chính sách chiết khấu là Fed có thể dùng chính sách này để thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng của mình. Những thử nghiệm với Continental Illinois, với Franklin National Bank và với cuộc sụp đổ ngày Thứ hai Đen chỉ ra rằng vai trò này trở thành càng quan trọng hơn trong 20 năm qua. Song có hai điểm bất lợi đáng kể của chính sách chiết khấu làm cho nhiều nhà kinh tế đề xuất ý kiến rằng không nên dùng nó như là một công cụ kiểm soát tiền tệ. Thứ nhất, là sự lộn lộn đối với những ý định của Fed có thể do việc thông báo những thay đổi lãi suất chiết khấu tạo nên. Thứ hai, khi Fed ấn định lãi suất chiết khấu tại một mức đặc biệt nào đấy, sẽ xảy ra những sự biến động lớn trong khoảng cách giữa lãi suất thị trường với lãi suất chiết khấu ($i-i^d$) vì lãi suất cho vay thay đổi. Như chúng ta đã thấy trong Chương 16 (xem Hình 16.3) những biến động đó dẫn đến những thay đổi ngoài ý định trong khối lượng cho vay chiết khấu và do đó trong cung ứng tiền tệ. Chính sách chiết khấu có thể làm cho việc kiểm soát cung ứng tiền tệ vất vả hơn.

Việc sử dụng chính sách chiết khấu để kiểm soát cung ứng tiền tệ hình như ít được khuyến cáo. Không phải chỉ vì hai điểm bất lợi trình bày ở trên mà nó còn không có hiệu quả bằng các nghiệp vụ thị trường tự do trong việc kiểm soát cung ứng tiền tệ vì hai lý do thêm sau đây: Các nghiệp vụ thị trường tự do hoàn toàn là sự tự do hành động của Fed trong khi khối lượng cho vay chiết khấu lại không phải như vậy - Fed có thể thay đổi lãi suất chiết khấu nhưng không thể bắt các ngân hàng phải đi vay. Hơn nữa, các nghiệp vụ thị trường tự do dễ dàng được đảo ngược lại hơn là đảo ngược những thay đổi trong chính sách chiết khấu. Những bất lợi của chính sách chiết khấu như là một công cụ kiểm soát tiền tệ đã thúc dục các nhà kinh tế đề xuất những ý kiến cải cách chính sách chiết khấu.

Những đề nghị cải cách chính sách chiết khấu

Có nên bỏ chính sách chiết khấu không? Có một lần Milton Friedman đã đề nghị Fed hãy chấm dứt những điều kiện dễ dàng chiết khấu của mình để thiết lập sự kiểm soát tiền tệ tốt hơn. Friedman đã tranh luận rằng việc tồn tại của FDIC loại bỏ khả năng xảy ra các cuộc sụp đổ ngân hàng, vì vậy việc sử dụng

chiết khấu không còn cần thiết nữa. Hủy bỏ việc chiết khấu sẽ bãi bỏ các biến động trong cơ sở tiền tệ do những thay đổi trong khối lượng tín dụng chiết khấu và như vậy sẽ giảm bớt các biến động không dự định trong cung ứng tiền tệ.

Những lời phê phán đề nghị của Friedman nhấn mạnh rằng FDIC có tác dụng tránh các cơn sụp đổ ngân hàng chỉ vì Fed đứng đằng sau nó và đóng vai trò người cho vay cuối cùng. Hơn nữa, như chúng ta đã thấy trong trường hợp cuộc sụp đổ ngày Thứ hai Đen, các điều kiện dễ dàng chiết khấu của Fed có thể được dùng để ngăn chặn một cơn sụp đổ tài chính không liên quan đến các cuộc phá sản của ngân hàng. Do có các cuộc phá sản ngân hàng trong những năm gần đây tăng lên cho nên nhu cầu của Fed sử dụng các điều kiện dễ dàng chiết khấu để bảo vệ sự lành mạnh của hệ thống tài chính bây giờ đây đã trở nên càng rõ hơn. Do vậy nhiều nhà kinh tế không ủng hộ đề nghị của Friedman.

Có nên ràng buộc lãi suất chiết khấu với một lãi suất thị trường không ?

Một đề nghị khác, ít triệt để hơn việc hủy bỏ chiết khấu, là lãi suất chiết khấu phải được ràng buộc với một lãi suất thị trường, chẳng hạn như lãi suất của tín phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng hoặc lãi suất của vốn liên bang. Một thuyết khác của đề nghị này, gọi là *khái niệm lãi suất chiết khấu trừng phạt*, nêu lên việc ổn định lãi suất chiết khấu tại một mức cố định cao hơn lãi suất thị trường - ví dụ, 3% trên lãi suất trái phiếu kỳ hạn 3 tháng - và cho phép các ngân hàng muốn vay bao nhiêu cũng được theo lãi suất đó.

Việc ràng buộc lãi suất chiết khấu vào một lãi suất thị trường có rất nhiều điểm lợi. Thứ nhất, Fed có thể tiếp tục, sử dụng chiết khấu để thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng của mình. Thứ hai, đại bộ phận các biến động trong khoảng cách giữa lãi suất thị trường với lãi suất chiết khấu ($i - i^*$) sẽ bị loại trừ, làm tan đi một nguồn chính gây ra các biến động trong khối lượng các khoản cho vay chiết khấu. Thứ ba, nếu khái niệm lãi suất chiết khấu trừng phạt được sử dụng, thì việc quản lý cửa sổ chiết khấu sẽ được giản đơn rất nhiều bởi vì các ngân hàng sẽ không còn đi vay từ cửa sổ chiết khấu để thu lợi. Thứ tư, bởi vì lãi suất chiết khấu có thể tự động thay đổi, nên không có những dấu hiệu sai lầm về ý định của Fed, và tác dụng thông báo sẽ biến mất đi.

Việc ràng buộc lãi suất chiết khấu vào một lãi suất thị trường được nhiều nhà kinh tế chuyên nghiệp ủng hộ. Thực vậy nếu chúng ta nhìn vào Hình 19.1,

chúng ta có thể thấy rằng Fed đã theo đuổi một chính sách chiết khấu không xa cách đề nghị này lắm. Nó không để cho lãi suất chiết khấu tách quá xa lãi suất thị trường bởi vì nó không muốn để cho khối lượng tín dụng chiết khấu tuột khỏi tay mình ⁽⁴⁾

DỰ TRỮ BẮT BUỘC

Như chúng ta đã thấy trong Chương 15, những thay đổi trong dự trữ bắt buộc tác động đến cung ứng tiền tệ bằng cách gây ra thay đổi số nhân cung ứng tiền tệ. Một sự tăng lên trong dự trữ bắt buộc làm giảm số tiền gửi được nâng đỡ bởi một mức nhất định của cơ sở tiền tệ và sẽ dẫn đến việc thu hẹp cung ứng tiền tệ. Mặt khác một sự giảm xuống của dự trữ bắt buộc, dẫn đến một sự tăng lên của cung ứng tiền tệ bởi vì có thể tạo thêm tiền gửi gấp nhiều lần. Từ những năm 1930 Fed có quyền thay đổi dự trữ bắt buộc. Và đó là một cách đẩy quyền lực để tác động đến cung ứng tiền tệ. Thật vậy, những thay đổi dự trữ bắt buộc có ảnh hưởng lớn như vậy đến cung ứng tiền tệ đến nỗi làm cho Fed ít khi sử dụng công cụ này để kiểm soát cung ứng tiền tệ.

Đạo luật về việc Bãi bỏ sự kiểm soát đối với các tổ chức nhận tiền gửi và về Kiểm soát tiền tệ năm 1980 qui định một kế hoạch đơn giản hơn để ấn định các dự trữ bắt buộc. Mọi tổ chức nhận tiền gửi bao gồm các ngân hàng thương mại, các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, các ngân hàng tiết kiệm tương tế và các liên minh tín dụng giờ đây phải chịu cùng một khoản dự trữ như sau : Dự trữ bắt buộc đối với các khoản tiền gửi có thể ký phát séc - bao gồm các tài khoản séc không hưởng lãi, các tài khoản NOW, các tài khoản siêu NOW, và các tài khoản ATS (tiết kiệm tự động chuyển nhượng) - đều bằng : (1) 3% của 42 triệu đôla đầu tiên của các khoản tiền gửi được ký phát séc của ngân hàng ⁽⁵⁾ và (2) 12% của các

(4) Một lý do tại sao Fed có thể giữ cố định lãi suất chiết khấu khi lãi suất thị trường thay đổi là ở chỗ Fed nghĩ rằng điều này giảm bớt những biến động của lãi suất thị trường. Một chính sách như vậy sẽ làm cho các khoản vay chiết khấu và do đó dự trữ tăng lên khi lãi suất thị trường tăng lên, điều đó có thể chống lại một vài sự tăng lên trong lãi suất thị trường. Có thể có một lý do khác được nêu lên theo thuyết ủng xữ hành chính đã được hàn đến trong Chương 17. Bằng cách ràng buộc lãi suất chiết khấu với một lãi suất thị trường, Fed đã bỏ đi một trong các công cụ chính sách của mình. Fed có thể phản đối đề nghị cái cách này, vì cảm thấy rằng đó là một việc giảm bớt quyền lực của mình.

(5) Số tiền 42 triệu đôla là vào cuối năm 1990. Mỗi năm số tiền này được điều chỉnh lên đến 80% (tỷ lệ tăng của tiền gửi có thể ký séc tại Mỹ).

khoản tiền gửi được ký phát séc trên 42 triệu đôla, và tỷ lệ 12% ấn định lúc đầu có thể thay đổi giữa 8% đến 14% tùy theo Fed. Trong những trường hợp đặc biệt tỷ lệ này có thể tăng lên cao đến 18%.

Những điểm lợi và bất lợi của việc thay đổi dự trữ bắt buộc

Điểm lợi chính của việc sử dụng dự trữ bắt buộc để kiểm soát cung ứng tiền tệ là nó có thể tác động đến tất cả các ngân hàng như nhau và có tác dụng đầy quyền lực đến cung ứng tiền tệ. Tuy nhiên, sự việc thay đổi dự trữ bắt buộc là một công cụ đầy quyền lực, có thể là một điều mà người ta ngần ngại hơn là điều người ta cầu nguyện bởi vì sẽ rất vất vả để thực hiện được những thay đổi nhỏ trong cung ứng tiền tệ bằng cách thay đổi dự trữ bắt buộc. Đối với những khoản tiền gửi có thể ký phát séc thường vào khoảng 600 tỷ đôla thì việc tăng 0,5% dự trữ bắt buộc về những khoản tiền gửi đó sẽ giảm 3 tỷ đôla dự trữ vượt quá. Bởi vì sự giảm sút dự trữ vượt quá này đưa đến kết quả thu hẹp gấp nhiều lần tiền gửi, thì việc giảm sút cung ứng tiền tệ sẽ lại còn lớn hơn nhiều. Đúng là có thể đạt những thay đổi nhỏ trong cung ứng tiền tệ bằng những thay đổi cực kỳ nhỏ trong dự trữ bắt buộc (bằng 0,001%), nhưng bởi vì phải tốn kém rất nhiều để quản lý những thay đổi trong dự trữ bắt buộc nên chiến lược như vậy không thực tế. Sử dụng dự trữ bắt buộc để tiến hành những điều chỉnh rất nhỏ trong cung ứng tiền tệ cũng giống như cố gắng dùng "cái búa tạ để đánh chuột con".

Một điều bất lợi khác nữa của việc sử dụng dự trữ bắt buộc để kiểm soát cung ứng tiền tệ là việc tăng dự trữ bắt buộc có thể gây nên vấn đề khả năng thanh khoản ngay đối với một ngân hàng có dự trữ vượt quá ở mức thấp. Khi Fed tăng những yêu cầu đó trong quá khứ, thì nó thường đỡ nhẹ cú đánh bằng cách tiến hành các nghiệp vụ mua trên thị trường tự do hoặc bằng cách làm cho cửa sổ chiết khấu có hiệu lực hơn, như vậy mà cung cấp các dự trữ cho những ngân hàng cần đến những dự trữ đó không ngừng thay đổi dự trữ bắt buộc cũng sẽ gây ra tình trạng không ổn định cho các ngân hàng và làm cho việc quản lý khả năng thanh khoản của những ngân hàng đó khó khăn hơn.

Công cụ chính sách thay đổi dự trữ bắt buộc không đáng được khuyến khích lắm và do đó cũng ít được sử dụng.

Đề nghị cải cách đối với dự trữ bắt buộc

Hai đề nghị cực đoan được nêu lên để cải cách dự trữ bắt buộc. Một đề nghị hủy bỏ hoàn toàn dự trữ bắt buộc, và một đề nghị khác quy định dự trữ bắt buộc bằng 100% số tiền gửi.

Nên chăng hủy bỏ dự trữ bắt buộc ? Bởi vì Fed thường không trả lãi cho khoản dự trữ, cho nên dự trữ bắt buộc coi như là một khoản thuế về số tiền gửi ngân hàng ; các ngân hàng không thể thu được gì nhiều trên số tiền gửi này bởi vì nó không thể đem cho vay tất cả số tiền gửi đó, do vậy nó sẽ trả lãi suất thấp hơn cho số tiền gửi này. Một số nhà kinh tế cho rằng như vậy là không tốt và đề nghị hủy bỏ dự trữ bắt buộc ⁽⁶⁾. Nếu như chúng ta đã nghiên cứu số nhân tiền gửi đơn (Chương 14), chúng ta có thể nghĩ rằng hủy bỏ dự trữ bắt buộc sẽ đưa đến kết quả là một sự cung ứng tiền tệ vô hạn. Tuy nhiên, như mô hình cung ứng tiền tệ phức tạp hơn (Chương 15 và 16) đã chỉ ra lập luận này là không đúng. Các ngân hàng vẫn còn muốn giữ dự trữ để bảo vệ bản thân họ chống lại những việc rút tiền gửi ra và vẫn còn có một nhu cầu về tiền mặt. Hai nhân tố này hạn chế quy mô của cung ứng tiền tệ.

Trường hợp muốn duy trì các dự trữ bắt buộc thì phải dựa trên lập luận rằng có dự trữ bắt buộc thì sẽ đem lại một số nhân tiền tệ ổn định và do đó một cung ứng tiền tệ được kiểm soát chặt chẽ hơn. Do chứng cứ về việc đồng ý hay phản đối quan điểm này bị hạn chế, cho nên duy trì hay hủy bỏ dự trữ bắt buộc đối với đề nghị cải cách này là một vấn đề đang để ngỏ.

Nên chăng nâng dự trữ bắt buộc lên 100% ? Cùng lúc với đề nghị hủy bỏ chiết khấu thì Milton Friedman cũng đề nghị nâng mức dự trữ bắt buộc lên bằng 100% số tiền gửi ⁽⁷⁾. Với 100% dự trữ bắt buộc, cung ứng tiền tệ có thể hoàn toàn được Fed kiểm soát bởi vì nó sẽ bằng cơ số tiền tệ. Điều lợi của

(6) Nhiều nhà kinh tế tin rằng Fed nên trả lãi suất thị trường cho những khoản dự trữ, coi đó là một đề nghị khác hẳn về vấn đề này.

(7) Cũng trong tác phẩm của ông ta "Một chương trình để ổn định tiền tệ". Đề nghị này được Henry Simons đề ra trước đây trong tác phẩm "Chính sách kinh tế cho một xã hội tự do" (Chicago : University of Chicago Press, 1948).

đề nghị này là rõ ràng. Song nổi lên vài điều bất lợi chính. Các ngân hàng sẽ không còn khả năng cho vay nữa, bởi vì với 100% dự trữ bắt buộc thì không thể có được dự trữ vượt quá. Các khoản cho vay sẽ do các trung gian tài chính khác cấp. Không những việc cải tổ hệ thống ngân hàng đó cực kỳ tốn kém, mà các trung gian tài chính do không bị buộc phải nộp dự trữ bắt buộc nên có thể mở rộng các cách để làm cho những tài sản nợ của nó hoạt động như tiền gửi có thể ký phát séc nhằm thu hút vốn⁽⁸⁾. Kết quả cuối cùng có thể là Fed kiểm soát được hoàn toàn cung ứng tiền tệ chính thức, nhưng cung ứng tiền tệ xác thực về mặt kinh tế, có thể còn bị Fed kiểm soát ít hơn, bởi vì nó chịu ảnh hưởng hoạt động của các trung gian tài chính không phải ngân hàng. Hơn nữa, việc kiểm soát hệ thống tài chính của Fed có thể suy yếu hơn bởi vì mọi hoạt động cho vay sẽ nằm trong tay các tổ chức tài chính không phải nộp dự trữ bắt buộc cho Fed.

TÓM TẮT

1. Số lượng nghiệp vụ thị trường tự do do phòng kinh doanh tại Ngân hàng Dự trữ Liên bang của New York tiến hành ở bất kỳ ngày nào được xác định bởi số lượng các nghiệp vụ thị trường tự do năng động nhằm thay đổi cơ sở tiền tệ, và số lượng các nghiệp vụ thị trường tự do thụ động nhằm bù lại các nhân tố khác đã ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ. Các nghiệp vụ thị trường tự do là công cụ đầu tiên được Fed sử dụng để kiểm soát cung ứng tiền tệ, bởi vì những nghiệp vụ đó được thực hiện theo ý định của Fed, chúng linh hoạt, dễ đảo ngược và có thể hoàn tất rất nhanh.

2. Khối lượng tín dụng chiết khấu do lãi suất chiết khấu xác định và do việc không khuyến khích vay bằng thuyết phục về tính

thân xác định. Bên cạnh tác dụng đối với cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ, chiết khấu còn cho phép Fed thực hiện vai trò người cho vay cuối cùng của mình. Tuy nhiên, chính sách chiết khấu thực sự làm cho kiểm soát cung ứng tiền tệ khó hơn bởi vì nó dẫn đến những biến động không dự định của khối lượng các khoản vay chiết khấu và do đó của cung ứng tiền tệ. Nhiều nhà kinh tế ủng hộ ý kiến rằng buộc lãi suất chiết khấu với một lãi suất thị trường, điều đó làm giảm bớt những biến động không dự định của khối lượng các khoản vay chiết khấu.

3. Thay đổi dự trữ bắt buộc là một công cụ "quá cũn" để sử dụng nhằm kiểm soát cung ứng tiền tệ nên ít được sử dụng.

(8) Chúng ta hy vọng điều này sẽ xảy ra bởi vì nó giống như quá trình cải tổ tài chính được bàn đến trong chương 13.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

* 1. Nếu người giám đốc các nghiệp vụ trong nước nghe tin có một trận bão tuyết sắp tràn qua New York gây khó khăn cho việc xuất trình séc để thanh toán tại đó, thì nó sẽ dùng nghiệp vụ thị trường tự do thụ động nào ?

2. Trong thời gian lễ Nô-en, khi tiền trong công chúng tăng lên, thì xảy ra những nghiệp vụ thị trường tự do thụ động điển hình nào ? Tại sao ?

* 3. Nếu kho hạc vừa mới trả tiền mua máy bay ném bom và do đó tiền gửi của nó tại Fed giảm xuống, thì người giám đốc nghiệp vụ trong nước sẽ áp dụng những nghiệp vụ thị trường tự do thụ động nào ?

4. Nếu tiền nổi giảm xuống dưới mức bình thường, tại sao người giám đốc các nghiệp vụ trong nước có thể coi việc sử dụng hợp đồng mua lại là thích hợp hơn việc mua rõ ràng ngay các trái phiếu để ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ ?

* 5. Đại bộ phận các nghiệp vụ thị trường tự do thường là hợp đồng mua lại. Điều này cho chúng ta biết cái gì về số lượng có thể có của các nghiệp vụ thị trường tự do thụ động so với nghiệp vụ thị trường tự do năng động ?

6. Trả lời đúng sai, chưa biết chắc : "Cách duy nhất mà Fed có thể dùng để tác động đến mức cho vay chiết khấu là điều chỉnh lãi suất chiết khấu".

* 7. Nếu Fed không quản lý cửa sổ chiết khấu để hạn chế việc đi vay, anh dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho cung ứng tiền tệ nếu lãi suất chiết khấu thấp hơn nhiều phần trăm so với lãi suất cho vay ?

8. Trả lời đúng sai, hoặc không chắc chắn : "Nếu lãi suất chiết khấu thường xuyên

ở trên mức lãi suất cho vay thì Fed sẽ ít khi phải quản lý cửa sổ chiết khấu để hạn chế việc đi vay".

* 9. "Chiết khấu không còn cần nữa bởi vì sự có mặt của FDIC loại bỏ khả năng xảy ra các cơn sụp đổ ngân hàng". Hãy bình luận.

10. Lợi ích của việc sử dụng các nghiệp vụ chiết khấu của Fed để ngăn chặn những cơn hoảng sợ ngân hàng là thấy rõ ngay. Vậy giá phải trả là cái gì ?

* 11. Bạn thường đọc thấy trên báo chí rằng Fed vừa mới hạ lãi suất chiết khấu. Đó có phải là dấu hiệu rằng Fed chuyển sang chính sách tiền tệ hành trưởng hay không ? Tại sao có hoặc tại sao không ?

12. Sự chuyển động chu kỳ của lãi suất có thể dẫn đến sự chuyển động chu kỳ của cung ứng tiền tệ như thế nào do kết quả của việc Fed chiết khấu ? Tại sao sự chuyển động này của cung ứng tiền tệ có thể không được ưa thích ?

* 13. Đề nghị nào dẫn đến việc kiểm soát cung ứng tiền tệ chặt chẽ hơn : hủy bỏ chiết khấu hoặc ràng buộc lãi suất chiết khấu vào với lãi suất thị trường ? Bạn thích đề nghị nào trong hai đề nghị đó, tại sao ?

14. "Bởi vì việc tăng dự trữ bắt buộc lên mức 100% làm cho có thể kiểm soát hoàn toàn cung ứng tiền tệ, liệu Quốc hội có cho phép Fed tăng dự trữ bắt buộc lên đến mức đó không" Hãy bình luận.

* 15. Hãy so sánh việc sử dụng (1) nghiệp vụ thị trường tự do, (2) chiết khấu, và (3) thay đổi dự trữ bắt buộc, nhằm kiểm soát cung ứng tiền tệ, theo những tiêu chuẩn sau đây : linh hoạt, có thể đảo ngược được, tính hiệu lực và tốc độ thực hiện.

CHƯƠNG 20

Chỉ đạo chính sách tiền tệ : chỉ tiêu và mục tiêu

LỜI DẪN

Trong các chương trước chúng ta đã thấy Fed có thể sử dụng những công cụ của mình để ảnh hưởng đến cung ứng tiền tệ như thế nào. Mặc dù chúng ta đã ám chỉ rằng việc tiến hành (hoạch định và thực hiện) chính sách tiền tệ là một phương pháp không chính xác, nhưng việc xem xét cách tiến hành chính sách tiền tệ của Fed làm nổi lên một vấn đề quan trọng : giả dụ rằng, những công cụ đó đã được trao cho Fed sử dụng, vậy thì Fed thực tế có thể kiểm soát một cách tốt đẹp cung ứng tiền tệ như thế nào ?

Để nghiên cứu vấn đề này, chúng ta xem xét đến các mục tiêu mà Fed đã đề ra cho chính sách tiền tệ của mình và những chiến lược của Fed nhằm đạt được những mục tiêu đó. Sau khi xem xét các mục tiêu và chiến lược, chúng ta có thể đánh giá được việc chỉ đạo chính sách tiền tệ của Fed trong thời gian qua, với hy vọng là điều đó sẽ gợi ý cho chúng ta hướng chính sách tiền tệ vào đâu trong tương lai.

MỤC TIÊU CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Sáu mục tiêu cơ bản được những người của Dự trữ Liên bang nêu lên thường xuyên khi họ bàn luận đến đối tượng của chính sách tiền tệ là : (1) công an việc làm cao ; (2) tăng trưởng kinh tế ; (3) ổn định giá cả ; (4) ổn định lãi suất ; (5) ổn định thị trường tài chính ; và (6) ổn định thị trường ngoại hối .

Công ăn việc làm cao

Đạo luật về việc làm năm 1946 và Đạo luật về công ăn việc làm đầy đủ và tăng cường cân đối năm 1978 (thông dụng hơn được gọi là Đạo luật Humphrey - Hawkins) giao cho chính phủ Mỹ phải khuyến khích công ăn việc làm cao phù hợp với một mức giá cả ổn định. Việc làm cao là một mục tiêu có giá trị vì hai lý do chính : (1) trường hợp ngược lại, thất nghiệp cao, gây nên nhiều sự đau khổ cho con người, các gia đình bị khốn cùng về tài chính, mất đi lòng tự trọng cá nhân và làm tăng các tội ác (mặc dù kết luận sau cùng này còn phải bàn cãi), và (2) khi thất nghiệp lên cao, thì nền kinh tế không những có những người lao động ngồi không mà còn có cả những nguồn tài nguyên để không (các xí nghiệp đóng cửa và thiết bị không được sử dụng) đưa đến kết quả là sản phẩm giảm đi (tổng sản phẩm quốc dân - GNP - thấp hơn).

Mặc dù rõ ràng là công ăn việc làm cao là điều mong muốn, nhưng nó phải cao như thế nào ? Tại điểm nào thì chúng ta có thể nói được rằng nền kinh tế trong tình trạng việc làm đầy đủ ? Mới nhìn có thể hình như là việc làm đầy đủ là điểm mà tại đó không có người lao động nào không có việc làm, nghĩa là khi thất nghiệp là số không. Nhưng định nghĩa này bỏ quên một sự việc là một số thất nghiệp, gọi là thất nghiệp miễn cưỡng, là có lợi cho nền kinh tế. Ví dụ, khi một người công nhân quyết định tìm một công việc tốt hơn, thì anh ta hay chị ta có thể bị thất nghiệp trong một thời gian trong lúc đang đi tìm việc làm. Các người lao động thường tự nguyện quyết định tạm thời rời khỏi công việc để theo đuổi những hoạt động khác (thành lập gia đình, đi du lịch, quay trở lại trường học) và khi họ quyết định nhập trở lại vào thị trường lao động, họ lại phải mất một thời gian để tìm được đúng công việc của họ. Điều lợi ích của việc có một vài thất nghiệp cũng giống như lợi ích của việc có một tỷ lệ nhà để trống trên thị trường cho thuê nhà. Nhiều người trong chúng ta đang tìm một cân hộ phát hiện ra rằng, khi tỷ lệ nhà để trống trên thị trường cho thuê nhà xuống quá thấp, thì chúng ta rất khó tìm được một cân hộ tốt.

Mục tiêu của việc làm cao do đó sẽ không phải là một mức số không thất nghiệp, mà là một mức trên số không phù hợp với việc làm đầy đủ, mà tại mức này cấu của lao động ngang bằng cung của lao động. Các nhà kinh tế gọi mức thất nghiệp đó là **tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên**.

Mặc dù định nghĩa này có vẻ là rành mạch và có sức thuyết phục, nhưng

không phải như vậy. Bởi vì nó để lại một vấn đề rắc rối chưa được giải đáp : tỷ lệ thất nghiệp nào là phù hợp với việc làm đầy đủ ? Trong một số trường hợp rõ ràng là tỷ lệ thất nghiệp quá cao : tỷ lệ trên 20% thất nghiệp trong thời kỳ Đại suy thoái, chẳng hạn, rõ ràng là quá cao. Một mặt khác, trong những năm 1960 các nhà kinh tế cho rằng mục tiêu hợp lý là 4%, một mức có lẽ là quá thấp bởi vì nó dẫn đến lạm phát tăng gấp. Những tính toán gần đây về tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên ấn định mức đó vào khoảng 6%, nhưng ngay cả sự đánh giá này cũng còn chưa được nhất trí và bị nghi ngờ. Hơn nữa, rất có thể là chính sách thích hợp của chính phủ chẳng hạn như cung cấp thông tin tốt hơn về những công việc chưa có người làm hoặc là về chương trình đào tạo nghề nghiệp, có thể làm giảm tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên.

Tăng trưởng kinh tế

Mục tiêu tăng trưởng kinh tế vững chắc quan hệ chặt chẽ với mục tiêu việc làm cao, bởi vì những nhà kinh doanh muốn đầu tư nhiều hơn vào tư liệu sản xuất để nâng cao năng suất lao động và tăng trưởng kinh tế khi mức thất nghiệp thấp. Ngược lại, khi thất nghiệp cao và các xí nghiệp nhàn rỗi, thì không có lợi để cho một hãng đầu tư thêm các nhà máy và thiết bị. Mặc dù hai mục tiêu này quan hệ chặt chẽ với nhau, nhưng các chính sách có thể đặc biệt nhằm vào việc khuyến khích tăng trưởng kinh tế bằng cách trực tiếp khuyến khích các hãng đầu tư hoặc khuyến khích nhân dân tiết kiệm để có thêm nhiều vốn cho các hãng đưa vào đầu tư. Trong thực tế, đó là mục đích được nêu lên của các chính sách của kinh tế học trọng cung của Ronald Reagan. Chính sách này nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế bằng cách tạo kích thích bằng thuế để các doanh nghiệp đầu tư vào nhà máy và thiết bị và để cho người nộp thuế bình thường được tiết kiệm nhiều hơn nữa.

Ổn định giá cả

Hơn hai thập kỷ qua công chúng và các nhà kinh tế chuyên nghiệp Mỹ càng hiểu rõ hơn cái giá phải trả về kinh tế và xã hội của lạm phát. Họ đã quan tâm nhiều hơn đến một mức giá cả ổn định, coi đó là một mục tiêu của chính sách kinh tế. Ổn định giá cả là điều ai cũng mong muốn bởi vì mức giá cả tăng lên (lạm phát) gây nên tình trạng bấp bênh trong nền kinh tế : ví dụ, thông tin chứa đựng trong giá cả hàng hóa và dịch vụ sẽ khó giải thích hơn khi mức chung của

giá cả đều thay đổi và do vậy những người tiêu dùng, các nhà kinh doanh và chính phủ trở nên rất khó ra quyết định. Một ví dụ cực đoan nhất của giá cả không ổn định là siêu lạm phát, như Đức đã trải qua những năm 1921 - 1923. Trong hai năm cuối của siêu lạm phát, hoạt động kinh tế của Đức (tính bằng tổng sản phẩm quốc dân) bị giảm sút nghiêm trọng vì phải gánh chịu mức chi phí do mức giá cả tăng lên.

Lạm phát cũng làm cho việc lập kế hoạch trong tương lai bị khó khăn. Càng khó quyết định hơn phải để riêng ra bao nhiêu vốn cho việc học hành của con cái trong một bối cảnh lạm phát. Hơn nữa, lạm phát có thể gây căng thẳng các quan hệ xã hội của đất nước : xung đột có thể phát sinh bởi vì mỗi nhóm trong xã hội có thể cạnh tranh với các nhóm khác để bảo đảm cho lương bổng của mình tăng lên theo với mức tăng giá cả.

Ổn định lãi suất

Mong muốn có một sự ổn định lãi suất vì những biến động của lãi suất làm cho nền kinh tế bất bình và càng khó lập kế hoạch cho tương lai. Biến động của lãi suất ảnh hưởng đến việc muốn mua nhà của những người tiêu dùng, chẳng hạn, có thể không những người tiêu dùng càng khó quyết định hơn mua nhà vào lúc nào, mà còn làm cho những công ty xây dựng khó khăn hơn trong việc lập kế hoạch nên xây bao nhiêu nhà. Fed cũng muốn thu hẹp biến động tăng lên trong lãi suất vì những lý do như đã nói trong Chương 17 : những biến động tăng lên trong lãi suất gây nên sự thù địch đối với Fed và người ta đòi hỏi cắt bớt quyền lực của Fed.

Ổn định các thị trường tài chính

Một lý do rõ ràng của việc thành lập Hệ thống Dự trữ Liên bang là Hệ thống đó phải có thể thúc đẩy một hệ thống tài chính ổn định. Một cách mà Fed dùng để thúc đẩy sự ổn định là giúp tránh những cơn sụp đổ tài chính (nhất là sụp đổ ngân hàng) thông qua vai trò của nó là người cho vay cuối cùng. Qua phần đã viết chúng ta đã thấy Fed thực hiện vai trò đó nhiều lần trong 20 năm qua. Việc ổn định thị trường tài chính cũng được thúc đẩy bởi sự ổn định lãi suất bởi vì biến động trong lãi suất gây nên sự lưỡng lự lớn cho các tổ chức tài chính. Lãi suất tăng lên làm thiệt lớn về vốn cho các trái khoán dài hạn và cầm cố : tổn thất đó có thể làm phá sản các tổ chức tài chính nắm giữ những trái khoán đó. Trong

những năm gần đây những biến động mạnh của lãi suất là một vấn đề đặc biệt nghiêm trọng đối với các hiệp hội tiết kiệm và cho vay và các ngân hàng tiết kiệm tương tế, nhiều hiệp hội và ngân hàng này đã gặp khó khăn tài chính nghiêm trọng như chúng ta đã thấy.

Ổn định trên thị trường ngoại hối

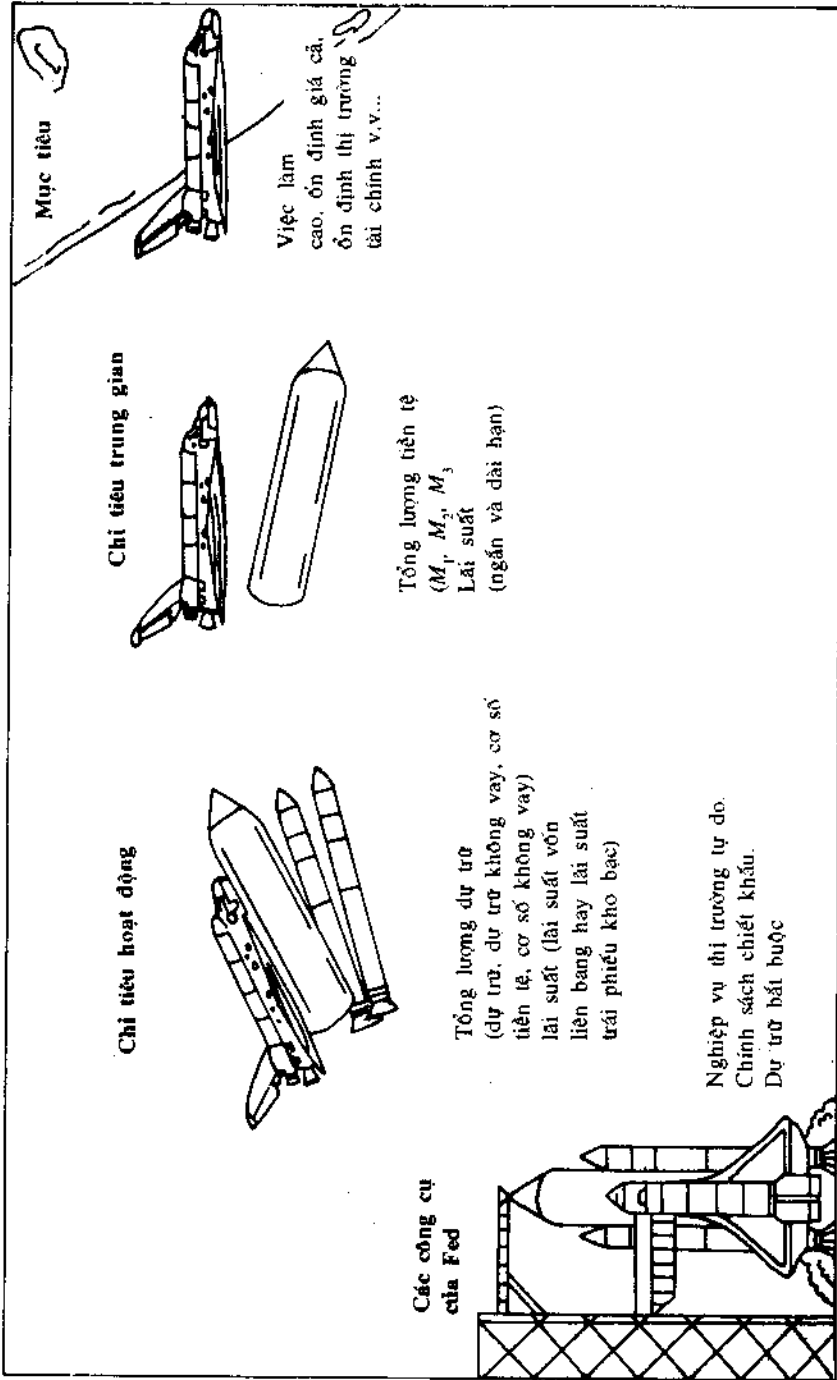
Với tầm quan trọng của buôn bán quốc tế đối với nền kinh tế Mỹ đang tăng lên, giá trị của đôla so với các đồng tiền khác đã trở thành mối quan tâm chính của Fed. Như chúng ta sẽ xem trong Chương 21 và 22, một việc tăng lên trong giá trị của đôla làm cho nền công nghiệp Mỹ kém khả năng cạnh tranh với nền công nghiệp nước ngoài, trong khi những lần giảm giá trị của đôla lại kích thích lạm phát tại Mỹ. Hơn nữa, việc ngăn ngừa những biến động mạnh về giá trị của đôla làm cho các hãng và các cá nhân mua hoặc bán hàng hóa ở nước ngoài dễ dàng hơn trong việc lập kế hoạch cho tương lai.

Xung đột giữa các mục tiêu

Mặc dù nhiều mục tiêu nêu ra nhất trí với nhau - việc làm cao với tăng trưởng kinh tế hoặc ổn định lãi suất với ổn định thị trường tài chính - nhưng không phải lúc nào cũng như vậy. Mục tiêu ổn định giá cả thường mâu thuẫn với mục tiêu ổn định lãi suất và việc làm cao trong thời gian ngắn. Ví dụ, khi nền kinh tế đang mở rộng và thất nghiệp giảm xuống, thì cả lạm phát và lãi suất có thể bắt đầu tăng lên. Nếu Fed cố gắng tránh lãi suất tăng lên bằng cách mua trái khoán, làm cho giá cả trái khoán tăng lên và do đó lãi suất giảm xuống, thì việc mua trái khoán đó trên thị trường tự do sẽ làm cho cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ tăng lên, thúc đẩy lạm phát. Mặt khác, nếu Fed làm giảm việc tăng trưởng cung ứng tiền tệ để tránh lạm phát, thì trong thời gian ngắn cả lãi suất và thất nghiệp có thể tăng lên. Mâu thuẫn giữa các mục tiêu có thể đặt Fed trước một số quyết định khó khăn. Chúng ta sẽ trở lại vấn đề Fed phải chọn như thế nào giữa các mục tiêu mâu thuẫn nhau trong các chương sau, trong đó chúng ta sẽ xem xét, chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế như thế nào.

CHIẾN LƯỢC CỦA FED : SỬ DỤNG CÁC CHỈ TIÊU TIỀN TỆ

Fed đứng trước vấn đề là nó muốn đạt được một số mục tiêu nhất định như ổn định giá cả với việc làm cao, nhưng nó không trực tiếp ảnh hưởng đến mục tiêu.



Hình 20.1. Chiến lược của Fed.

Fed có một bộ các công cụ để sử dụng (nghiệp vụ thị trường tự do, thay đổi lãi suất chiết khấu và thay đổi dự trữ bắt buộc) có thể ảnh hưởng gián tiếp đến các mục tiêu sau một thời gian (diễn hình là trên một năm). Nếu Fed chờ xem kết quả chung cuộc về mức giá cả và việc làm sẽ như thế nào một năm sau, thì sẽ quá chậm để tiến hành bất kỳ sửa chữa nào trong chính sách của mình - sai lầm sẽ không thể đảo ngược lại được.

Vì vậy Fed theo đuổi một chiến lược khác để chỉ đạo chính sách tiền tệ bằng cách nhằm vào những biến số nằm giữa những công cụ của nó với việc thực hiện những mục tiêu của nó. Kế hoạch trò chơi của Fed (trình bày trong Hình 20.1) như sau : sau khi quyết định mục tiêu của mình về việc làm và mức giá cả, Fed chọn một số biến số để "nhắm thẳng tới", gọi là **chỉ tiêu trung gian** như tổng lượng tiền tệ (M_1 , M_2 , M_3) hoặc lãi suất (ngắn hoặc dài hạn), những chỉ tiêu này có ảnh hưởng trực tiếp đến công ăn việc làm và mức giá cả. Tuy nhiên ngay cả những chỉ tiêu đó cũng không bị ảnh hưởng bởi các công cụ chính sách của Fed. Vì vậy Fed chọn một bộ các biến số khác để nhắm thẳng vào, gọi là **các chỉ tiêu hoạt động** như tổng lượng dự trữ (dự trữ, dự trữ không vay, cơ sở tiền tệ hoặc cơ sở không vay) hoặc lãi suất (lãi suất vốn liên bang hoặc lãi suất trái phiếu kho bạc), những biến số này nhạy cảm hơn với các công cụ chính sách của Fed. [Xin nhắc lại : dự trữ không vay là tổng số dự trữ trừ đi dự trữ đi vay (số tiền vay chiết khấu), cơ sở không vay là cơ sở tiền tệ trừ đi dự trữ đi vay, và lãi suất vốn liên bang là lãi suất của những khoản vay qua đêm hôm trước giữa các ngân hàng]¹.

Fed theo đuổi chiến lược này bởi vì nó dễ dàng đạt mục tiêu hơn bằng cách nhằm vào các chỉ tiêu hơn là nhắm trực tiếp vào mục tiêu. Đặc biệt là, bằng cách sử dụng các chỉ tiêu trung gian và các chỉ tiêu hoạt động Fed có thể xét đoán nhanh chóng hơn xem thử các chính sách của nó có đi đúng đường không, hơn là chờ cho đến khi nhìn thấy được kết quả cuối cùng của chính sách của nó về tiền lương và về mức giá cả². Tương tự như vậy ; NASA áp dụng chiến lược sử dụng

(1) Có một vài sự mơ hồ về việc gọi một biến số riêng biệt là một chỉ tiêu hoạt động hay là một chỉ tiêu trung gian. Một vài nhà kinh tế cho rằng cơ sở tiền tệ và lãi suất trái phiếu kho bạc có thể là những chỉ tiêu trung gian, mặc dù chúng có thể hoạt động như là những chỉ tiêu hoạt động. Hơn nữa, nếu Fed muốn theo đuổi mục tiêu ổn định lãi suất, thì một lãi suất có thể vừa là một biến số mục tiêu cũng như là một biến số chỉ tiêu.

(2) Lập luận này về việc sử dụng các chỉ tiêu tiền tệ không phải là không bị chỉ trích, bởi vì thông tin về công ăn việc làm và về mức giá cả có thể có ích cho việc đánh giá chính sách. Xem Benjamin M. Friedman, "Tinh không hiệu quả của các chỉ tiêu tiền tệ ngắn hạn đối với chính sách tiền tệ", Tài liệu của Viện Brookings về hoạt động kinh tế 2 (1977) : 292 - 246.

các chỉ tiêu khi nó thử phóng một con tàu vũ trụ lên Mặt trăng. Nó sẽ kiểm tra xem con tàu vũ trụ đã được đúng vị trí chưa khi nó rời khỏi khí quyển (chúng ta có thể coi rằng đó như là "chỉ tiêu hoạt động" của NASA). Nếu con tàu vũ trụ vào lúc đó nằm ngoài quỹ đạo thì các kỹ sư của NASA sẽ điều chỉnh sức đẩy của nó (công cụ chính sách) để đưa nó trở lại chỉ tiêu. NASA lại có thể kiểm tra vị trí của con tàu vũ trụ khi nó đi được nửa đoạn đường đến Mặt trăng ("chỉ tiêu trung gian" của NASA) và có thể tiến hành điều chỉnh giữa chừng quỹ đạo nếu thấy cần thiết.

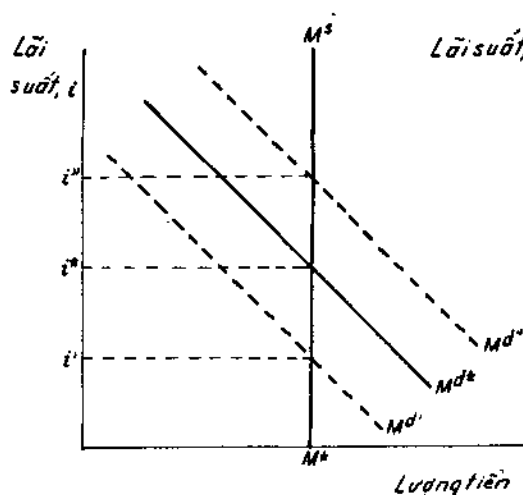
Chiến lược của Fed hoạt động cũng tương tự như vậy. Giả định là mục tiêu của Fed về công ăn việc làm và mức giá cả nhất trí với tỷ lệ tăng trưởng của tổng sản phẩm quốc dân (GNP) danh nghĩa là 5%. Nếu Fed cảm thấy rằng tỷ lệ tăng trưởng 5% của tổng sản phẩm quốc dân danh nghĩa có thể đạt được bằng tỷ lệ tăng 4% của M_2 (chỉ tiêu trung gian của nó), tỷ lệ này lại có thể đạt được bằng tỷ lệ tăng 3,5% của cơ sở tiền tệ (chỉ tiêu hoạt động của nó), thì Fed sẽ tiến hành các nghiệp vụ thị trường tự do (công cụ của nó) để đạt được tỷ lệ tăng 3,5% của cơ sở tiền tệ. Trong những ngày sau khi hoàn tất chính sách này, Fed có thể nhận ra rằng cơ sở tiền tệ tăng quá chậm, chẳng hạn 2%, thì Fed có thể sửa chữa lại tình hình quá chậm đó bằng cách tăng kim ngạch nghiệp vụ mua tại thị trường tự do. Ít lâu sau Fed mới bắt đầu thấy được chính sách của nó đang ảnh hưởng đến tỷ lệ tăng của cung ứng tiền tệ như thế nào. Nếu M_2 tăng quá nhanh, chẳng hạn 7%, thì Fed có thể quyết định giảm bớt nghiệp vụ mua trên thị trường tự do hoặc tiến hành nghiệp vụ bán trên thị trường tự do để giảm tỷ lệ tăng của M_2 .

Một cách suy nghĩ về chiến lược của Fed (mô tả trong Hình 20.1) là Fed sử dụng các chỉ tiêu trung gian và hoạt động của mình để hướng chính sách tiền tệ (con tàu, vũ trụ) vào việc đạt được các mục tiêu của nó. Sau việc ấn định ban đầu các công cụ chính sách (cát cánh), một chỉ tiêu hành động như cơ sở tiền tệ chẳng hạn, mà Fed có thể kiểm soát khá trực tiếp, được sử dụng để định lại các công cụ sao cho chính sách tiền tệ được hướng vào việc đạt được chỉ tiêu trung gian của một tỷ lệ tăng trưởng cung ứng tiền tệ nhất định. Những sửa đổi nửa chừng trong các công cụ chính sách lại được tiến hành khi Fed thấy điều gì xảy ra cho chỉ tiêu trung gian của mình. Như vậy hướng chính sách tiền tệ làm sao cho nó sẽ đạt được những mục tiêu của nó là việc làm cao và ổn định giá cả (con tàu vũ trụ đã đến Mặt trăng).

LỰA CHỌN CÁC CHỈ TIÊU

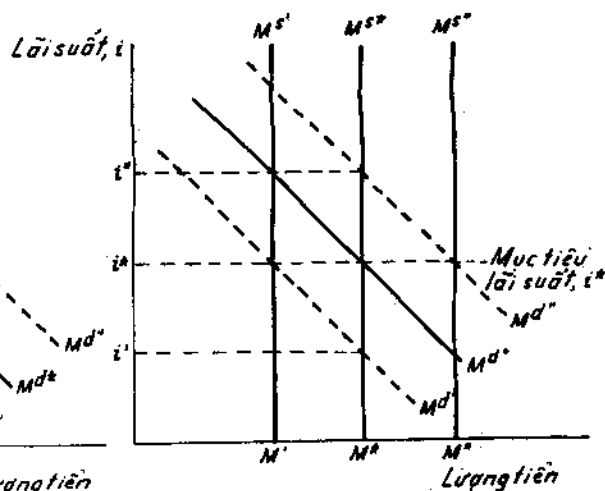
Như chúng ta đã thấy trong Hình 20.1 có hai loại khác nhau của biến số chỉ tiêu : (1) lãi suất ; và (2) các tổng lượng (tổng lượng tiền tệ và tổng lượng dự trữ). Trong ví dụ ở trên, Fed chọn tỷ lệ tăng trưởng 4% của M_2 để đạt tỷ lệ 5% tăng trưởng GNP danh nghĩa. Fed có thể chọn cách hạ thấp lãi suất của trái phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng, chẳng hạn là 8% để đạt cùng mục tiêu đó. Liệu Fed có thể chọn cách theo đuổi cả hai chỉ tiêu đó cùng một lúc hay không? Câu trả lời là "không". Việc áp dụng cách phân tích cung và cầu của thị trường tiền tệ mà chúng ta đề cập đến trong Chương 6 giải thích tại sao Fed phải chọn một trong hai cách đó.

Trước tiên chúng ta hãy xem tại sao chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ làm mất sự kiểm soát đối với lãi suất trong Hình 20.2 có đồ thị về cung và cầu của thị trường tiền tệ. Mặc dù Fed mong muốn đường cong về tiền tệ phải nằm tại M^{**} , nhưng nó biến động giữa M^d và $M^{d'}$ do việc tăng lên hoặc tụt xuống không dự định trước của sản lượng hoặc do những thay đổi trong mức giá cả. Đường cong cầu tiền tệ cũng có thể thay đổi bất ngờ do việc công chúng thích trái phiếu mà không thích



Hình 20.2. Kết quả của chỉ tiêu hóa cung tiền tệ

Việc Fed chỉ tiêu hóa cung ứng tiền tệ tại M^* sẽ dẫn đến những biến động của lãi suất giữa i' và i'' do các biến động của đường cầu tiền tệ giữa M^d và $M^{d'}$.



Hình 20.3. Kết quả của chỉ tiêu hóa lãi suất

Việc chỉ tiêu hóa lãi suất tại i^* sẽ dẫn đến những biến động của cung tiền tệ giữa M' và M'' do những biến động trong đường cung tiền tệ giữa M^d và $M^{d'}$.

tiền tệ có thể thay đổi. Nếu chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ của Fed 4% tỷ lệ tăng trưởng trong M_2 là do cung ứng tiền tệ M^* thì lúc đó nó dự tính lãi suất sẽ ở mức i^* . Tuy nhiên, như trong hình đã chỉ rõ, những biến động trong đường cong cầu tiền tệ giữa M^d và $M^{d'}$ sẽ là do lãi suất biến động giữa i' và i'' . Theo đuổi chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ hàm ý rằng lãi suất sẽ biến động.

Hình 20.3 có đồ hình của cung và cầu cho thấy hậu quả của một chỉ tiêu lãi suất nằm tại i^* . Một lần nữa Fed lại mong đợi là đường cong cầu tiền tệ sẽ ở điểm M^* , nhưng nó lại biến động giữa $M^{d'}$ và $M^{d''}$ do những biến động bất ngờ của sản lượng, của mức giá cả hoặc do sự thay đổi thị hiếu của công chúng thích giữ tiền. Nếu đường cong cầu tụt xuống đến điểm $M^{d'}$, thì lãi suất sẽ bắt đầu tụt xuống điểm i^* và giá cả trái khoán sẽ tăng lên. Với một chỉ tiêu lãi suất Fed sẽ ngăn không cho lãi suất giảm xuống bằng cách bán trái khoán để làm cho giá trái khoán lại tụt xuống và lãi suất lại tăng lên cho đến mức trước đó. Fed sẽ tiến hành nghiệp vụ bán trên thị trường tự do cho đến khi cung tiền tệ tụt xuống đến điểm M^* , tại đó thì điểm thăng bằng của lãi suất sẽ lại ở tại điểm i^* . Mặt khác, nếu đường cong cầu tăng lên đến điểm $M^{d''}$ và đẩy lãi suất tăng lên, thì Fed sẽ giữ cho lãi suất không tăng lên bằng cách mua trái khoán để không cho giá của nó giảm xuống. Fed sẽ mua trên thị trường tự do cho đến khi nào cung tiền tệ tăng đến M^* và lãi suất thăng bằng sẽ ở điểm i^* . Như vậy, việc Fed bám vào chỉ tiêu lãi suất dẫn đến biến động của cung tiền tệ cũng như của tổng lượng dự trữ như cơ sở tiền tệ chẳng hạn.

Kết luận rút ra từ sự phân tích cung và cầu là chỉ tiêu lãi suất và chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ không thể dung hòa nhau được. Fed có thể thúc đẩy cái này hoặc cái kia chứ không thể hai cái cùng một lúc được. Vì phải lựa chọn một trong hai cái đó, nên chúng ta cần xem xét tiêu chuẩn nào sẽ được sử dụng để quyết định biến số chỉ tiêu.

Tiêu chuẩn để chọn chỉ tiêu trung gian

Lý luận về chiến lược của Fed sử dụng các chỉ tiêu nêu lên 3 tiêu chuẩn để chọn một chỉ tiêu trung gian : chỉ tiêu đó phải đo lường được, phải được Fed kiểm soát được và phải có một tác dụng dự đoán được đối với mục tiêu.

Tính có thể đo lường được. Việc đo nhanh và đúng một biến số của chỉ tiêu trung gian là cần thiết bởi vì chỉ tiêu trung gian chỉ có ích nếu nó báo hiệu nhanh hơn là mục tiêu khi chính sách đi "chệch đường".

Liệu có lợi gì khi đạt kế hoạch đạt tỷ lệ tăng trưởng 4% của M_2 ? Nếu nó không có cách nào để đo lường nhanh chóng và chính xác M_2 ? Số liệu về tổng lượng tiền tệ phải sau hai tuần mới có được, còn số liệu lãi suất thì hầu như có ngay lập tức. Mặt khác số liệu về một biến số mục tiêu như GNP được thu thập hàng quý và phải một tháng sau mới có thể sử dụng được. Hơn nữa, số liệu GNP ít chính xác hơn số liệu về tổng lượng tiền tệ hoặc về lãi suất. Chỉ trên những cơ sở đó thôi, việc nhằm vào lãi suất và tổng lượng tiền tệ làm chỉ tiêu trung gian hơn là nhằm vào một mục tiêu như là GNP, có thể cung cấp được những tín hiệu rõ hơn về tình hình của chính sách của Fed.

Mới thoát nhìn, hình như lãi suất dễ đo lường hơn là tổng lượng tiền tệ và do đó có ích hơn với tư cách là chỉ tiêu trung gian. Các số liệu về lãi suất không những có thể sử dụng được nhanh hơn số liệu về tổng lượng tiền tệ, mà lại còn dễ đo lường chính xác hơn và rất ít khi bị điều chỉnh lại, ngược lại với các tổng lượng tiền tệ là những lượng bị điều chỉnh nhiều lần (như đã thấy trong Chương 2). Tuy nhiên, như chúng ta đã thấy trong Chương 4, 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 chúng ta 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 tế - lãi suất được điều chỉnh theo lạm phát dự tính ($i_r = i - \pi$). Điều không may là, lãi suất thực tế rất khó đo lường bởi vì chúng ta không có phương pháp trực tiếp để đo lạm phát dự tính. Bởi vì cả lãi suất cũng như tổng lượng tiền tệ đều tồn tại vấn đề tính đo lường được cho nên rất khó biết được là người ta thích dùng cái nào hơn làm chỉ tiêu trung gian.

Có thể kiểm soát được. Fed phải có khả năng kiểm soát thực sự một biến số nếu như biến số đó hoạt động như một chỉ tiêu hữu ích. Nếu Fed không kiểm soát được một chỉ tiêu trung gian, trong lúc biết chỉ tiêu bị trệch đường thì Fed cũng không làm gì tốt hơn được, bởi vì Fed không có cách nào để đưa nó trở lại vào đúng quỹ đạo. Một vài nhà kinh tế nêu lên ý kiến rằng GNP danh nghĩa nên được dùng như là một chỉ tiêu trung gian, nhưng vì Fed rất ít có khả năng kiểm soát trực tiếp GNP danh nghĩa, cho nên GNP danh nghĩa không thể giúp nhiều hơn cho Fed có hướng đi để ấn định các công cụ chính sách của mình phải như thế nào. Tuy nhiên trên thực tế Fed đã kiểm soát được nhiều hơn tổng lượng tiền tệ và lãi suất.

Cuộc bàn luận của chúng ta về quá trình cung ứng tiền tệ và các công cụ

chính sách của Fed chỉ ra rằng Fed phải có khả năng tác động mạnh mẽ đẩy quyền lực đến cung ứng tiền tệ, mặc dầu việc kiểm soát của nó không hoàn hảo. Chúng ta cũng đã thấy rằng nghiệp vụ thị trường tự do có thể được sử dụng để ấn định lãi suất bằng cách trực tiếp tác động đến giá cả trái khoán. Bởi vì Fed có thể ấn định trực tiếp lãi suất trong khi đó nó không thể kiểm soát được hoàn toàn cung ứng tiền tệ, cho nên hình như lãi suất đứng trên các tổng lượng tiền tệ về tiêu chuẩn tính có thể kiểm soát được. Tuy nhiên, Fed không thể ấn định được lãi suất thực tế bởi vì nó không thể kiểm soát diễn biến dự tính của lạm phát. Vì vậy lại một lần nữa, không thể dứt khoát được rằng lãi suất được ưa thích hơn là các tổng lượng tiền tệ hay ngược lại để làm một chỉ tiêu trung gian.

Khả năng tác động đoán trước được đối với mục tiêu. Một đặc tính mà một biến số cần phải có để làm một chỉ tiêu trung gian hữu ích là nó phải có một ảnh hưởng đoán trước được đối với mục tiêu. Nếu Fed có thể đo được nhanh chóng và chính xác giá chèn tại Trung Quốc và có thể hoàn toàn kiểm soát giá đó, thì nó sẽ được lợi gì? Fed không thể sử dụng giá chèn ở Trung Quốc để ảnh hưởng đến thất nghiệp hoặc mức giá cả ở Mỹ. Bởi vì khả năng ảnh hưởng đến các mục tiêu là quan trọng như vậy đối với tính hữu ích của biến số chỉ tiêu trung gian, nên mối quan hệ giữa cung ứng tiền tệ và lãi suất với các mục tiêu - sản phẩm, công việc làm và mức giá cả - là một vấn đề được tranh luận rất nhiều trong nghệ kinh tế học. Những chứng cứ hình như thiên về mối quan hệ chặt chẽ hơn (có thể dự đoán rõ hơn) giữa những mục tiêu đó với cung ứng tiền tệ hơn là với lãi suất, do đó đưa đến một vài sự ủng hộ nào đó đối với việc dùng các tổng lượng tiền tệ làm chỉ tiêu trung gian. Chúng ta sẽ bàn đến chứng cứ của vấn đề này một cách rộng rãi trong Chương 27.

Tiêu chuẩn lựa chọn các chỉ tiêu hoạt động

Việc lựa chọn một chỉ tiêu hoạt động có thể dựa trên cùng một tiêu chuẩn như đã dùng để đánh giá các chỉ tiêu trung gian. Lãi suất của vốn liên bang và tổng lượng tiền tệ, cả hai, đều được đo lường chính xác và có thể sử dụng ngay hàng ngày hầu như không chậm trễ; cả hai có thể được kiểm soát dễ dàng bằng cách sử dụng các công cụ chính sách như đã bàn đến trong chương trước. Tuy nhiên, khi chúng ta nhìn đến tiêu chuẩn thứ ba, chúng ta có thể nghi về chỉ tiêu trung gian như là mục tiêu cho chỉ tiêu hoạt động. Một chỉ tiêu hoạt động mà có một ảnh hưởng có thể để dự đoán hơn đối với chỉ tiêu trung gian mong muốn nhất,

thì được ưa thích hơn. Nếu như chỉ tiêu trung gian được ưa thích là lãi suất, thì chỉ tiêu hoạt động mong muốn sẽ là một biến số lãi suất, chẳng hạn như lãi suất vốn liên bang bởi vì các lãi suất ràng buộc chặt chẽ với nhau (như đã thấy trong Chương 7). Mặt khác, nếu chỉ tiêu trung gian mong muốn là một tổng lượng tiền tệ, thì mô hình cung ứng tiền tệ của chúng ta ở Phần IV cho thấy rằng chỉ tiêu hoạt động tổng lượng dự trữ, chẳng hạn như cơ sở tiền tệ, sẽ được ưa thích hơn. Bởi vì hình như không có thêm nhiều lý lẽ để chọn một lãi suất hơn là một tổng lượng tiền tệ trên cơ sở tính đo lường được và khả năng kiểm soát được, cho nên việc chọn chỉ tiêu hoạt động nào là tốt hơn cả nằm trong việc lựa chọn chỉ tiêu trung gian (mục tiêu của chỉ tiêu hoạt động).

CÁC PHƯƠNG PHÁP CHÍNH SÁCH CỦA FED : BỐI CẢNH LỊCH SỬ

Một câu ngạn ngữ nổi tiếng "Con đường dẫn đến địa ngục được lát bằng những ý đồ tốt đẹp" cũng được áp dụng cho Dự trữ Liên bang như thế nào thì cho chúng ta cũng như thế. Hiểu được mục tiêu và các chiến lược mà Fed có thể dùng để theo đuổi mục đích của mình không thể cho chúng ta biết được chính sách tiền tệ được tiến hành thực tế *như thế nào* : Để hiểu được kết quả thực tế và hệ quả lý thuyết, chúng ta phải xem đến các phương pháp trước đây của chính sách của Fed : việc Fed lựa chọn các mục tiêu, các công cụ chính sách, các chỉ tiêu hoạt động và các chỉ tiêu trung gian. Bối cảnh lịch sử đó không những cho chúng ta thấy ngân hàng trung ương của chúng ta thực hiện những nhiệm vụ của mình như thế nào, mà còn giúp chúng ta lý giải được những hoạt động của Fed và dự đoán được chính sách tiền tệ có thể hướng về đâu trong tương lai.

Hướng dẫn nghiên cứu

Việc bàn luận sau đây về các phương pháp chính sách của Fed và ảnh hưởng của những phương pháp đó đối với cung ứng tiền tệ cho phép ta nhìn lại quá trình cung ứng tiền tệ và các công cụ chính sách của Fed hoạt động như thế nào. Nếu như bạn thấy khó hiểu các chính sách riêng biệt được mô tả, ảnh hưởng đến cung ứng tiền tệ như thế nào, thì nên xem lại nội dung của Phần IV, sẽ rất có ích cho bạn.

Những năm trước đây : chính sách chiết khấu là công cụ đầu tiên

Khi Fed được thành lập trước đây, thì việc thay đổi lãi suất chiết khấu là công cụ đầu tiên của chính sách tiền tệ - Fed chưa phát hiện ra các nghiệp vụ thị trường tự do là một công cụ đầy sức mạnh để ảnh hưởng đến cung ứng tiền tệ, và Đạo luật về Dự trữ Liên bang đã không có điều quy định nào về việc thay đổi dự trữ bắt buộc. Nguyên tắc chỉ đạo cho việc tiến hành chính sách tiền tệ là khi nào mà các khoản cho vay còn được cấp cho những mục đích "sản xuất", nghĩa là để nâng đỡ sản xuất hàng hóa và dịch vụ, thì việc cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng để nó cấp các khoản vay đó chắc là không có tính chất lạm phát ⁽³⁾. Học thuyết này, mà, hiện nay hoàn toàn không được tín nhiệm, trước đây được gọi là **học thuyết tín phiếu thực tế**. Trong thực tiễn, nó có nghĩa là Fed cho các ngân hàng thương mại thành viên vay khi họ đến cửa sổ chiết khấu xuất trình các "phiếu chiết khấu được", đó là những khoản tín dụng để giúp cho việc sản xuất và bán hàng và dịch vụ được dễ dàng. (Lưu ý rằng từ những năm 1920, Fed không tiến hành các nghiệp vụ chiết khấu theo cách này). Việc Fed cho các ngân hàng thành viên vay được gọi lúc đầu là tái chiết khấu bởi vì các khoản tiền mà ngân hàng cho các nhà kinh doanh vay lúc đầu được thực hiện bằng việc chiết khấu (cho vay ít hơn) mệnh giá của khoản vay và Fed sẽ lại chiết khấu những khoản vay ấy một lần nữa. (Qua thời gian khi việc nhấn mạnh của Fed đến các phiếu chiết khấu được giảm đi, thì các khoản vay mà Fed cấp các ngân hàng được gọi là chiết khấu và lãi suất của những khoản vay này là lãi suất chiết khấu, đó là thuật ngữ mà chúng ta dùng hiện nay) :

Vào cuối cuộc Chiến tranh Thế giới lần thứ nhất, chính sách của Fed tái chiết khấu các phiếu chiết khấu được và duy trì lãi suất ở mức thấp để giúp cho kho bạc tài trợ chiến tranh đã đưa đến một cuộc lạm phát dữ dội : trong năm 1919 và 1920 tỷ lệ lạm phát bình quân là 14%. Fed quyết định sẽ không tiếp tục đeo đuổi chính sách bị động theo học thuyết tín phiếu thực tế, bởi vì nó không phù hợp với mục tiêu ổn định giá cả, và lần đầu tiên từ khi được thành lập, Fed chấp nhận trách nhiệm đóng một vai trò chủ động để ảnh hưởng đến nền kinh tế. Tháng 1 năm 1920, Fed nâng lãi suất chiết khấu từ 4^{3/4} lên 6%, một bước nhảy vọt trong lịch sử của Fed và cuối cùng lên cao hơn nữa đến 7% tháng 6 năm 1920, mức này được duy trì cho đến tháng 5 năm 1921. Kết quả của chính sách này là một sự tụt

(3) Một nguyên tắc chỉ đạo khác là duy trì chế độ bản vị vàng, mà chúng ta sẽ bàn đến trong Chương 22.

manh trong cung ứng tiền tệ và một sự suy thoái đặc biệt nghiêm trọng năm 1920 - 1921. Mặc dù có thể chê trách Fed về cuộc suy thoái nghiêm trọng này, nhưng trong một ý nghĩa nào đó thì chính sách của Fed là rất thành công : sau khi mức giá cả lúc đầu tụt xuống, thì lạm phát dừng lại ở tỷ lệ số không, dọn đường cho thời kỳ phồn vinh. Hai mươi năm vang dội.

Phát hiện ra các nghiệp vụ thị trường tự do

Vào những năm 1920, xảy ra một sự kiện đặc biệt quan trọng - Fed bỗng nhiên phát hiện ra các nghiệp vụ thị trường tự do. Khi Fed được thành lập, nguồn thu nhập của nó hoàn toàn chỉ là từ lãi thu được của những khoản tín dụng cấp cho các ngân hàng thành viên. Sau cuộc suy thoái 1920 - 1921, khối lượng vay chiết khấu giảm sút nghiêm trọng và Fed rất túng tiền. Nó giải quyết vấn đề này bằng cách mua các chứng khoán sinh lãi. Khi nó làm như vậy thì nó phát hiện ra rằng dự trữ trong hệ thống ngân hàng tăng lên và những khoản cho vay và tiền gửi của ngân hàng tăng lên gấp bội. Kết quả đó ngày nay đối với chúng ta rất hiển nhiên (chúng ta đã nghiên cứu quá trình tạo ra tiền gửi bội số trong Chương 14) nhưng đối với Fed lúc bấy giờ là một phát hiện. Một công cụ mới của chính sách tiền tệ ra đời, và vào cuối những năm 1920, đó là một vũ khí quan trọng nhất trong kho vũ khí của Fed.

Cuộc Đại suy thoái

Tình hình phát đạt của thị trường chứng khoán năm 1928 và 1929 gây cho Fed một tình trạng tiến thoái lưỡng nan. Fed muốn giảm xuống tình hình phát đạt này bằng cách nâng lãi suất chiết khấu, nhưng nó lại rất miễn cưỡng làm như vậy, bởi vì điều này có nghĩa là nâng lãi suất đối với các nhà kinh doanh và cá nhân cần tín dụng một cách "chính đáng". (Fed, lúc đó chưa có quyền ấn định biên độ bất buộc như nó làm hiện nay). Cuối cùng, vào tháng 8 năm 1929, Fed nâng lãi suất chiết khấu lên, nhưng lúc đó thì đã quá muộn ; những dư thừa có tính đầu cơ của tình hình phát đạt của thị trường đã xảy ra và hành động của Fed chỉ đẩy nhanh sự suy sụp của thị trường chứng khoán và đẩy nền kinh tế vào tình trạng suy thoái. Trong Chương 16 chúng ta đã bàn về nhiều sai lầm trong chính sách của Fed từ 1930 đến 1933, khi nó thất bại trong vai trò người cho vay cuối cùng đã để cho hơn 2/3 số ngân hàng thương nghiệp tại Mỹ bị phá sản. Kết quả giảm sút cung ứng tiền tệ chưa từng thấy trong thời kỳ này được nhiều nhà kinh tế coi là nhân tố chính góp phần vào tính chất nghiêm trọng của suy thoái, mà trước đây hoặc từ đây về sau chưa từng có.

Dự trữ bắt buộc là một công cụ chính sách

Điều sửa đổi Thomas vào Đạo luật Điều chỉnh nông nghiệp năm 1933 cho Hội đồng thống đốc quyền khẩn cấp được phép thay đổi dự trữ bắt buộc với sự phê chuẩn của Tổng thống Mỹ. Trong Đạo luật Ngân hàng năm 1935 quyền khẩn cấp này được mở rộng ra cho phép Fed được đơn phương thay đổi dự trữ bắt buộc không cần có sự phê chuẩn của Tổng thống.

Lần sử dụng đầu tiên dự trữ bắt buộc làm một công cụ kiểm soát tiền tệ đã chứng minh rằng có khả năng phạm thêm sai lầm cùng với những sai lầm mà nó đã mắc phải trong thời kỳ những cơn phá sản ngân hàng của những năm 1930. Cuối năm 1935 các ngân hàng đã tăng số dự trữ vượt quá đến một mức chưa từng thấy, một chiến lược nhạy cảm có tính đến sự phát hiện của họ trong thời kỳ 1930 - 1933 rằng Fed không phải lúc nào cũng thực hiện được vai trò của mình là người cho vay cuối cùng. Bấy giờ các ngân hàng hiểu rằng họ cần phải tự bảo vệ mình tránh một cuộc ứn chạy đến ngân hàng bằng việc nắm giữ thật nhiều tiền dự trữ vượt quá. Fed cho rằng những dự trữ vượt quá đó là một điều hại làm cho Fed khó kiểm soát tiền tệ. Đặc biệt, Fed lo ngại là những dự trữ vượt quá đó có thể được đem cho vay và sẽ gây nên một "sự bành trướng tín dụng không thể kiểm soát được trong tương lai."

Để cải tiến việc kiểm soát tiền tệ, Fed nâng dự trữ bắt buộc lên trong ba bước: tháng 8 năm 1936, tháng 1 năm 1937 và tháng 5 năm 1937. Kết quả của hành động này, như chúng ta mong đợi theo mô hình cung ứng tiền tệ của chúng ta là tăng trưởng tiền tệ giảm xuống vào cuối năm 1936 và một sự tụt xuống thực sự vào năm 1937. Cuộc suy thoái năm 1937 - 1938, bắt đầu từ tháng 5 năm 1937, là một cuộc suy thoái nghiêm trọng và gây nên sự bất bình trong công chúng Mỹ bởi vì ngay từ khi bắt đầu thất nghiệp đã ở mức cao không thể tha thứ được. Hình như không những Fed có lỗi gây nên tình trạng nghiêm trọng của cuộc Đại suy thoái năm 1929 - 1933 mà còn tồi tệ hơn nữa, hình như là còn phải chịu trách nhiệm làm hỏng cuộc khôi phục tiếp sau đó. Thí nghiệm thất bại thảm hại của Fed bằng cách thay đổi dự trữ bắt buộc làm cho nó thận trọng hơn trong việc sử dụng công cụ chính sách này trong tương lai.

Chiến tranh tài chính và việc giữ chặt lãi suất: 1942 - 1951

Với việc Mỹ tham gia vào Chiến tranh Thế giới lần thứ hai vào năm 1941, chi phí của chính phủ tăng vọt và để tài trợ cho chi phí đó, kho bạc phát hành một số

lớn trái khoán, Fed đồng ý giúp kho bạc tài trợ chiến tranh rẻ hơn bằng cách giữ chặt lãi suất ở mức thấp mà đã được thịnh hành trước chiến tranh : $3/8$ của 1% đối với tín phiếu kho bạc (Treasury bill) và $2\frac{1}{2}\%$ đối với trái khoán kho bạc dài hạn (long-term Treasury bond)). Bất kỳ lúc nào mà lãi suất tăng lên cao hơn những mức đó và giá cả của các trái khoán bắt đầu giảm xuống, thì Fed tiến hành các nghiệp vụ mua thị trường tự do, bằng cách đó làm cho giá trái khoán tăng lên và đẩy lãi suất lại tụt xuống. Như vậy trong thực tế Fed đã bỏ việc kiểm soát tiền tệ của mình để đáp ứng nhu cầu tài trợ của chính phủ. Kết quả là một việc tiền tệ hóa rất lớn các khoản nợ và việc cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ tăng nhanh.

Khi chiến tranh kết thúc, Fed tiếp tục giữ chặt lãi suất, và do có ít áp lực để làm cho lãi suất tăng lên, nên chính sách này không gây nên một sự tăng trưởng mạnh trong cung ứng tiền tệ. Tuy nhiên, khi xảy ra cuộc chiến tranh Triều Tiên năm 1950 lãi suất lại bắt đầu leo thang và Fed nhận thấy bị bắt buộc phải rất nhanh chóng mở rộng cơ sở tiền tệ. Do lạm phát bắt đầu đẩy chỉ số giá cả tiêu dùng tăng 8% giữa năm 1950 và năm 1951, Fed quyết định đã đến lúc lại phải thắt chặt sự kiểm soát của mình đối với chính sách tiền tệ bằng cách bỏ việc ấn định lãi suất. Tiếp theo đó nổ ra cuộc tranh luận, thường là rất cay đắng giữa Fed và Kho bạc. Kho bạc muốn để cho phí lãi của mình giảm xuống và như vậy làm cho việc ấn định lãi suất ở mức thấp được tiếp tục dễ dàng. Tháng 3 năm 1951, Fed và Kho bạc đi đến một thỏa thuận gọi là "Hiệp định", theo đó việc ấn định lãi suất bị bãi bỏ, nhưng Fed hứa nó sẽ không để cho lãi suất tăng lên nhanh. Sau khi Eisenhower được đắc cử tổng Thống năm 1952, Fed được cho toàn quyền tự do theo đuổi các mục tiêu chính sách của mình.

Chỉ tiêu hóa các điều kiện của thị trường tiền tệ : Những năm 1950 và 1960

Với sự khôi phục quyền tự do của mình, Fed, lúc bấy giờ do William Mc Chesney làm chủ tịch, giữ quan điểm rằng chính sách tiền tệ phải căn cứ vào sự phán đoán trực giác dựa trên cơ sở một "thính giác" đối với thị trường tiền tệ. Phương pháp chính sách hình thành từ quan điểm này có thể được mô tả như là một phương pháp theo đó Fed chỉ tiêu hóa các điều kiện của thị trường tiền tệ, một sự thu thập lơ mờ các biến số được coi là biểu thị các điều kiện cung và cầu trên thị trường tiền tệ. Bao gồm trong những biến số đó có lãi suất ngắn hạn và

dự trữ tự do (*Free reserves - FR*), tức là dự trữ vượt quá trong hệ thống ngân hàng (*excess reserves - ER*) trừ đi lượng cho vay chiết khấu (*discount loans - DL*):

$$FR = ER - DL$$

Fed cho rằng dự trữ tự do là một điểm chỉ dẫn đặc biệt tốt của các điều kiện thị trường tiền tệ bởi vì nó nghĩ rằng dự trữ tự do thể hiện thời gian không hoạt động trong hệ thống ngân hàng. Fed coi ngân hàng có quyền ưu tiên số một sử dụng dự trữ vượt quá của mình để hoàn trả những khoản vay chiết khấu của mình, như vậy chỉ những dự trữ vượt quá không vay từ Fed mới đại diện cho dự trữ "tự do" được dùng để cho vay và tạo ra tiền gửi. Fed lý giải rằng một sự tăng dự trữ tự do là một sự nới lỏng các điều kiện thị trường tiền tệ và nó sử dụng nghiệp vụ bán trên thị trường tự do để rút đi những dự trữ từ hệ thống ngân hàng. Một sự tụt xuống của dự trữ tự do là một sự siết chặt các điều kiện thị trường tiền tệ của Fed tiến hành nghiệp vụ mua trên thị trường tự do.

Một đặc điểm quan trọng của phương pháp chính sách đó là nó dẫn đến việc cung ứng tiền tệ tăng nhanh hơn khi nền kinh tế đang tăng trưởng và việc cung ứng tiền tệ tăng chậm khi nền kinh tế đang suy thoái. Cái gọi là chính sách tiền tệ chu kỳ (nghĩa là, một việc liên kết tích cực của cung ứng tiền tệ tăng trưởng với chu kỳ kinh tế) được giải thích từng bước theo các lập luận sau. Như chúng ta đã nghiên cứu trong Chương 6, một sự tăng trong thu nhập quốc dân ($Y \uparrow$) dẫn đến một sự tăng trong lãi suất thị trường ($i \uparrow$), như vậy làm tăng chi phí cơ hội của các khoản dự trữ vượt quá và làm cho dự trữ vượt quá giảm xuống ($ER \downarrow$). Việc tăng lãi suất cũng làm tăng động lực thúc đẩy đi vay từ cửa sổ chiết khấu bởi vì các khoản cho vay của ngân hàng sẽ trở nên có lợi hơn, và do vậy khối lượng các khoản vay chiết khấu sẽ tăng lên ($DL \uparrow$). Dự trữ vượt quá giảm xuống và khối lượng cho vay chiết khấu tăng lên hàm ý là dự trữ tự do sẽ giảm xuống ($FR \downarrow = ER \downarrow - DL \uparrow$). Khi Fed phản ứng lại việc giảm xuống của dự trữ tự do bằng các nghiệp vụ mua trên thị trường tự do, thì nó làm cơ sở tiền tệ tăng lên ($MB \uparrow$) và do đó cung ứng tiền tệ tăng lên ($M \uparrow$). Lập luận nêu lên có thể tóm tắt như sau:

$$Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow ER \downarrow, DL \uparrow \rightarrow FR \downarrow \rightarrow MB \uparrow \rightarrow M \uparrow.$$

Một sự thu hẹp lại của chu kỳ kinh tế đưa đến một chuỗi các sự kiện ngược lại. Do vậy thu nhập giảm xuống dẫn đến cung ứng tiền tệ giảm xuống ($Y \downarrow - M \downarrow$). Như vậy, việc Fed sử dụng chỉ tiêu dự trữ tự do đưa đến một sự liên kết tích cực giữa vận động của cung ứng tiền tệ với thu nhập quốc dân, và từ đó đến chính sách tiền tệ theo chu kỳ.

Trong thời kỳ này, nhiều nhà kinh tế, đặc biệt là Karl Brunner và Allan Meltzer, chỉ trích việc Fed sử dụng dự trữ tự do làm một biến số chỉ tiêu do chính sách tiền tệ chu kỳ mà Fed đã sáng tạo ra. Khi cung ứng tiền tệ tăng nhanh hơn trong thời kỳ tăng trưởng của chu kỳ kinh tế, thì nó có thể làm tăng thêm áp lực lạm phát; khi nó tăng chậm hơn trong thời kỳ suy thoái, thì nó có thể làm cho tình hình thu hẹp kinh tế xấu hơn. Thật vậy, một mục tiêu mà Fed đề ra trong thời kỳ này là chính sách tiền tệ phải "dựa vào gió": nói cách khác, chính sách tiền tệ phải chống chu kỳ - thu hẹp lại khi có tăng trưởng chu kỳ kinh tế và bành trướng ra khi có chu kỳ kinh tế thu hẹp.

Một chỉ tiêu hoạt động đầu tiên khác của Fed, lãi suất ngắn hạn, thực hiện vai trò biến số chỉ tiêu không tốt hơn dự trữ tự do và cũng dẫn đến chính sách tiền tệ chu kỳ. Nếu Fed thấy rằng lãi suất tăng lên là kết quả của việc thu nhập tăng, thì nó phải mua vào các trái khoán để nâng giá trái khoán lên và làm cho lãi suất xuống thấp cho đến mức của mức chỉ tiêu của chúng. Kết quả là làm cho cơ sở tiền tệ tăng lên, sự tăng lên này làm cho cung ứng tiền tệ tăng lên và làm cho sự bành trướng chu kỳ kinh tế phải được kèm theo một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ nhanh hơn. Tóm lại:

$$Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow MB \uparrow \rightarrow M \uparrow$$

Trong một cuộc suy thoái, một dãy các sự kiện ngược lại sẽ xảy ra và thu nhập giảm sút phải đi kèm theo đó là một tỷ lệ tăng trưởng cung tiền tệ chậm hơn ($Y \downarrow \rightarrow M \downarrow$).

Vào cuối những năm 1960, bản đồng ca nổi lên chỉ trích chính sách tiền tệ chu kỳ, cuối cùng làm cho Fed phải bỏ việc nhằm vào các điều kiện thị trường tiền tệ.

Chỉ tiêu hóa các tổng lượng tiền tệ ? Những năm 1970

Năm 1970, Arthur Bruns được bổ nhiệm làm Chủ tịch Hội đồng thống đốc, và ngay sau đó Fed tuyên bố tự hứa với mình là sẽ sử dụng các tổng lượng tiền tệ làm các chỉ tiêu trung gian. Phải chăng chính sách tiền tệ đã không còn là theo chu kỳ nữa? Liếc nhìn qua Hình 1.3 trong Chương 1 cho thấy là chính sách tiền tệ là theo chu kỳ trong những năm 1970 cũng giống như trong những năm 1950 và 1960. Cái gì đã sai lầm ở đây? Tại sao việc tiến hành chính sách tiền tệ không được cải thiện? Câu trả lời cho những vấn đề này nằm trong các phương pháp hoạt động của Fed trong thời kỳ, mà làm người ta nghi rằng lời hứa của Fed chỉ tiêu hóa các tổng lượng tiền tệ không được mạnh mẽ lắm.

Cứ mỗi sáu tháng một lần FOMC ấn định các khoảng cách chỉ tiêu cho tỷ lệ

tăng của các tổng lượng tiền tệ và quyết định lãi suất nào của vốn liên bang (lãi suất nào của vốn cho vay qua đêm giữa các ngân hàng) mà nó cho rằng phù hợp với những mục tiêu đó. Các khoảng cách chỉ tiêu cho việc tăng trưởng của các tổng lượng tiền tệ là rất rộng - một khoảng cách điển hình cho tăng trưởng của $M1$ có thể là từ 3 đến 6% và cho $M2$ là từ 4 đến 7% - trong khi khoảng cách của lãi suất của vốn liên bang là hẹp, từ $7\frac{1}{2}$ đến $8\frac{1}{4}\%$. Phòng kinh doanh tại Fed New York sau đó được chỉ thị đáp ứng cả hai khoảng cách chỉ tiêu nhưng như chúng ta đã thấy trước đây, chỉ tiêu lãi suất và chỉ tiêu của tổng lượng tiền tệ có thể không dung hòa được với nhau. Nếu như hai chỉ tiêu đó dung hòa được với nhau, chẳng hạn như, lãi suất vốn liên bang bắt đầu tăng lên cao hơn đỉnh của các chỉ tiêu của nó khi $M1$ đang tăng lên quá nhanh, thì Phòng kinh doanh sẽ được chỉ thị dành ưu tiên cho chỉ tiêu lãi suất vốn liên bang. Trong trường hợp chúng ta vừa trình bày, điều đó có nghĩa là mặc dù $M1$ tăng trưởng quá cao, Phòng kinh doanh phải mua vào trên thị trường tự do để duy trì lãi suất vốn liên bang trong khoảng cách chỉ tiêu của nó.

Fed thật sự đã sử dụng lãi suất liên bang như là chỉ tiêu hoạt động. Trong thời gian 6 tuần giữa các kỳ họp của FOMC, một sự tăng lên không chờ đợi trước của thu nhập (làm cho lãi suất vốn liên bang lên tới đỉnh khoảng cách chỉ tiêu của mình) sẽ thúc đẩy các nghiệp vụ mua trên thị trường tự do và gây nên một sự tăng trưởng quá nhanh của cung ứng tiền tệ. Khi FOMC lại họp, nó sẽ cố gắng đưa sự tăng trưởng của cung ứng tiền tệ trở lại vào "đường" bằng cách tăng khoảng cách chỉ tiêu đối với lãi suất của vốn liên bang. Tuy nhiên, nếu thu nhập tiếp tục tăng lên bất thành linh, thì tăng trưởng tiền tệ sẽ lại tăng vọt. Điều này hoàn toàn đúng như đã xảy ra từ tháng 6 năm 1972 đến tháng 6 năm 1973, khi mà nền kinh tế phồn vinh lên bất thành linh: $M1$ tăng trưởng rất lớn vượt quá chỉ tiêu của mình với tỷ lệ khoảng 8%, trong khi lãi suất của vốn liên bang tăng từ $4\frac{1}{2}$ đến $8\frac{1}{2}$. Nền kinh tế lập tức trở nên quá nóng và các áp lực lạm phát bắt đầu tăng lên.

Một dãy sự kiện ngược lại xảy ra vào cuối năm 1974, khi sự thu hẹp kinh tế không đến nỗi nghiêm trọng như người ta dự đoán. Lãi suất của vốn liên bang tụt xuống dữ dội từ trên 12 xuống còn 5% và cứ đứng mãi ở mức cuối cùng của dãy chỉ tiêu của nó. Phòng kinh doanh tiến hành các nghiệp vụ bán trên thị trường tự do để giữ cho lãi suất của vốn liên bang khỏi tụt xuống, và mức tăng trưởng của tiền tệ tụt xuống rất nhanh chóng, thực sự trở thành số âm vào đầu năm 1975. Rõ ràng là việc mức tăng trưởng tiền tệ tụt xuống mạnh như vậy trong khi nước Mỹ đang trải qua cuộc thu hẹp kinh tế tồi tệ của mình trong thời

kỳ sau chiến tranh là một sai lầm nghiêm trọng.

Sử dụng lãi suất vốn liên bang làm một chỉ tiêu hoạt động khuyến khích một chính sách tiền tệ chu kỳ, mặc dù Fed có sự tin tưởng ở chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ. Nếu Dự trữ Liên bang thực sự muốn đeo đuổi các chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ, thì hình như là kỳ lạ khi nó chọn một lãi suất kèm một chỉ tiêu hoạt động hơn là chọn một tổng lượng dự trữ. (Tuy nhiên, như Bài đọc thêm 20.1 chỉ rõ, có thể đạt được một sự kiểm soát hiệu quả hơn ngay khi một lãi suất được sử dụng làm một chỉ tiêu hoạt động)). Tại sao Fed lại chọn một lãi suất làm một chỉ tiêu hoạt động, đó là vì nó vẫn còn rất quan tâm đến với việc phải đạt được sự ổn định lãi suất và miễn cưỡng từ bỏ việc kiểm soát cái vận động của lãi suất. Việc không dung hòa được giữa phương pháp chính sách của Fed với ý định của nó là chi tiêu hóa các tổng lượng tiền tệ đã trở thành quá rõ vào tháng 10 năm 1979, khi

BÀI ĐỌC THÊM 20.1

Toàn cảnh

So sánh các phương pháp chính sách tiền tệ của Mỹ và của Nhật

Từ năm 1975 Ngân hàng Nhật, Ngân hàng trung ương của Nhật, đã tiến hành chính sách tiền tệ với những phương pháp hoạt động mà trên nhiều mặt giống với những phương pháp được Dự trữ Liên bang sử dụng tại Mỹ. Cũng như Fed trong thời kỳ 1970 - 1979, Ngân hàng Nhật đã ấn định các chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ và sử dụng lãi suất trên thị trường giữa các ngân hàng (nó có một chức năng giống như chức năng của thị trường vốn liên bang tại Mỹ) làm chỉ tiêu hoạt động hàng ngày của mình. Mặc dù nghiệp vụ thị trường tự do của Ngân hàng Nhật đóng một vai trò quan trọng trong việc ấn định lãi suất giữa các ngân hàng, nhưng chiết khấu được sử dụng tại Nhật nhiều hơn tại Mỹ: tại Nhật mức vay chiết khấu thường vượt quá mức của dự trữ bắt buộc, trong khi ở Mỹ thì mức vay chiết khấu ít hơn 5% tổng số dự trữ bắt buộc. Không giống như Fed, Ngân hàng Nhật kiểm soát hoàn toàn mức chiết khấu bởi vì nó quyết định mỗi ngân hàng mỗi ngày được vay bao nhiêu.

Mặc dù Ngân hàng Nhật sử dụng lãi suất làm chỉ tiêu hoạt động của mình giống

như Fed đã làm, nhưng điều đáng ngạc nhiên là nó thực hiện chính sách tiền tệ tốt hơn Fed. Từ năm 1975 có sự giảm xuống dần dần của việc tăng trưởng tiền tệ tại Nhật, và sự tăng trưởng tiền tệ tại Nhật ít thay đổi hơn tại Mỹ. Kết quả cuối cùng là tại Nhật, lạm phát giảm nhanh và tỷ lệ lạm phát bình quân thấp hơn. Những kết quả tốt đẹp đó về lạm phát được thực hiện với sự biến động ít hơn trong sản phẩm tại Nhật so với tại Mỹ. Thành công của chính sách tiền tệ của Nhật sử dụng lãi suất làm một chỉ tiêu hoạt động, ngược lại với sự không thành công tại Mỹ trong thời kỳ 1970 - 1979, khi mà Fed sử dụng một phương pháp hoạt động tương tự, gợi lên cho ta thấy rằng sử dụng lãi suất làm một chỉ tiêu hoạt động không nhất thiết là một trở ngại cho sự thành công của chính sách tiền tệ. Điều quan trọng hơn có thể là một cam kết mạnh mẽ về một tỷ lệ lạm phát thấp, một cái gì đó đúng với Ngân hàng Nhật sau 1975, nhưng lại không đúng lắm với Fed trong thời kỳ 1970 - 1979.

mà các phương pháp chính sách của Fed bị xem xét lại một cách nghiêm khắc.

Những phương pháp hoạt động mới của Fed :

Tháng 10 năm 1979 - tháng 10 năm 1982

Tháng 10 năm 1979, ngay sau khi Paul Volcker trở thành chủ tịch Hội đồng thống đốc (tháng 8/1979) Fed cuối cùng không nhấn mạnh vai trò lãi suất vốn liên bang như là một chỉ tiêu hoạt động bằng việc mở rộng khoảng cách chỉ tiêu của mình lên hơn năm lần : một khoảng cách điển hình có thể từ 10 đến 15%. Chỉ tiêu hoạt động đầu tiên là dự trữ không đi vay mà Fed sẽ ấn định sâu khi đánh giá khối lượng các khoản vay chiết khấu mà các ngân hàng sẽ vay. Hình 20.4 cho ta thấy cái gì đã xảy ra đối với lãi suất vốn liên bang và tỷ lệ tăng trưởng của cung tiền tệ M_1 trước và sau tháng 8/1979. Không có gì đáng ngạc nhiên, khi lãi suất vốn liên bang bị biến động nhiều hơn sau khi nó không được nhấn mạnh như là một chỉ tiêu hoạt động. Tuy nhiên điều ngạc nhiên là, việc không nhấn mạnh đến chỉ tiêu vốn liên bang đã không đưa đến việc cải thiện sự kiểm soát tiền tệ : sau tháng 10/1979, những biến động trong tỷ lệ tăng cung ứng tiền tệ tăng lên nhiều hơn là giảm đi như được mong đợi. Hơn nữa, Fed đã thiếu các khoảng cách chỉ tiêu M_1 của nó trong cả 3 năm của thời kỳ 1979 - 1982⁽⁴⁾ Cái gì trực trặc ở đây ?

Có thể có nhiều câu trả lời cho vấn đề này. Thứ nhất, nền kinh tế vấp phải nhiều cú sốc trong thời kỳ đó làm cho việc kiểm soát tiền tệ khó khăn hơn : việc đẩy nhanh cuộc cải tiến tài chính và bãi bỏ quy chế đưa thêm nhiều loại tiền gửi mới như tài khoản NOW vào cách đo lường tổng lượng tiền tệ ; việc kiểm soát tín dụng được đặt ra từ tháng 3 đến tháng 7 năm 1980, làm giảm mức tăng trưởng tín dụng tiêu dùng và tín dụng kinh doanh ; và các cuộc suy thoái liên tiếp nhau trong năm 1980 và 1981 - 1982⁽⁵⁾

(4) Các khoảng cách chỉ tiêu M_1 và tỷ lệ tăng trưởng thực tế từ 1980 đến 1982 như sau :

Năm	Khoảng cách	Tỷ lệ thực tế
1980	4,5 - 7,0	7,5
1981	6,0 - 8,5	5,1
1982	2,5 - 5,5	8,8

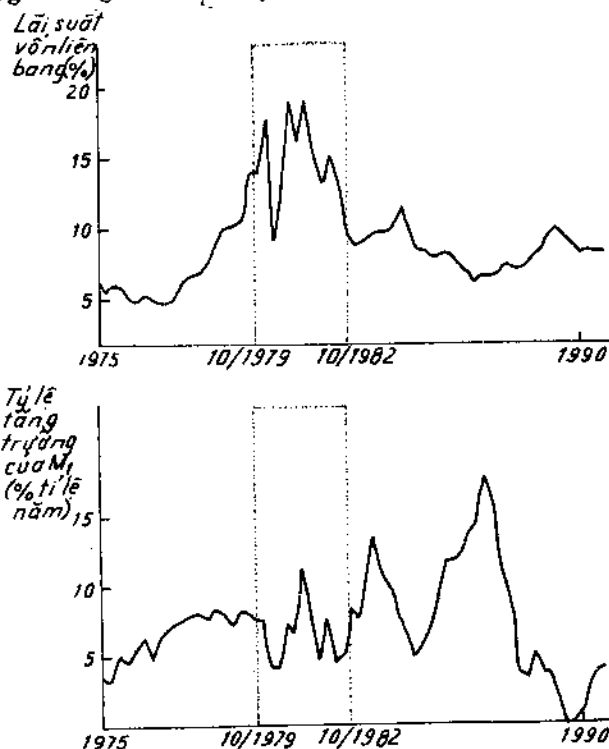
Nguồn : Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Mục tiêu của chính sách tiền tệ, 1989 - 1983.

(5) Một cách giải thích khác nhắm vào những khó khăn kỹ thuật của việc kiểm soát tiền tệ. Khi sử dụng chỉ tiêu hoạt động dự trữ không đi vay trong một hệ thống các dự trữ bắt buộc kéo dài, theo đó các dự trữ bắt buộc cho một tuần được tính toán trên cơ sở mức tiền gửi của hai tuần trước.

Lãi suất vốn liên bang (%)

Tỷ lệ tăng trưởng của M_1 (% tỷ lệ năm)



Hình 20.4. Lãi suất vốn liên bang và tỷ lệ tăng trưởng của cung ứng tiền tệ trước và sau 10/1979

Tuy nhiên một cách giải thích có tính thuyết phục hơn về tình trạng kiểm soát tiền tệ tồi là việc kiểm soát cung ứng tiền tệ chưa bao giờ là một ý định thực sự của sự thay đổi chính sách của Volcker. Mặc dù Volcker phát biểu về việc cần phải chỉ tiêu hóa các tổng lượng tiền tệ nhưng ông ta không có cam kết về những chỉ tiêu đó.

Hơn nữa ông ta không hề quan tâm đến việc sử dụng các biến động của lãi suất để loại bỏ lạm phát ra khỏi nền kinh tế. Lý do đầu tiên của Volcker về việc thay đổi phương pháp hoạt động của Fed là muốn rảnh tay để vận dụng lãi suất nhằm chống lại lạm phát. Từ bỏ các chỉ tiêu lãi suất là cần thiết nếu Volcker có thể nâng lãi suất lên rất cao khi mà yêu cầu phải làm cho nền kinh tế phát triển chậm lại để giảm lạm phát. Quan điểm chiến lược này của Volcker gợi cho ta ý nghĩ rằng việc Fed tuyên bố gắn bó với các chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ có thể là một màn khói để Fed khỏi bị chê trách về mức lãi suất cao do chính sách mới của

Fed gây nên.

Những biến động của lãi suất trong Hình 20.4 ủng hộ cho việc lý giải này về chiến lược của Fed. Sau lời công bố tháng 10 năm 1979, lãi suất ngắn hạn được đưa lên gần 5%, cho đến tháng 3 năm 1980 thì vượt quá 15%. Với việc đặt ra việc kiểm soát tín dụng tháng 3/1980 và việc giảm sút nhanh chóng GNP thực tế trong quý 2 năm 1980, Fed làm dịu đi chính sách của mình và cho phép lãi suất giảm xuống mạnh. Với thời kỳ khôi phục kinh tế bắt đầu từ tháng 7/1980, lạm phát tiếp tục dai dẳng, vẫn vượt tỷ lệ 10%. Do việc chống lạm phát vẫn chưa thành công, cho nên Fed lại siết chặt, đưa lãi suất ngắn hạn lên trên mức 15% lần thứ hai. Cuối cùng, cuộc suy thoái 1981 - 1982 với tình trạng giảm sút mạnh sản xuất và thất nghiệp cao bắt đầu làm cho lạm phát giảm xuống. Với việc tâm lý lạm phát rõ ràng bị tan vỡ, lãi suất được phép giảm xuống.

Chính sách chống lạm phát của Fed trong thời kỳ từ tháng 10/1979 đến tháng 10/1982 không có ý định cũng không muốn tạo nên sự tăng trưởng êm dịu của các tổng lượng tiền tệ. Thật vậy, những biến động lớn trong lãi suất và chu kỳ kinh tế, cùng với cải cách tài chính đã giúp cho việc tạo nên sự tăng trưởng tiền tệ dễ biến động.

Việc không nhấn mạnh đến các tổng lượng tiền tệ : Tháng 10 năm 1982 và sau đó

Tháng 10/1982, với tình hình lạm phát séc, Fed, thật ra, đã quay trở lại với chính sách lãi suất êm dịu. Fed làm việc này bằng cách ít nhấn mạnh hơn đến các chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ và chuyển sang coi dự trữ đi vay (vay bằng chiết khấu) như là một chỉ tiêu hoạt động. Để hiểu một chỉ tiêu dự trữ không đi vay tạo nên sự êm dịu của lãi suất, chúng ta hãy xem xét cái gì đã xảy ra khi kinh tế tăng trưởng ($Y \uparrow$) do đó lãi suất tăng lên. Lãi suất tăng lên ($i \uparrow$) làm tăng sự kích thích các ngân hàng đi vay Fed nhiều hơn, như vậy dự trữ đi vay tăng lên ($DL \uparrow$). Để tránh cho những dự trữ đi vay đó không tăng vượt quá mức chỉ tiêu, Fed phải hạ thấp lãi suất bằng cách mua trái khoán trên thị trường tự do để nâng giá trái khoán lên. Do đó kết quả của việc chỉ tiêu hóa dự trữ đi vay là Fed ngăn không cho lãi suất tăng. Tuy nhiên, làm như vậy thì việc Fed mua trên thị trường tự do làm tăng cơ sở tiền tệ ($MB \uparrow$) và dẫn đến tăng cung ứng tiền tệ ($M \uparrow$), điều này tạo nên liên kết tích cực của tiền tệ với thu nhập quốc dân ($Y \uparrow, M \uparrow$). Lược đồ là :

$$Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow DL \uparrow \rightarrow MB \uparrow \rightarrow M \uparrow$$

Suy thoái gây nên một dãy sự kiện ngược lại, như vậy chỉ tiêu dự trữ đi vay ngân không cho lãi suất giảm xuống và kết quả là cơ sở tiền tệ giảm xuống, dẫn đến cung tiền tệ giảm xuống ($Y \downarrow$ $M \downarrow$).

Việc không nhấn mạnh đến các tổng lượng tiền tệ và việc đổi sang một chỉ tiêu dự trữ đi vay được thấy rõ trong Hình 20.4. Ở đây chúng ta thấy lãi suất vốn liên bang biến động ít hơn sau tháng 10/1982, nhưng sự tăng trưởng của cung ứng tiền tệ vẫn tiếp tục biến động mạnh. Cuối cùng vào tháng 2/1987 Fed tuyên bố rằng nó cũng sẽ không ấn định các chỉ tiêu M_1 nữa. Việc từ bỏ các chỉ tiêu M_1 được bảo vệ dựa trên hai cơ sở. Thứ nhất bước đi nhanh chóng của việc cải cách và tháo gỡ những qui chế tài chính làm cho việc xác định và đo lường tiền tệ rất khó khăn. Thứ hai, có một sự rạn nứt trong mối quan hệ ổn định gói M_1 và hoạt động kinh tế (được bàn luận trong Chương 23). Hai lập luận này cho thấy rằng một tổng lượng tiền tệ như M_1 về lâu dài không thể là một người dẫn đường đáng tin cậy cho chính sách tiền tệ và hiện nay Fed nhằm vào M_2 nhiều hơn.

Việc Fed tiếp tục không nhấn mạnh đến các tổng lượng tiền tệ cho thấy rằng Fed đã quay trở lại với các phương pháp hoạt động làm mềm lãi suất mà, như chúng ta đã thấy, rất có thể gây nên việc tăng trưởng cung ứng tiền tệ theo chu kỳ trong tương lai.

Mối quan tâm quốc tế : 1985 và sau đó

Tầm quan trọng ngày càng tăng của thương mại quốc tế đối với nền kinh tế Mỹ đã gây sự quan tâm của quốc tế trước hết đến việc hoạch định chính sách của Dự trữ Liên bang trong những năm gần đây. Năm 1985, sức mạnh của đôla dẫn đến sức cạnh tranh của Mỹ với những nhà kinh doanh nước ngoài bị suy yếu đi. Trong các bản tuyên bố chính thức, Volcker và các quan chức khác của Fed đã nói rõ rằng đồng đôla là đã được định giá quá cao và cần phải được giảm giá xuống. Từ đây, như chúng ta sẽ thấy trong chương sau, chính sách bán hàng trưởng tiền tệ là một cách để giảm thấp giá trị của đôla, không có gì ngạc nhiên là Fed đã thiết kế sự tăng nhanh của tỷ lệ tăng trưởng của các tổng lượng tiền tệ trong năm 1985 và 1986 và giá trị đồng đôla đã giảm xuống. Năm 1987 những người hoạch định chính sách tại Fed đồng ý rằng đôla đã xuống giá đủ rồi và đủ vững chắc, sự tăng trưởng tiền tệ tại Mỹ bị chậm lại. Những hành động về chính sách tiền tệ đó của Fed được khuyến khích bởi quá trình **phối hợp chính sách quốc tế** (thỏa thuận giữa các nước hợp tác với nhau định ra các chính sách) sự phối hợp này dẫn đến Hiệp định Plaza năm 1985 và Hiệp định Louvre năm 1987 (xem

Bài đọc thêm 20.2). Sự quan tâm quốc tế rất có thể là một nhân tố chính trong việc tiến hành chính sách tiền tệ của Mỹ trong tương lai.

FED CÓ THỂ KIỂM SOÁT CUNG ỨNG TIỀN TỆ TỐT NHU THẾ NÀO ?

Việc xem xét của chúng ta về quá trình lịch sử của việc Fed tiến hành chính sách tiền tệ đưa đến một kết luận đáng buồn là Fed không có khả năng kiểm soát có hiệu quả cung ứng tiền tệ. Điều này có phải có nghĩa là Fed không thể kiểm soát được cung ứng tiền tệ chăng ? Một số nhà kinh tế, nhất là những người của

BÀI ĐỌC THÊM 20.2

Toàn cảnh

Hợp tác chính sách quốc tế

Thỏa thuận Plaza và Hiệp định Louvre

Năm 1985 sự giảm sút sức cạnh tranh của các công ty Mỹ do đồng đôla mạnh lên làm nảy sinh trong Quốc hội ý kiến hạn chế nhập khẩu. Sự hăm dọa hãn hộ này đối với hệ thống buôn bán quốc tế đã thúc đẩy các bộ trưởng tài chính và những người đứng đầu các ngân hàng trung ương của Nhóm (G.5) năm nước công nghiệp - Mỹ, Anh, Pháp, Đức và Nhật - đi đến một thỏa thuận tại khách sạn Plaza ở New York vào tháng 9 năm 1985, đưa giá trị đồng đôla giảm xuống. Từ tháng 9/1985 cho đến đầu năm 1987, giá trị của đồng đôla thực sự đã tụt xuống rất mạnh, giảm 35% bình quân so với các ngoại tệ. Tại điểm này, nổi lên cuộc tranh luận về việc sụt giá của đồng đôla, và một cuộc họp khác của những nhà hoạch định chính sách kinh tế của Nhóm G.5 cộng thêm Canada được tiến hành vào tháng 2 năm 1987 tại Viện bảo tàng Louvre ở Paris. Tại đó, các nhà hoạch định chính sách thỏa thuận rằng tỷ giá hối

doái phải được ổn định xung quanh mức hiện hành. Mặc dù giá trị của đồng đôla vẫn tiếp tục biến động đối với các đồng ngoại tệ sau Hiệp định Louvre, nhưng chiều hướng giảm xuống của đôla đã được chế ngự như dự định.

Bởi vì biến động của tỷ giá hối đoái gần như phù hợp khá nhiều với thỏa thuận Plaza và Hiệp định Louvre, cho nên những nỗ lực phối hợp chính sách quốc tế đó được coi là một thắng lợi. Tuy nhiên, những mặt khác của các hiệp định đó không được nhiều nước nghe theo. Ví dụ, các nhà hoạch định chính sách Đức và Nhật đồng ý là nước họ sẽ theo đuổi chính sách hành trưởng hơn nữa bằng việc tăng chi tiêu của chính phủ và giảm bớt thuế, trong khi Mỹ đồng ý cố gắng giảm thiểu hụt ngân sách của mình. Mỹ không đặc biệt thành công trong việc giảm thiểu hụt ngân sách, và Đức miễn cưỡng thực hiện chính sách hành trưởng do những mối lo về lạm phát.

Fed, cho rằng việc Fed thất bại trong việc kiểm soát cung ứng tiền tệ trong thời gian qua hàm ý là mục tiêu của nó đã không đạt được. Việc phân tích của chúng ta về quá trình cung ứng tiền tệ trong 6 chương cuối cùng làm cho chúng ta có thể tin phần nào vào nhận định đó. Bởi vì chúng ta đã thấy là có nhiều nhân tố nằm ngoài sự kiểm soát của Fed tác động đến cả cơ sở tiền tệ lẫn số nhân tiền tệ. Tuy nhiên, những chứng cứ dựa theo kinh nghiệm chứng minh cho mối liên hệ chặt chẽ giữa các nghiệp vụ thị trường tự do với cung ứng tiền tệ, gợi cho ta thấy rằng qua những thời kỳ dài hơn nữa - 6 tháng cho đến một năm - cung ứng tiền tệ có thể bị kiểm soát hoàn toàn chặt chẽ.

Nhiều nhà kinh tế lập luận rằng thất bại của Fed không kiểm soát được cung ứng tiền tệ trong thời gian qua sở dĩ xảy ra là vì, mặc dù có những lời tuyên bố ngược lại của Fed, Fed thực tế không muốn kiểm soát nó. Đặc biệt là Fed không tự nguyện cam kết về các phương pháp chính sách đảm bảo cho việc kiểm soát tốt hơn⁽⁶⁾. Họ nêu lên rằng Fed có thể đạt được những kết quả tốt hơn nhiều nếu nó muốn làm hai việc sau : (1) ràng buộc lãi suất chiết khấu vào với một lãi suất thị trường để giảm bớt những biến động không muốn có trong khối lượng cho vay chiết khấu và (2) nhằm ít hơn vào việc ổn định lãi suất và nhiều hơn vào việc kiểm soát cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ. Có một số chứng cứ cho thấy rằng các phương pháp chính sách sử dụng những ý kiến này có thể đưa đến kết quả là cái thiện rất nhiều việc kiểm soát tiền tệ ngay cả trong những thời hạn ngắn (như 3 tháng chẳng hạn).

TÓM TẮT

1. Có 6 mục tiêu cơ bản của chính sách tiền tệ : việc làm cao, tăng trưởng kinh tế, ổn định giá cả, ổn định lãi suất, ổn định thị trường tài chính, và ổn định thị trường ngoại hối.

2. Bằng việc sử dụng các chỉ tiêu trung gian và chỉ tiêu hoạt động, Fed có thể phán đoán nhanh chóng hơn là những chính sách

của mình có đi đúng đường hay không và tiến hành những sửa chữa giữa chừng, hơn là chờ một thời gian dài hơn cho đến khi nó nhìn thấy được kết quả cuối cùng của các chính sách của mình về những mục tiêu như việc làm và giá cả. Các công cụ chính sách của Fed tác động trực tiếp đến các chỉ tiêu hoạt động của mình, những chỉ tiêu hoạt động

(6) Có thể có một lý lẽ nữa là các phương pháp chính sách : như vậy sẽ làm cho Fed càng phải chịu trách nhiệm nhiều hơn về những hành động của mình, một cái gì đó mà thuyết ứng xử hành chính nêu lên là Fed có thể muốn tránh.

này đến lượt mình lại tác động đến các chỉ tiêu trung gian, những chỉ tiêu trung gian này, đến lượt mình lại tác động đến các mục tiêu.

3. Bởi vì lãi suất và các chỉ tiêu tổng lượng tiền tệ không dung hòa được với nhau, nên Fed phải chọn một trong hai cái dựa trên việc sử dụng ba tiêu chuẩn: có thể đo lường được, có thể kiểm soát được, và có khả năng tác động đoán trước được đến các biến số của các mục tiêu. Điều không may là những tiêu chuẩn này không thiết lập trường hợp áp đảo của một hệ thống chỉ tiêu này so với một hệ thống chỉ tiêu khác.

4. Việc kiểm soát của chúng ta về quá trình lịch sử của việc Fed tiến hành chính sách tiền tệ, gợi cho ta thấy rằng Fed không

có khả năng kiểm soát có hiệu quả cung ứng tiền tệ.

5. Một số nhà kinh tế chủ trương rằng quá trình lịch sử chỉ cho thấy rằng Fed không thể kiểm soát được cung ứng tiền tệ, trong khi những nhà kinh tế khác chủ trương rằng Fed nhất định có thể kiểm soát tốt hơn cung ứng tiền tệ nếu nó muốn.

Chúng cứ dựa trên kinh nghiệm chứng minh cho mối liên hệ chặt chẽ giữa các nghiệp vụ thị trường tự do với cung ứng tiền tệ, nêu lên ý kiến là qua những thời gian dài hạn, chẳng hạn như 6 tháng cho đến một năm, cung ứng tiền tệ có thể bị kiểm soát hoàn toàn có hiệu quả.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. "Thất nghiệp là một điều không tốt và chính phủ phải làm mọi nỗ lực để thủ tiêu nó". Bạn có đồng ý không? Hãy giải thích.

2. Hãy phân loại những cái sau đây thành hoặc là các chỉ tiêu hoạt động hoặc là các chỉ tiêu trung gian và giải thích lý do của cách phân loại của bạn.

a) Lãi suất trái phiếu Kho bạc kỳ hạn 3 tháng.

b) Cơ sở tiền tệ.

c) M_2

*3. Trả lời đúng, sai, hoặc không rõ: "Nếu cấu tiền tệ không biến động thì Fed có

thể theo đuổi đồng thời chỉ tiêu cung ứng tiền tệ và chỉ tiêu lãi suất".

4. Nếu Fed có một chỉ tiêu lãi suất, tại sao một sự tăng lên trong cấu tiền tệ dẫn đến một sự tăng lên trong cung tiền tệ?

*5. Những phương pháp nào Fed có thể dùng để kiểm soát lãi suất trái phiếu kho bạc kỳ hạn 3 tháng? Tại sao việc kiểm soát lãi suất này ngụ ý là Fed sẽ mất sự kiểm soát đối với cung ứng tiền tệ?

6. So sánh cơ sở tiền tệ M_1 trên cơ sở tính kiểm soát được và tính có thể đo lường được. Bạn thích cái nào làm chỉ tiêu trung gian? Tại sao?

*7. Lãi suất đo được chính xác và nhanh

chóng hơn là cung ứng tiền tệ. Vì vậy một lãi suất được chuồng hơn là cung ứng tiền tệ để làm một chỉ tiêu trung gian". Bạn có đồng ý không ? Hãy giải thích.

8. Hãy giải thích tại sao việc lãi suất chiết khấu tăng lên trong năm 1920 dẫn đến sự sụt mạnh của cung ứng tiền tệ.

*9. Tại sao sự thất bại của Fed trong việc thực hiện vai trò của mình là người cho vay cuối cùng góp phần vào việc giảm sút cung ứng tiền tệ trong thời kỳ 1930 - 1933 ?

10. Dự trữ vượt quá thường được gọi là dự trữ nhàn rỗi, gợi ý rằng nó không có ích lợi gì. Thời kỳ dự trữ hầu hoặc tăng lên trong năm 1930 - 1937 có chỉ cho thấy nhận định đó là đúng không ?

*11. Khi nền kinh tế đi vào suy thoái, chỉ tiêu dự trữ tự do hoặc chỉ tiêu lãi suất sẽ dẫn đến tỷ lệ tăng trưởng cung ứng tiền tệ chậm hơn". Hãy giải thích tại sao ý kiến này

là đúng. Điều đó nói lên cái gì về việc sử dụng dự trữ tự do hoặc lãi suất làm chỉ tiêu ?

12. "Sự thất bại của Fed trong việc kiểm soát cung ứng tiền tệ trong những năm 1970 và 1980 nói lên rằng Fed không có khả năng kiểm soát cung ứng tiền tệ". Bạn có đồng ý không ? Tại sao có hoặc, tại sao không ?

*13. Cái nào có lẽ là đúng hơn gây nên những biến động nhỏ hơn trong lãi suất vốn liên bang, chỉ tiêu dự trữ không đi vay hoặc chỉ tiêu dự trữ đi vay ? Tại sao ?

14. Thái độ của ngân hàng và thái độ của Fed có thể làm cho sự tăng trưởng của cung ứng tiền tệ có tính chu kỳ như thế nào (tăng lên trong giai đoạn phồn vinh và giảm xuống trong giai đoạn tiêu điều) ?

*15. Tại sao Fed có thể nói rằng nó muốn kiểm soát cung ứng tiền tệ, nhưng trên thực tế, nó không làm việc này một cách nghiêm túc ?

Phần VI

TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

CHƯƠNG 21

Thị trường ngoại hối

LỜI DẪN

Trong những năm gần đây, số người Mỹ đi du lịch ra nước ngoài ít hơn là trong những năm đầu cho đến giữa của thập kỷ 80. Việc giảm sút đi du lịch ra nước ngoài xảy ra không phải vì người Mỹ đột nhiên mất sự ham thích đi phiêu lưu ở nước ngoài. Việc giảm sút này xảy ra vì đồng đôla Mỹ tính ra ngoại tệ bị giảm giá trị, điều này làm cho việc đi ra nước ngoài trở thành tốn kém hơn.

Giá cả của một đồng tiền tính ra một đồng tiền khác gọi là **tỷ giá hối đoái**. Nó tác động đến nền kinh tế và cuộc sống hàng ngày của chúng ta bởi vì khi đôla Mỹ trở thành ít giá trị hơn trong tương quan với các đồng ngoại tệ, thì hàng hóa nước ngoài và đi du lịch ra nước ngoài trở thành đắt hơn. Khi đồng đôla tăng lên về giá trị, thì hàng hóa nước ngoài và du lịch ra nước ngoài trở thành rẻ hơn. Chúng ta bắt đầu việc nghiên cứu của chúng ta về tài chính quốc tế bằng việc xem xét thị trường ngoại hối mà tại đây các tỷ giá hối đoái được xác định.

Trong những năm 1980, tỷ giá rất dễ biến động. Như được chỉ ra trong Bảng 21.1 từ đầu năm 1980 đến năm 1985, đồng đôla mạnh lên và giá trị của nó tương quan với nhiều đồng tiền khác tăng lên rất mạnh - 100% đối với đồng bảng Anh, 90% đối với đồng mác Tây Đức, và 75% đối với đồng frang Thụy Sĩ. Từ đầu năm 1985 đến cuối năm 1990 đồng đôla suy yếu đi và giảm đi về giá trị so với các đồng

tiền khác - 50% đối với đồng yên Nhật, 55% đối với đồng mác Tây Đức, và 55% đối với đồng frăng Thụy Sĩ. Những nhân tố nào giải thích sự mạnh lên trước đó và sự yếu đi sau này của đôla, làm cho hàng ngoại đắt hơn lên từ 1985 và làm cho việc đi du lịch ra nước ngoài không kinh tế ? Tại sao tỷ giá lại dễ biến động như vậy từ ngày này sang ngày khác ?

Để trả lời những câu hỏi này, chúng tôi trình bày một cách nhìn mới về cách xác định tỷ giá, nó giải thích cách xử thế hiện nay trên thị trường ngoại hối. Cũng trong chương này và chương sau chúng ta xem xét các giao dịch tài chính quốc tế được tiến hành như thế nào và có những tác động nào đến nền kinh tế Mỹ nói chung và đến việc tiến hành chính sách tiền tệ nói riêng.

THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

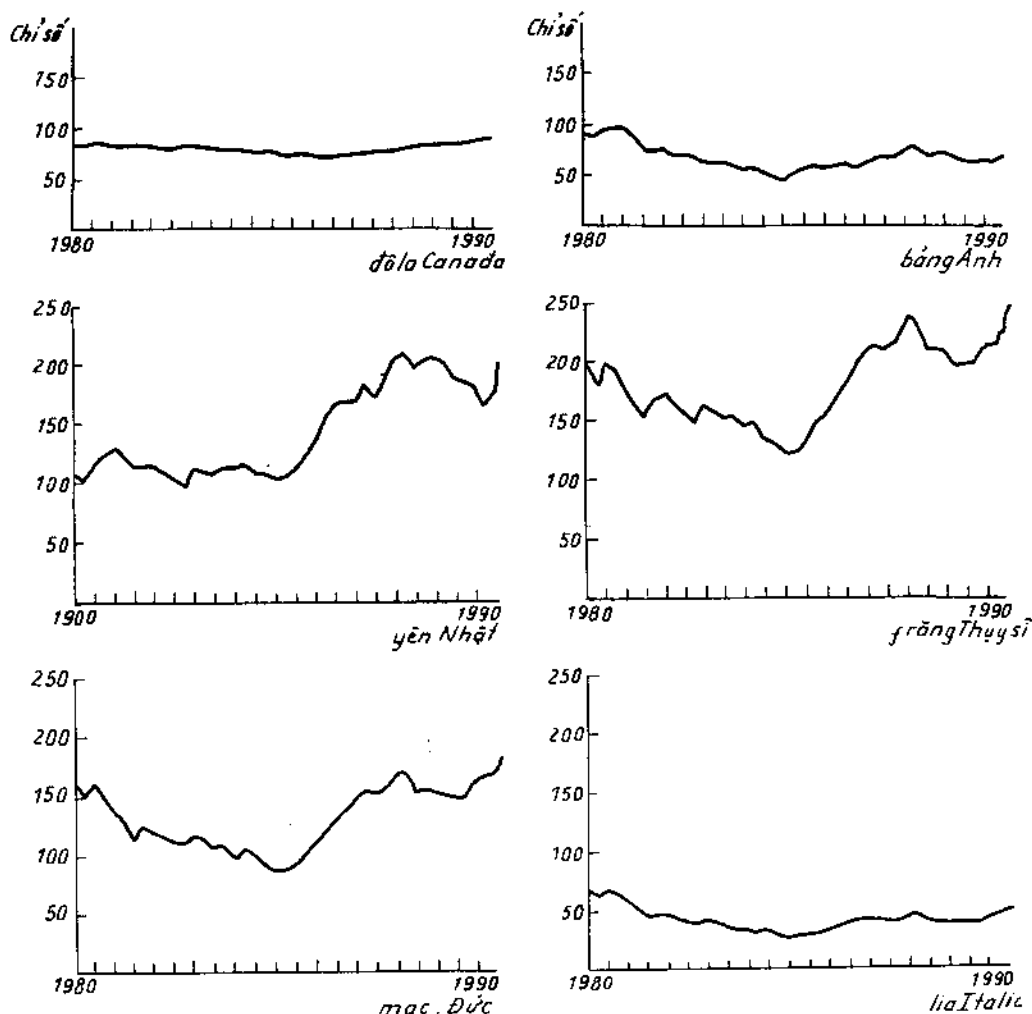
Hầu hết các nước trên thế giới đều có đồng tiền của mình : Mỹ có đồng đôla ; Pháp có đồng frăng ; Brazil đồng curzeiro ; và Ấn Độ có đồng rupi. Buôn bán giữa các nước dẫn đến việc trao đổi các đồng tiền khác nhau (hoặc thông dụng hơn là tiền gửi ngân hàng ghi bằng đồng tiền khác nhau), đồng này đổi lấy đồng kia. Khi một hãng Mỹ mua hàng hóa, dịch vụ hoặc tài sản tài chính của nước ngoài, chẳng hạn, thì đôla Mỹ (điển hình là các khoản tiền gửi ngân hàng ghi bằng đôla Mỹ) phải được đổi ra ngoại tệ (tiền gửi ngân hàng ghi bằng ngoại tệ).

Việc mua bán tiền và tiền gửi ngân hàng ghi bằng những đồng tiền riêng biệt được tiến hành tại thị trường ngoại hối. Khối lượng của những giao dịch này chỉ riêng tại Mỹ trung bình là trên 100 tỷ đôla hàng ngày. Các giao dịch tiến hành trên thị trường ngoại hối xác định tỷ giá, theo đó các đồng tiền được đổi với nhau đồng tiền này ra đồng tiền khác, đồng tiền khác này, đến lượt mình xác định giá mua hàng hóa và tài sản tài chính nước ngoài.

Tỷ giá là gì ?

Có hai loại giao dịch tỷ giá : Loại giao dịch nhiều nhất gọi là **giao dịch giao ngay** kéo theo việc trao đổi ngay (mặc dù phải mất hai ngày để thực hiện việc trao đổi) các khoản tiền gửi ngân hàng. **Giao dịch kỳ hạn** kéo theo việc trao đổi các khoản tiền gửi ngân hàng vào một ngày tương lai xác định.

Khi một đồng tiền tăng lên về giá trị, là nó **tăng giá** ; khi một đồng tiền giảm xuống về giá trị và trị giá ít đôla hơn, là nó bị **sụt giá**. Ví dụ, đầu năm 1980, đồng franc Pháp trị giá 25 xu, và ngày 4/4/1991, nó trị giá 17,7 xu. Đồng franc **đã sụt giá** 30%. Ngược lại, chúng ta có thể nói rằng đồng đôla Mỹ **tăng giá** 40%.



Hình 21.1. Tỷ giá : 1980 - 1990. Giá cả đồng đôla của một số ngoại tệ chọn lọc bình quân hàng tháng (chỉ số : 3/1973 = 100). Lưu ý rằng một sự giảm xuống trong những khoảng cách ấy có nghĩa là một sự mạnh lên của đôla, và một sự tăng lên chỉ ra sự suy yếu đi của đôla.

Tại sao tỷ giá là quan trọng ?

Tỷ giá là quan trọng vì nó tác động đến giá cả tương đối của hàng hóa trong nước và hàng hóa nước ngoài. Giá tính bằng đôla của hàng Pháp đối với một người Mỹ được xác định bởi liên tác động của hai nhân tố : (1) giá cả của hàng Pháp tính bằng franc và (2) tỷ giá franc/đôla.

Ví dụ, giả định rằng một người Mỹ, ông Wanda nghiện rượu, quyết định mua một chai rượu vang Chateau Lafite Rothschild loại sản xuất năm 1961 (một năm rất tốt) để bổ sung vào hầm rượu vang của mình. Nếu giá bằng franc của chai vang là 2000 franc và tỷ giá là 0,17748 đôla mỗi franc, thì chai vang sẽ có giá đối với Wanda là 355 đôla ($= 2000 \text{ franc} \times 0,17748$). Bây giờ giả định Wanda để chậm việc mua của mình trong hai tuần, vào lúc đó tỷ giá của franc Pháp đã tăng lên là 0,20 đôla mỗi franc. Nếu giá nội địa của chai Lafite Rothschild vẫn là 2000 franc, thì giá của nó bằng đôla sẽ tăng từ 355 đôla lên 400 đôla.

Tuy nhiên, cùng một sự việc tăng giá như vậy lại làm cho giá hàng ngoại tại nước đó rẻ hơn. Với một tỷ giá 0,17748 đôla mỗi franc thì một máy tính Apple giá 2000 đôla tốn cho người lập chương trình máy tính Claude hết 11.269 franc ; nếu tỷ giá tăng lên là 0,20 đôla mỗi franc thì giá của máy tính chỉ là 10.000 franc.

Một sự sụt giá của franc sẽ làm giá hàng của Pháp tại Mỹ giảm xuống, nhưng lại làm tăng giá hàng Mỹ tại Pháp. Nếu đồng franc tụt giá xuống 0,100 đôla, thì chai rượu Lafite Rothschild của Wanda chỉ tốn cho anh ta có 200 đôla thay vì 355 đôla trong khi máy tính Apple sẽ tốn cho Claude 20.000 franc chứ không phải 11.269.

Cách lập luận như vậy đưa đến kết luận : *Khi đồng tiền của một nước tăng giá (tăng trị giá so với các đồng tiền khác) thì hàng hóa của nước đó tại nước ngoài trở thành đắt hơn và hàng hóa nước ngoài tại nước đó trở thành rẻ hơn (giá nội địa tại hai nước giữ nguyên). Ngược lại, khi đồng tiền của một nước sụt giá, hàng hóa của nước đó tại nước ngoài trở thành rẻ hơn trong khi hàng hóa nước ngoài tại nước đó trở thành đắt hơn.*

Một việc tăng giá của một đồng tiền có thể làm cho những nhà sản xuất nước đó khó khăn trong việc bán hàng của họ ở nước ngoài và có thể tăng sự cạnh tranh của hàng nước ngoài tại nước mình bởi vì giá nó giảm đi. Từ 1980 đến đầu 1985, việc tăng giá đồng đôla làm thiệt hại các ngành công nghiệp Mỹ. Ví dụ, công nghiệp thép của Mỹ bị thiệt hại không phải là chỉ do việc bán ở nước ngoài

thép Mỹ với giá đắt hơn bị giảm xuống, mà còn do việc bán thép giá tương đối rẻ hơn của nước ngoài tại Mỹ tăng lên. Mặc dù việc nâng giá đôla Mỹ làm thiệt hại một số nhà kinh doanh trong nước, nhưng những người tiêu dùng Mỹ được lợi, bởi vì hàng ngoại rẻ đi hơn. Máy video cassette và máy ảnh của Nhật và giá đi nghỉ châu Âu giảm giá là kết quả của đồng đôla vững mạnh.

Ngoại hối được mua bán như thế nào ?

Bạn không thể đến một nơi tập trung để xem người ta xác định tỷ giá ; các đồng tiền không được mua bán tại các sở giao dịch như Thị trường giao dịch chứng khoán New York. Thay vào đó thị trường ngoại hối được tổ chức thành một thị trường qua tay, tại đó hàng trăm nhà kinh doanh (đa số là ngân hàng) sẵn sàng mua và bán các khoản tiền gửi ghi bằng ngoại tệ. Bởi vì những nhà kinh doanh này thường xuyên tiếp xúc với nhau bằng điện thoại và máy tính, nên thị trường rất cạnh tranh ; thực sự thì nó hoạt động không khác gì trên một thị trường tập trung.

Một điều cần chỉ ra là khi các ngân hàng, các công ty và chính phủ nói về mua và bán tiền trên thị trường ngoại hối, không phải là họ nắm một nắm giấy bạc đôla và bán lấy tiền giấy bằng Anh, hơn nữa phần lớn giao dịch là mua và bán tiền gửi ngân hàng ghi bằng các đồng tiền khác nhau. Như vậy, khi chúng ta nói một ngân hàng mua bán đôla trên thị trường ngoại hối, cái mà thực sự chúng ta muốn nói là ngân hàng mua tiền gửi *ghi bằng đôla*.

Mua bán trên thị trường ngoại hối là những giao dịch trị giá trên 1 triệu đôla. Thị trường mà đã xác định các tỷ giá được ghi trong các bản tin tức tài chính không phải là nơi mà người ta mua ngoại tệ để đi du lịch ra nước ngoài. Thay vào đó, chúng ta mua ngoại tệ tại thị trường bán lẻ của những người buôn tiền như American Express hoặc của các ngân hàng. Vì giá bán lẻ cao hơn giá bán buôn, cho nên khi chúng ta mua ngoại hối, chúng ta được đơn vị ngoại tệ cho mỗi đôla ít hơn tỷ giá ghi trên bảng.

TỶ GIÁ DÀI HẠN

Cũng giống như giá cả bất kỳ hàng hóa hay tài sản nào trên một thị trường tự do, tỷ giá được xác định bởi tác động của cung và cầu. Để đơn giản hóa việc phân

tích của chúng ta về tỷ giá trên một thị trường tự do, chúng ta sẽ chia nó thành hai phần. Thứ nhất, chúng ta xem xét tỷ giá được xác định như thế nào trong thời hạn dài, sau đó chúng ta sử dụng những hiểu biết về những yếu tố quyết định về dài hạn của tỷ giá để giúp chúng ta hiểu tỷ giá được xác định như thế nào trong thời gian ngắn.

Quy luật một giá

Điểm xuất phát để hiểu tỷ giá được xác định như thế nào là một quan niệm đơn giản gọi là **quy luật một giá** được biểu thị như sau : nếu hai nước sản xuất một hàng hóa y như nhau, thì giá cả của hàng hóa đó sẽ như nhau trên toàn thế giới, không có vấn đề là nước nào sản xuất ra nó. Giả định là thép Mỹ giá 100 đôla mỗi tấn và thép Nhật giá 10.000 yên mỗi tấn và thép giống như nhau. Quy luật một giá cho biết rằng tỷ giá giữa yên và đôla phải là 100 yên mỗi đôla (0,01 đôla mỗi yên) để cho một tấn thép Mỹ bán được với giá 10.000 yên tại Nhật (giá của thép Nhật) và một tấn thép Nhật bán được với giá 100 đôla tại Mỹ. Nếu tỷ giá là 200 yên/dôla thì thép Nhật sẽ phải bán với giá 50 đôla mỗi tấn tại Mỹ hoặc kém hơn 50 đôla so với giá thép Mỹ, trong khi đó thì thép Mỹ sẽ bán với giá 20.000 yên mỗi tấn tại Nhật (10.000 yên nhiều hơn thép Nhật). Bởi vì thép Mỹ sẽ đắt hơn thép Nhật tại cả hai nước và lại giống hoàn toàn như thép Nhật, cho nên câu về thép Mỹ sẽ tiến đến số không. Giả định với một giá cố định bằng đôla của thép Mỹ thì số cung vượt quá của thép Mỹ, do việc đó gây nên sẽ bị triệt tiêu chỉ khi nào tỷ giá sụt xuống bằng 100 yên/dôla làm cho giá thép Mỹ ngang với giá thép Nhật tại cả hai nước.

Thuyết ngang giá sức mua (PPP)

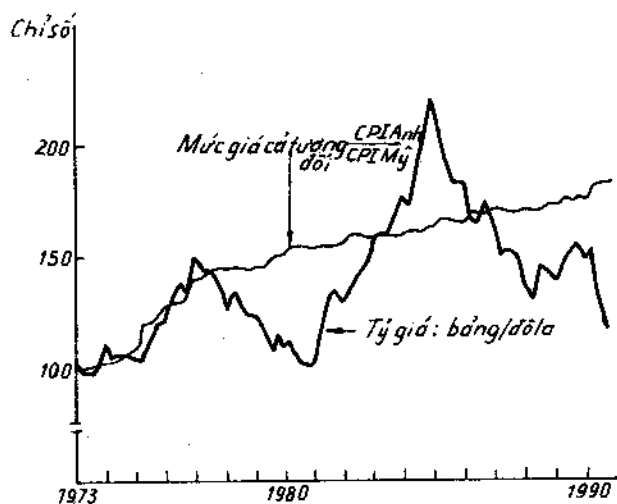
Một trong những thuyết nổi bật về việc tỷ giá được xác định như thế nào là **thuyết ngang giá sức mua** (theory of purchasing power parity - PPP). Thuyết đó phát biểu rằng tỷ giá giữa bất kỳ hai đồng tiền nào sẽ điều chỉnh để phản ánh những thay đổi trong mức giá cả của hai nước. Thuyết PPP chỉ là sự áp dụng của quy luật một giá vào mức giá cả của hai nước chứ không phải là vào giá cả cá nhân. Giả định giá bằng yên của thép Nhật tăng 10% (lên đến 11.000 yên) so với giá bằng đôla của thép Mỹ (không thay đổi, ở mức 100 đôla). Để cho quy luật một giá có hiệu lực, thì tỷ giá phải tăng lên đến 110 yên/dôla, một mức tăng giá 10% của đôla. Áp dụng quy luật một giá vào các mức giá cả tại hai nước tạo nên thuyết ngang giá sức mua, thuyết này quả quyết rằng nếu *mức giá* của Nhật

tăng lên 10% so với mức giá của Mỹ, thì đôla sẽ tăng giá 10%.

Như ví dụ về Mỹ/Nhật của chúng ta đã chứng minh, thuyết PPP nêu lên rằng mức giá của một nước tăng lên so với mức giá của nước khác, thì đồng tiền của nó sẽ phải sụt giá (đồng tiền của nước kia sẽ tăng giá). Như chúng ta có thể thấy trong Hình 21.2, dự đoán này được xác nhận trong thời hạn dài từ 1973 đến 1990, mức giá của Anh tăng 75% so với mức giá của Mỹ, và như thuyết PPP dự đoán, đôla đã tăng giá, mặc dù ở mức tăng 40%, một số nhỏ hơn mức tăng 75% theo dự đoán của PPP.

Một mặt khác, cùng hình đó chỉ ra, thuyết PPP thường có ít khả năng đoán trước trong thời hạn ngắn.

Từ đầu 1985 đến cuối 1987, chẳng hạn, mức giá cả ở Anh tăng lên so với mức giá cả ở Mỹ. Thay vì tăng giá như thuyết PPP dự đoán, đôla Mỹ thực tế lại giảm giá 40%. Như vậy, mặc dù thuyết PPP cung cấp cho ta một số hướng dẫn về sự vận động về lâu dài của tỷ giá, nhưng nó không được hoàn hảo và trong thời hạn ngắn thì nó là một người dự đoán đặc biệt tồi. Thuyết PPP không phải lúc nào cũng dự đoán tốt được, điều đó nói lên cái gì?



Hình 21.2. Ngang giá sức mua: Mỹ/Anh 1973-1990

(Chỉ số: 3/1973 = 100)

Tại sao thuyết ngang giá sức mua không thể giải thích đầy đủ được tỷ giá. Kết luận của thuyết PPP rằng tỷ giá hối đoái chỉ do những thay đổi trong mức giá cả tương đối quyết định nằm trong giả thiết là mọi hàng hóa đều giống y nhau tại cả hai nước. Khi giả thiết đó đúng, thì quy luật một giá quy định rằng giá cả tương đối của tất cả các hàng hóa (tức là, mức giá cả tương đối giữa hai nước) sẽ quyết định tỷ giá. Giả thiết rằng hàng hóa là hoàn toàn giống nhau không phải là quá vô lý trong trường hợp đối với thép Mỹ và thép Nhật, nhưng đó có phải là một giả thiết hợp lý không đối với xe ô tô Mỹ và Nhật? Một chiếc xe

Toyota có ngang bằng với một chiếc xe Chevrolet không ?

Bởi vì các xe Toyota và Chevy đương nhiên là không giống như nhau, nên giá cả của chúng cũng không ngang bằng nhau. Xe Toyota có thể đắt hơn tương đối so với xe Chevy và cả người Mỹ lẫn người Nhật vẫn sẽ mua xe Toyota. Bởi vì quy luật một giá không phải có hiệu lực đối với mọi hàng hóa, một sự tăng giá của xe Toyota tương đối so với xe Chevy không nhất thiết có nghĩa là đồng yên phải sụt giá bằng với mức tăng giá cả tương đối của xe Toyota so với xe Chevy.

Thuyết PPP, hơn thế nữa, không tính đến việc nhiều hàng hóa và dịch vụ (mà giá cả của chúng được bao gồm vào trong một giới hạn của mức giá cả của một nước) không được mua bán qua biên giới. Nhà cửa, đất đai và dịch vụ như thức ăn của nhà hàng, cắt tóc và dạy đánh gôn không phải là hàng buôn bán. Như vậy, mặc dù ngay cả khi giá cả của những mặt hàng đó có thể tăng lên và dẫn đến một mức giá cả cao hơn so với mức giá cả của nước khác, thì cũng có rất ít tác động trực tiếp đến tỷ giá.

Nhân tố tác động đến tỷ giá về dài hạn

Việc phân tích của chúng ta cho thấy mức giá cả tương đối cũng như các nhân tố bổ sung tác động đến tỷ giá. Về dài hạn có 4 nhân tố chính sau : (1) mức giá cả tương đối ; (2) thuế quan và cò-ta ; (3) ưu đãi đối với hàng nội hơn hàng ngoại; và (4) năng suất lao động. Chúng ta sẽ xem xét mỗi nhân tố đó tác động đến tỷ giá như thế nào, các nhân tố khác giữ yên không thay đổi.

Lập luận cơ bản theo những hướng sau đây : bất kỳ cái gì làm tăng cầu về hàng nội so với hàng ngoại đều có xu hướng làm tăng giá trị đồng nội tệ bởi vì hàng nội sẽ tiếp tục được bán tốt ngay cả khi giá trị của đồng nội tệ tăng lên cao hơn : tương tự như vậy, bất kỳ cái gì làm tăng cầu về hàng ngoại so với hàng nội đều có xu hướng làm giảm giá trị đồng nội tệ bởi vì hàng nội sẽ chỉ tiếp tục được bán tốt nếu giá trị đồng nội tệ xuống thấp hơn.

Mức giá cả tương đối. Theo thuyết PPP, khi giá hàng Mỹ tăng (giá hàng ngoại giữ yên), thì cầu về hàng Mỹ giảm xuống và đồng đôla có xu hướng giảm giá để cho hàng Mỹ có thể vẫn bán được tốt. Mặt khác, nếu giá hàng Nhật tăng lên, sao cho giá tương đối của hàng Mỹ giảm xuống, thì cung về hàng Mỹ tăng lên và đồng đôla có xu hướng tăng giá bởi vì hàng Mỹ sẽ tiếp tục được bán tốt ngay cả với giá trị cao hơn của đồng nội tệ. *Về lâu dài, một sự tăng lên mức*

giá của một nước (tương đối so với mức giá nước ngoài) làm cho đồng tiền của nước đó giảm giá, trong khi một sự giảm xuống của mức giá tương đối của một nước làm cho đồng tiền của nước đó tăng giá.

Thuế quan và cô-ta. Những hàng rào ngăn cản tự do buôn bán như thuế quan (thuế hàng nhập) và cô-ta (những hạn chế về số lượng hàng ngoại có thể được nhập khẩu) có thể tác động đến tỷ giá. Giả dụ Mỹ áp đặt một loại thuế hoặc một cô-ta đối với thép của Nhật. Những hàng rào này làm tăng cầu về thép Mỹ, và đồng đô-la có xu hướng tăng giá bởi vì thép Mỹ sẽ tiếp tục được bán tốt, ngay cả với một trị giá cao hơn của đồng đô-la. **Thuế quan và cô-ta về lâu dài làm cho đồng tiền của một nước tăng giá.**

Ưa thích hàng nội so với hàng ngoại. Nếu sự ham thích của người Nhật đối với hàng Mỹ tăng lên, chẳng hạn như cam Florida và phim của Mỹ, thì cầu về hàng Mỹ (xuất) tăng lên làm tăng giá đồng đô-la bởi vì hàng Mỹ sẽ tiếp tục được bán tốt, ngay cả với giá trị cao hơn của đô-la. Cũng như vậy, nếu người Mỹ quyết định rằng họ thích xe Nhật hơn xe Mỹ, thì cầu về hàng Nhật (nhập) tăng lên làm cho giảm giá đồng đô-la. **Cầu đối với hàng xuất của một nước tăng lên về lâu dài làm cho đồng tiền của nước đó tăng giá trong khi cầu về hàng nhập tăng lên làm cho đồng tiền của nước đó giảm giá.**

Năng suất lao động. Nếu năng suất lao động của một nước cao hơn các nước khác, thì những nhà kinh doanh trong nước đó có thể hạ giá hàng nội tương đối so với hàng ngoại và vẫn thu được lãi. Kết quả cầu về hàng nội tăng lên và đồng nội tệ có xu hướng tăng giá bởi vì hàng nội sẽ tiếp tục được bán tốt với một trị giá cao hơn của đồng nội tệ. Mặt khác nếu năng suất lao động của nước đó kém hơn các nước khác, thì hàng hóa nước đó trở thành tương đối đắt hơn và đồng tiền của nó có xu hướng giảm giá. **Về lâu dài, do năng suất lao động của một nước cao hơn tương đối so với các khác, nên đồng tiền của nước đó tăng giá.⁽¹⁾**

(1). Một nước có thể bị đến nỗi một sự thay đổi trong năng suất lao động hoặc trong sự ham thích hàng nội hơn hàng ngoại sẽ không có tác động đến giá cả của những hàng đó tương đối với hàng ngoại. Trong trường hợp này, những thay đổi trong năng suất lao động hoặc những thay đổi trong ham thích hàng nội hơn hàng ngoại tác động đến thu nhập của nước đó, nhưng không nhất thiết sẽ tác động đến giá trị của đồng tiền. Trong phân tích của chúng ta, chúng ta giả thiết rằng những nhân tố đó tác động đến giá cả tương đối và do đó đến tỷ giá.

Hướng dẫn nghiên cứu

Cần nhớ thủ thuật như sau để hình dung được một nhân tố có tác động gì về lâu dài đến tỷ giá là : *Nếu một nhân tố làm tăng cầu về hàng nội tương đối so với hàng ngoại, thì đồng nội tệ sẽ tăng giá, trong khi nếu một nhân tố làm giảm cầu tương đối về hàng nội, thì đồng nội tệ sẽ giảm giá.* Hãy xem điều này hoạt động như thế nào bằng cách giải thích cái gì xảy đến cho tỷ giá khi một nhân tố ghi trong Bảng 21.1 giảm xuống hơn là tăng lên.

Thuyết dài hạn của chúng ta về cách vận động của tỷ giá được tóm tắt trong Bảng 21.1. Chúng ta sử dụng quy ước là tỷ giá (E) được yết làm sao cho một sự tăng giá của đồng tiền tương ứng với một sự tăng lên của tỷ giá. Trong trường hợp của Mỹ, điều này có nghĩa là chúng ta yết tỷ giá theo cách một đôla ăn một số đơn vị tiền tệ nước ngoài (yên/dôla)⁽²⁾.

Bảng 21.1. Tóm tắt : Nhân tố tác động đến tỷ giá về lâu dài

Nhân tố	Trả lời của tỷ giá (E) ^b	
Mức giá cả nội địa ^(a)	↑	E ↓
Thuế quan và cò-ia ^(a)	↑	E ↑
Cân nhập khẩu	↑	E ↓
Cân xuất khẩu	↑	E ↑
Năng suất lao động ^(a)	↑	E ↑

Ghi chú : Chỉ tăng lên (↑) trong các nhân tố như đã được chỉ ra ; những tác động giảm xuống của các biến số đối với tỷ giá là ngược lại thông cái đã được chỉ ra trong cột thứ hai

(a) Tương đối với nước ngoài

(b) E giảm xuống để cho E ↑ có nghĩa là đồng tiền tăng giá. Đối với Mỹ, điều đó có nghĩa là E đại diện cho một số đơn vị ngoại tệ ăn một đôla.

XÁC ĐỊNH TỶ GIÁ TRONG THỜI GIAN NGẮN

Chúng ta đã trình bày một thuyết về sự vận động dài hạn của tỷ giá. Tuy

(2) Trong các bài viết về nghề nghiệp của mình, nhiều nhà kinh tế yết tỷ giá theo cách một đơn vị ngoại tệ ăn một số đơn vị nội tệ, do vậy một sự tăng giá của nội tệ được gọi là một sự sụt giá của tỷ giá. Quy ước ngược lại được sử dụng trong bài ở đây bởi vì dễ nhận biết bằng trực quan hơn khi thấy một sự tăng giá của nội tệ là sự tăng lên của tỷ giá.

nhiên, nếu chúng ta cần phải hiểu tại sao tỷ giá lại biến động ra nhiều thay đổi như vậy (đôi khi nhiều phần trăm) từ ngày này sang ngày khác, chúng ta cần phải trình bày một thuyết về việc tỷ giá (tỷ giá giao ngay) được xác định như thế nào trong thời gian ngắn.

Chìa khóa để hiểu sự vận động ngắn hạn của tỷ giá là thừa nhận rằng một tỷ giá là giá cả của tiền gửi tại ngân hàng nội địa (những tiền gửi ghi bằng nội tệ) tính ra bằng tiền gửi tại ngân hàng nước ngoài (những tiền gửi ghi bằng ngoại tệ). Bởi vì tỷ giá là giá cả của một tài sản này tính ra bằng một tài sản khác nên cách tự nhiên để khảo sát cách xác định ngắn hạn của tỷ giá là thông qua một việc tiếp cận thị trường tài sản, việc tiếp cận này dựa chắc chắn trên thuyết cầu tài sản được trình bày trong Chương 5. Tuy nhiên, như chúng ta đã thấy, những nhân tố quyết định dài hạn của tỷ giá mà chúng ta vừa mới phác họa qua cũng đóng một vai trò quan trọng trong việc tiếp cận thị trường tài sản ngắn hạn⁽³⁾.

Những tiếp cận trước đây về xác định tỷ giá nhấn mạnh vai trò của cầu về nhập khẩu và xuất khẩu. Cách hiện đại nhất tiếp cận thị trường tài sản được sử dụng ở đây không nhấn mạnh các luồng hàng xuất và nhập qua những thời kỳ ngắn, bởi vì giao dịch này rất là nhỏ so với số lượng tiền gửi ngân hàng trong nước và nước ngoài trong bất kỳ thời kỳ nào. Ví dụ, các giao dịch ngoại hối tại Mỹ mỗi năm lớn hơn 20 lần so với kim ngạch xuất nhập khẩu của Mỹ. Vì vậy, qua những thời kỳ ngắn như một năm, những quyết định giữ tài sản trong nước chứ không giữ tài sản nước ngoài đóng một vai trò lớn hơn vai trò của cầu về hàng xuất nhập, trong việc xác định tỷ giá.

So sánh lợi tức dự tính đối với tiền gửi trong nước và nước ngoài

Trong phân tích này chúng ta coi Mỹ là nước mình ; như vậy tiền gửi ngân hàng trong nước được ghi bằng đôla. Để giản đơn, chúng ta sẽ dùng frang để chỉ đồng tiền nước ngoài, như vậy tiền gửi ngân hàng nước ngoài được ghi bằng frang. Thuyết về cầu tài sản cho rằng nhân tố quan trọng nhất tác động đến cầu về tiền gửi trong nước (đôla) và tiền gửi nước ngoài (frang) là thu nhập dự tính về những tài sản đó so sánh với nhau. Khi người Mỹ và người nước ngoài dự tính rằng lợi tức về tiền gửi đôla là cao hơn so với lợi tức về tiền gửi nước ngoài, thì sẽ

(3) Về một cách mô tả khác của các hiện đại tiếp cận thị trường tài sản với việc xác định tỷ giá mà chúng ta dùng ở đây, hãy xem Paul Krugman and Maurice Obstfeld, *International Economics* (New York : Harper Collins, 1991).

có một câu cao hơn về tiền gửi đôla và một câu thấp hơn tương ứng về tiền gửi frăng. Để hiểu tại sao câu về tiền gửi đôla và tiền gửi nước ngoài thay đổi, chúng ta cần phải so sánh lợi tức dự tính về tiền gửi đôla và tiền gửi nước ngoài.

Để minh họa thêm, hãy giả định rằng tiền gửi đôla có một lãi suất (lợi tức dự tính trả bằng đôla) là i^s , trong khi tiền gửi nước ngoài có một lãi suất (lợi tức dự tính trả bằng ngoại tệ, frăng) là i^f . Để so sánh lợi tức dự tính về tiền gửi đôla và tiền gửi nước ngoài, những người đầu tư phải đổi các lợi tức đó ra đơn vị tiền tệ mà họ sử dụng.

Thứ nhất, chúng ta hãy xét xem Francois, người ngoại quốc, so sánh lợi tức về tiền gửi đôla và tiền gửi nước ngoài ghi bằng đồng tiền của anh ta, đồng frăng, như thế nào.

Khi anh ta xem xét lợi tức dự tính về tiền gửi đôla tính ra ngoại tệ, anh ta nhận thấy rằng lợi tức đó không bằng i^s : ngược lại lợi tức dự tính phải được điều chỉnh theo bất kỳ sự tăng giá hay giảm giá dự tính nào của đôla. Nếu đôla được dự tính tăng giá 7%, chẳng hạn, thì lợi tức dự tính về tiền gửi đôla tính ra frăng là cao hơn 7%, bởi vì đôla trở thành có giá trị thêm 7%, tính ra frăng. Như vậy, nếu lãi suất về tiền gửi đôla là 10%, với một sự tăng giá dự tính của đôla là 7%, thì lợi tức dự tính về tiền gửi đôla, tính ra frăng là 17% (lãi suất 10% cộng với 7% tăng giá dự tính của đôla). Mặt khác, nếu đôla dự tính sụt giá 7%, qua một năm, thì lợi tức dự tính về tiền gửi đôla, tính ra ngoại tệ, sẽ chỉ là 3% - 10% lãi suất trừ đi 7% mức giảm giá dự tính của đôla.

Viết tỷ giá đồng tiền đôla (tỷ giá giao ngay) là E_t và tỷ giá dự tính cho thời kỳ sau là E_t^e , chúng ta có thể viết tỷ lệ tăng giá dự tính của đôla là $(E_t^e + 1 - E_t) / E_t$. Lập luận của chúng ta chỉ ra rằng lợi tức dự tính về tiền gửi đôla (RET^s) tính ra

- (4) Biểu thức này thực ra là một sự phóng tính lợi tức dự tính bằng frăng, mà có thể được tính toán một cách chính xác hơn bằng hình dung xem một người ngoại quốc đầu tư vào tiền gửi đôla như thế nào. Giả dụ Francois quyết định đầu tư một frăng vào tiền gửi đôla. Trước tiên anh ta mua $1/E_t$ tiền gửi đô la Mỹ (nhắc lại rằng E_t tỷ giá giữa đôla và frăng, được yết bằng frăng/dôla) và đến cuối kỳ được trả $(1 + i^s) \times 1/E_t$ bằng đôla. Để đổi số tiền này ra số tiền frăng mà nó dự tính thu được vào cuối kỳ, nó nhân số đó cho $E_t^e + 1$. Như vậy lợi tức mà Francois dự tính thu được về lần đầu tư ban đầu 1 frăng của nó có thể được viết như sau: $(1 + i^s) \times E_t^e + 1/E_t$ trừ đi số đầu tư 1 frăng ban đầu:

$$(1 + i^s) \times E_t^e + 1/E_t - 1$$

có thể được viết là: $i^s \times (E_t^e + 1/E_t) + E_t^e + 1 - E_t / E_t$

biểu thức này gần bằng với biểu thức ở trong bài, bởi vì $E_t^e + 1/E_t$ rất gần hàng 1.

ngoại tệ có thể được viết là bằng tổng số của lãi suất tiền gửi đôla cộng với tăng giá dự tính của đôla ¹⁴.

$$RET^* \text{ tính bằng frăng} = i + (E^e_1 + 1 - E_1)/E^e_1$$

Mặt khác, lợi tức dự tính của Francois về tiền gửi frăng nước ngoài (RET^*) tính bằng frăng chỉ là i^F . Như vậy, tính bằng frăng, lợi tức dự tính tương đối về tiền gửi đôla, (tức là, số chênh lệch giữa lợi tức dự tính về tiền gửi đôla nước ngoài) được tính toán bằng cách trừ đi i^F khỏi biểu thức trên để được.

$$RET^* \text{ tương đối} = i^* - i^F + (E^e_1 + 1 - E_1)/E_1 \quad (21.1)$$

Vì lợi tức dự tính về tiền gửi đôla tăng lên, những người ngoại quốc sẽ muốn gửi nhiều tiền đôla và ít gửi tiền nước ngoài.

Sau đây chúng ta sẽ xem xét quyết định gửi tiền gửi đôla đối lại với tiền gửi frăng theo quan điểm của người Mỹ Al. Dựa theo cùng cách lập luận mà chúng ta đã dùng để đánh giá quyết định của Francois, chúng ta biết rằng lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài (RET^*) tính bằng đôla là lãi suất về tiền gửi nước ngoài (i^F) cộng với mức tăng giá dự tính của ngoại tệ (bằng trừ mức tăng giá dự tính của đôla, $-(E^e_1 + 1 - E^F_1)/E^F_1$) tức là

$$RET^* \text{ tính bằng đôla} = i^F - (E^e_1 + 1 - E^F_1)/E^F_1$$

Nếu lãi suất về tiền gửi frăng là 5%, chẳng hạn, và đôla dự tính tăng giá 4%, thì lợi tức dự tính về một đồng frăng tiền gửi tính bằng đôla là 1%. Al thu được 5% lãi suất, nhưng nó dự tính mất 4%, bởi vì nó dự tính đồng frăng bị giảm 4% giá trị tính bằng đôla vì đôla tăng giá.

Lợi tức dự tính của Al về tiền gửi đôla (RET^*) tính bằng đôla vừa đúng 1 đôla. Như vậy, tính bằng đôla, thì lợi tức dự tính tương đối về một đồng đôla tiền gửi được tính toán bằng cách trừ biểu thức trên đây khỏi i^* để được.

$$RET^* \text{ tương đối} = i^* - E^e_1 + 1 - E_1/E_1 = \\ i^* - i^F + (E^e_1 + 1 - E_1)/E_1$$

Phương trình này cũng giống như phương trình mô tả lợi tức dự tính tương đối của Francois về tiền gửi đôla (tính bằng frăng). Điểm mấu chốt ở đây là lợi tức dự tính tương đối về tiền gửi đôla là như nhau dù được Francois tính bằng frăng hoặc được Al tính bằng đôla. Như vậy, vì lợi tức dự tính tương đối về tiền gửi đôla tăng lên, nên cả hai người cư trú ngoại quốc và trong nước đều hành động hoàn toàn như nhau - cả hai đều muốn giữ tiền gửi đôla nhiều hơn và tiền gửi nước ngoài ít hơn.

Điều kiện ngang giá tiền lãi

Chúng ta đang sống trong một thế giới mà ở đó có sự lưu thông vốn, nghĩa là, người ngoại quốc có thể dễ dàng mua tài sản Mỹ, chẳng hạn như tiền gửi đôla, và người Mỹ cũng dễ dàng mua tài sản ngoại quốc như tiền gửi frăng chẳng hạn. Bởi vì tiền gửi ngân hàng ngoại quốc và tiền gửi ngân hàng Mỹ có rủi ro như nhau và tính lưu thông như nhau và bởi vì có ít trở ngại cho việc lưu thông vốn, thì rất là có lý để cho rằng các tiền gửi là những vật thay thế hoàn hảo (nghĩa là, được ham thích bằng nhau). Khi vốn được lưu thông và khi tiền gửi ngân hàng là những vật thay thế hoàn hảo, nếu lợi tức dự tính về tiền gửi đôla cao hơn về tiền gửi nước ngoài, thì cả người ngoại quốc và người Mỹ sẽ chỉ muốn giữ tiền gửi đôla và sẽ không thích giữ tiền gửi nước ngoài. Mặt khác, nếu lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài cao hơn về tiền gửi đôla, thì người ngoại quốc và người Mỹ sẽ không muốn giữ tiền gửi đôla và sẽ chỉ muốn giữ tiền gửi nước ngoài. Để cho những lượng cung hiện có về tiền gửi đôla cũng như tiền gửi nước ngoài được người ta nắm giữ, thì phải đảm bảo rằng không có sự khác nhau trong lợi tức dự tính về những khoản tiền gửi đó; nghĩa là, lợi tức dự tính tương đối trong biểu thức (21.1) phải bằng không. Điều kiện này có thể được viết ra từ (21.1) như sau :

$$i^* = i^F - (E_t^e + 1 - E_t)/E_t \quad (21.2)$$

Phương trình này được gọi là **điều kiện ngang giá tiền lãi** và được phát biểu rằng lãi suất trong nước bằng lãi suất nước ngoài trừ đi mức tăng giá dự tính của đồng nội tệ. Tương đương như vậy, điều kiện này có thể được phát biểu bằng một cách trực giác hơn : lãi suất trong nước bằng lãi suất nước ngoài cộng mức tăng giá dự tính của đồng ngoại tệ. Nếu lãi suất trong nước cao hơn lãi suất nước ngoài, có nghĩa là có sự tăng giá dự tính dương của ngoại tệ bù vào mức lãi suất nước ngoài thấp hơn. Một lãi suất trong nước 15% đối lại với mức lãi suất nước ngoài 10% có nghĩa là mức tăng giá dự định của ngoại tệ phải là 5% (hoặc tương đương, tức là mức sụt giá dự tính của đôla phải là 5%).

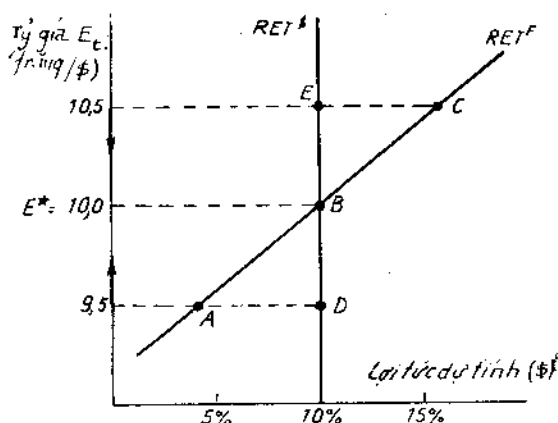
Có nhiều cách để xem điều kiện ngang giá tiền lãi. Trước tiên, chúng ta phải thừa nhận là ngang giá tiền lãi chỉ có ý nói rằng lợi tức dự tính là như nhau về tiền gửi đôla cũng như về tiền gửi frăng. Để nhiều điều này hãy lưu ý rằng phía bên trái của điều kiện ngang giá tiền lãi (21.2) là lợi tức dự tính về tiền gửi đôla, trong khi phía bên phải là tiền lãi dự tính về tiền gửi frăng, cả hai được tính toán bằng một đồng tiền duy nhất, đồng đôla. Như chúng ta đã giả thiết rằng tiền gửi ngân hàng trong nước và nước ngoài là những vật thay thế hoàn hảo (được ưa

thích như nhau), thì điều kiện ngang giá lợi tức là điều kiện thăng bằng cho thị trường ngoại hối. (Ở cuối chương chúng ta sẽ chỉ ra sự phân tích của chúng ta có thể thay đổi nếu tiền gửi ngân hàng trong nước và nước ngoài không phải là những vật thay thế hoàn hảo). Chỉ khi nào tỷ giá ở mức mà lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước và về tiền gửi nước ngoài ngang bằng nhau - nghĩa là, ngang giá tiền lãi có hiệu lực - thì người ta sẽ thích giữ số tiền gửi trong nước và tiền gửi nước ngoài còn lại.

Sự thăng bằng trên thị trường ngoại hối

Để hiểu điều kiện thăng bằng ngang giá tiền lãi hoạt động như thế nào trong việc xác định tỷ giá, bước đầu tiên của chúng ta là phải xét xem lợi tức dự tính về tiền gửi frăng và đôla thay đổi như thế nào khi tỷ giá hiện hành thay đổi.

Lợi tức dự tính về tiền gửi frăng. Như chúng ta đã chứng minh trước đây, lợi tức dự tính bằng đôla về tiền gửi nước ngoài, RET^F , là lãi suất nước ngoài trừ đi mức tăng giá của nội tệ. $i^F - (E_t^e + 1 - E_t)/E_t$. Giả định rằng lãi suất nước ngoài, i^F là 10% và tỷ giá dự tính trong kỳ tới, $E_t^e + 1$, là 10 frăng/đôla. Khi tỷ giá hiện hành E_t là 9,5 frăng/đôla, thì mức tăng giá dự tính của đôla là $(10,0 - 9,5) = 0,05 = 5,2\%$, vậy thì lợi tức dự tính bằng đôla về tiền gửi frăng, RET^F , là $4,8\%$ (= lãi



Hình 21.3 : Thăng bằng trên thị trường ngoại hối.

Thăng bằng trên thị trường ngoại hối xảy ra tại điểm B gặp nhau của đường thăng lợi tức dự tính về tiền gửi frăng RET^F với đường thăng lợi tức dự tính về tiền gửi đôla (RET^F). Tỷ giá thăng bằng là $E^* = 10$ frăng/đôla.

suất nước ngoài 10% trừ đi 5,2% tăng giá của đôla). Lợi tức dự tính khi $E_t = 9,5$ frăng/đôla nằm tại điểm A trong Hình 21.3. Với một tỷ giá hiện hành cao hơn $E_t = 10$ frăng/đôla, thì mức tăng giá dự tính của đôla bằng không, bởi vì $E_t^e + 1$ cũng bằng 10 frăng/đôla. Như vậy RET^F lợi tức dự tính về tiền gửi frăng, bây giờ đúng bằng $i^F = 10\%$. Lợi tức dự tính về tiền gửi frăng khi $E_t = 10$ frăng/đôla nằm tại điểm B. Với một tỷ giá, thậm chí cao hơn nữa $E_t = 10,5$ frăng/đôla, thì mức tăng giá dự tính của

đôla bây giờ bằng $-4,8\%$ [$= (10,0-10,5)/10,5 = -0,048$]; như vậy thì lợi tức dự tính bằng đôla về tiền gửi nước ngoài, RET^F , bây giờ tăng lên đến $18,4\%$ [$= 10\% - (-4,8\%)$]. Sự kết hợp đó của tỷ giá với lợi tức dự tính về tiền gửi frăng nằm tại điểm C.

Đường nối liền các điểm đó là đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi frăng trong Hình 21.3, được đánh dấu là RET^F , và như chúng ta có thể thấy, nó xiêng lên; nghĩa là, vì tỷ giá E , tăng, thì lợi tức dự tính về tiền gửi frăng cũng tăng lên. Nhận biết trực giác về hướng xiêng lên đó là bởi vì tỷ giá dự tính của kỳ tới được giữ nguyên không thay đổi, cho nên khi tỷ giá hiện hành tăng lên thì sự tăng giá dự tính của đôla ít hơn... Như vậy một tỷ giá hiện hành cao hơn có nghĩa là một sự tăng giá dự tính lớn hơn của ngoại tệ trong tương lai, điều này làm tăng lợi tức dự tính bằng đôla về tiền gửi nước ngoài.

Lợi tức dự tính về tiền gửi đôla. Lợi tức dự tính bằng đôla về tiền gửi đôla, RET^S , lúc nào cũng là lãi suất về tiền gửi đôla i^S , không có vấn đề tỷ giá là như thế nào. Giả định là lãi suất về tiền gửi đôla là 10% . Lợi tức dự tính về tiền gửi đôla, khi tỷ giá là 9,5; 10,0 hoặc 10,5 frăng/đôla, lúc nào cũng là 10% (điểm D, B và E). Đường nối liền các điểm ấy là đường biểu diễn của lợi tức dự tính về tiền gửi đôla, được đánh dấu bằng RET^S trong Hình 21.3.

Thăng bằng. Điểm cắt nhau của các đường biểu diễn của lợi tức dự tính về tiền gửi đôla (RET^S) và về tiền gửi frăng (RET^F) là nơi mà xảy ra sự thăng bằng trên thị trường ngoại hối. Tại điểm thăng bằng B, nơi mà lãi suất, E^* , là 10 frăng/đôla, điều kiện ngang giá lợi tức được thỏa mãn bởi vì lợi tức dự tính về tiền gửi đôla và về tiền gửi frăng là bằng nhau.

Để hiểu tỷ giá sẽ thực sự hướng về tỷ giá thăng bằng E^* , chúng ta hãy xem cái gì xảy ra nếu tỷ giá là 10,5 frăng/đôla, một trị giá cao hơn tỷ giá thăng bằng. Như chúng ta có thể thấy trong Hình 21.3, lợi tức dự tính về tiền gửi frăng tại điểm C lớn hơn lợi tức dự tính về tiền gửi đôla tại điểm E. Vì tiền gửi đôla và tiền gửi frăng cũng đều được ưa chuộng ngang nhau nên nhân dân sẽ không thích gửi một khoản tiền gửi đôla nào, và những người có tiền gửi đôla sẽ tìm cách cố gắng bán số tiền gửi này lấy tiền gửi frăng trên thị trường ngoại hối (điều này được gọi là bán đôla và mua frăng). Tuy nhiên, vì lợi tức dự tính về các tiền gửi đôla đó thấp hơn lợi tức dự tính về tiền gửi frăng, nên không có người nào có frăng muốn

đổi lấy tiền gửi đôla cả. Số cung vượt quá của tiền gửi đôla hình thành do kết quả tình hình trên có nghĩa là giá cả của tiền gửi đôla so với tiền gửi frăng sụt xuống, tức là, tỷ giá sụt xuống, như được minh họa bằng mũi tên chỉ lên vẽ trong hình, đến mức tỷ giá 10,5 frăng/đôla. Tỷ giá sẽ tiếp tục sụt cho đến khi đạt đến điểm B tại tỷ giá thẳng bằng 10 frăng/đôla, tại đó lợi tức dự tính về tiền gửi đôla và frăng lúc này ngang bằng nhau.

Bây giờ chúng ta hãy xem cái gì xảy ra khi tỷ giá là 9,5 frăng/đôla, một trị giá thấp hơn mức thẳng bằng. Tại đây, lợi tức dự tính về tiền gửi đôla lớn hơn về tiền gửi frăng. Không một ai muốn giữ tiền gửi frăng và như vậy họ sẽ cố gắng bán chúng để mua tiền gửi đôla (bán frăng và mua đôla), như vậy sẽ nâng tỷ giá lên như được minh họa bằng mũi tên chỉ lên. Vì tỷ giá tăng lên, mức tăng giá dự tính của đôla nhỏ hơn và như vậy mức tăng giá dự tính của frăng lớn hơn, do đó làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi frăng. Cuối cùng, khi tỷ giá tăng lên đến $E^* = 10$ frăng/đôla, thì lợi tức dự tính về tiền gửi frăng tăng lên đến mức đủ để cho nó lại bằng lợi tức về tiền gửi đôla.

GIẢI THÍCH NHỮNG THAY ĐỔI TRONG TỶ GIÁ

Để giải thích một tỷ giá thay đổi qua thời gian như thế nào, chúng ta phải hiểu những nhân tố làm di chuyển các đường biểu diễn của tiền gửi nội tệ (đôla) và của tiền gửi ngoại tệ.

Sự di chuyển trong đường biểu diễn lợi tức dự tính đối với tiền gửi nước ngoài

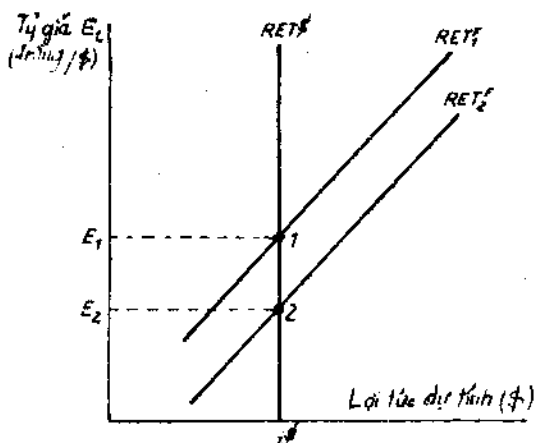
Như chúng ta đã thấy, lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài (frăng) phụ thuộc vào lãi suất nước ngoài i^* , và vào mức âm tăng giá dự tính của đôla, $-(E_t^e + 1 - E_t^1)/E_t$. Vì một sự thay đổi trong tỷ giá hiện hành, E_t là kết quả của một sự vận động dọc theo đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi frăng, nên các nhân tố làm di chuyển đường biểu diễn đó phải hoạt động thông qua lãi suất nước ngoài i^* , và tỷ giá tương lai dự tính $E_t^e + 1$. Chúng ta sẽ xem xét ảnh hưởng của những thay đổi trong các nhân tố đó đến đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi frăng (RET^*), giữ nguyên mọi cái khác không thay đổi.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để hiểu được đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi frăng di chuyển như thế nào, bạn chỉ việc tưởng tượng mình là một người đầu tư đang đắn đo đầu tư vốn vào tiền gửi nước ngoài. Khi một biến số thay đổi (i^F chẳng hạn), với một mức tỷ giá đã cho và giữ các biến số khác không thay đổi, thì quyết định xem bạn có được lợi tức dự tính cao hay thấp về tiền gửi frăng.

Thay đổi trong lãi suất nước ngoài (i^F). Nếu lãi suất tiền gửi nước ngoài (i^F) tăng lên, giữ nguyên mọi cái khác không thay đổi, thì lợi tức dự tính về những tiền gửi đó cũng phải tăng lên. Như vậy tại một tỷ giá đã cho, việc tăng của i đưa đến việc di chuyển sang phải trong của đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi frăng từ RET_1^F sang RET_2^F trong Hình 21.4. Như chúng ta có thể thấy trong hình vẽ, kết quả chung cuộc là một sự sụt giá của đôla từ E_1 xuống E_2 . Một cách khác để hiểu điều này là thừa nhận rằng việc tăng của lợi tức dự tính về tiền gửi frăng tại tỷ giá thăng bằng ban đầu do kết quả của việc i^F tăng, có nghĩa là nhân dân sẽ muốn mua frăng và bán đôla, do vậy giá trị của đôla phải sụt xuống. Việc phân tích của chúng ta như vậy đưa đến kết luận sau: **một sự tăng lên trong lãi suất nước ngoài, i^F làm chuyển đường biểu diễn của RET^F sang bên phải và làm cho đồng nội tệ sụt giá ($E \downarrow$).**

Mặt khác, nếu i^F giảm, thì lợi tức dự tính về tiền gửi frăng giảm, đường biểu diễn RET^F di chuyển sang bên trái, và tỷ giá tăng lên. Điều này đưa đến kết luận: **một sự giảm trong lãi suất i^F , di chuyển đường biểu**



Hình 21.4. Di chuyển trong đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài. (RET^F). Một sự tăng lên trong lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài, xảy ra khi lãi suất nước ngoài tăng hoặc tỷ giá tương lai dự tính giảm, làm thay đổi vị trí của lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài từ RET_1^F sang RET_2^F và tỷ giá giảm từ E_1 sang E_2 .

diễn RET^* sang bên trái và làm cho đồng nội tệ tăng giá ($E \downarrow$).

Thay đổi trong tỷ giá tương lai dự tính ($E_t^e + 1$). Một nhân tố nào mà làm cho tỷ giá tương lai dự tính sụt xuống thì làm cho mức tăng giá dự tính của đôla giảm xuống và như vậy làm cho mức tăng giá dự tính của frang tăng lên. Kết quả là một khoản lợi tức dự tính cao hơn về tiền gửi frang, nó chuyển dịch đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi frang sang bên phải và dẫn đến việc giảm xuống của tỷ giá như trong Hình 21.4. Mặt khác, một sự tăng lên của $E_t^e + 1$ làm tăng mức tăng giá dự tính của đôla, làm giảm lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài, di chuyển đường biểu diễn RET^* sang bên trái, và làm tăng tỷ giá. Tóm lại: **một sự tăng lên của tỷ giá tương lai dự tính di chuyển đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài sang bên trái và làm cho đồng nội tệ tăng giá; một sự giảm xuống của tỷ giá tương lai dự tính di chuyển đường biểu diễn RET^* sang bên phải và làm cho đồng nội tệ giảm giá.**

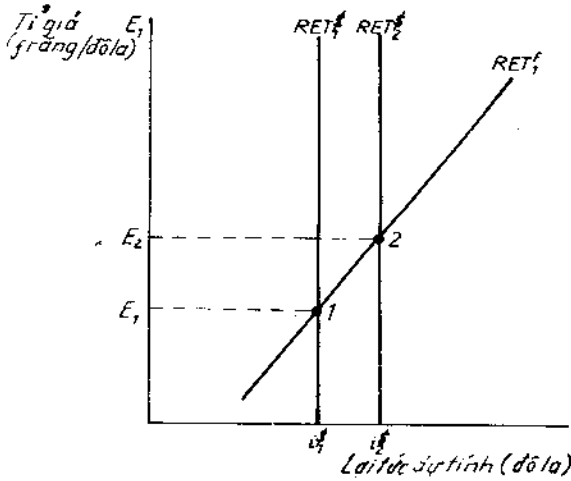
Việc phân tích của chúng ta về những yếu tố quyết định về dài hạn của tỷ giá chỉ ra những nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá tương lai dự tính: mức giá cả tương đối, thuế quan tương đối và cô-ta, cầu nhập khẩu, cầu xuất khẩu và năng suất lao động tương đối (xem lại Bảng 21.1). Thuyết ngang giá sức mua gợi ý rằng nếu một mức giá cả của Mỹ cao hơn so với mức giá cả nước ngoài được dự tính là kéo dài, thì đôla sẽ sụt giá về lâu dài. Một mức giá cả tương đối của Mỹ dự tính cao hơn, như vậy sẽ có xu hướng làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi frang, di chuyển đường biểu diễn RET^* sang bên phải, và làm sụt tỷ giá xuống.

Tương tự như vậy, bốn yếu tố quyết định về dài hạn của tỷ giá mà chúng ta bàn luận cũng có thể ảnh hưởng đến lợi tức dự tính về tiền gửi frang và đến tỷ giá. Tóm lại, những thay đổi sau đây sẽ làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi frang, di chuyển đường biểu diễn RET^* sang bên phải, và gây nên sự sụt giá của đồng nội tệ, đồng đôla: (1) dự tính mức giá cả Mỹ tăng lên so với mức giá cả nước ngoài; (2) dự tính mức thuế và cô-ta của Mỹ giảm xuống thấp hơn so với mức thuế và cô-ta nước ngoài; (3) dự tính cầu nhập khẩu của Mỹ cao hơn; (4) dự tính cầu của nước ngoài đối với hàng Mỹ thấp hơn; (5) dự tính năng suất lao động của Mỹ thấp hơn so với năng suất lao động nước ngoài.

Sự di chuyển trong đường biểu diễn lợi tức dự tính đối với tiền gửi trong nước

Vì lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước (đôla) chính là lãi suất về số tiền gửi

đó, i^* nên lãi suất đó là nhân tố duy nhất, làm di chuyển đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi đôla.



Hình 21.5. Di chuyển trong đường biểu diễn lợi tức về tiền gửi trong nước (RET^*). Một sự tăng lên trong lợi tức dự tính về tiền gửi đôla (i^*) di chuyển lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước (đô la) từ RET_1^* đến RET_2^* và tỷ giá từ E_1 đến E_2 .

tiền trong nước (đô la) tăng giá: một sự tụt xuống của i^* di chuyển đường biểu diễn RET^* sang bên trái và làm cho đô la giảm giá.

Thay đổi trong lãi suất trong nước (i^*). Một việc tăng của i^* làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi đô la, di chuyển đường biểu diễn RET^* sang bên phải, và dẫn đến việc tỷ giá tăng lên như trong Hình 21.5. Một cách khác để hiểu điều này là thừa nhận rằng một sự tăng lên của i^* , làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi đô la, tạo nên cầu vượt quá đối với tiền gửi đô la tại tỷ giá thăng bằng ban đầu, và những việc mua tiền gửi đô la sinh ra từ tình hình này, làm cho đô la tăng giá. **Một sự tăng lên của lãi suất trong nước (i^*) di chuyển lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước sang bên phải và làm cho đồng**

Hướng dẫn nghiên cứu

Để giúp cho việc nghiên cứu, các nhân tố làm di chuyển các đường biểu diễn RET^* và RET^* và dẫn đến những thay đổi trong tỷ giá hiện hành, E , được ghi trong Bảng 21.2. Bảng này cho thấy cái gì xảy ra cho tỷ giá khi có một sự tăng lên trong mỗi biến số đó mọi cái khác không thay đổi. Để cho mình có thực tiễn, bạn hãy xem liệu có thể tìm được cái gì xảy ra cho các đường biểu diễn RET^* và RET^* và cho tỷ giá nếu mỗi nhân tố đó giảm xuống chứ không phải là tăng lên. Kiểm tra những lời giải đáp của bạn bằng cách xem thử bạn có tìm ra được những thay đổi của tỷ giá ngược lại với những thay đổi trong Bảng 21.2.

Hai ví dụ quan trọng về những thay đổi của tỷ giá thăng bằng

Sự phân tích của chúng ta cho thấy những nhân tố tác động đến trị giá của tỷ giá thăng bằng. Bây giờ chúng ta sử dụng việc phân tích ấy để xem xét kỹ lưỡng việc đáp ứng của tỷ giá đối với những thay đổi trong lãi suất và tăng trưởng tiền tệ.

Thay đổi trong lãi suất. Những thay đổi lãi suất trong nước thường được nêu lên như là nhân tố chính tác động đến tỷ giá. Ví dụ, chúng ta thấy đầu đề bài báo trên báo chí tài chính như sau : "Dóla hồi phục vì lãi suất tăng". Nhưng có phải cách nhận định trình bày trong đầu đề này lúc nào cũng đúng không ?

Không nhất thiết là như vậy, bởi vì để phân tích những ảnh hưởng của những thay đổi của lãi suất, chúng ta phải phân biệt một cách thận trọng các nguồn gốc của những thay đổi đó. Phương trình Fisher (Chương 4) phát biểu rằng một lãi suất (danh nghĩa) bằng lãi suất thực tế cộng lạm phát dự tính ($i = i_r + \pi^e$). Phương trình Fisher chỉ ra rằng một lãi suất (i) có thể thay đổi vì hai lý do : (1) lãi suất thực tế (i_r) thay đổi, hoặc (2) tỷ lệ lạm phát dự tính (π) thay đổi. Ảnh hưởng đến tỷ giá là hoàn toàn khác nhau tùy thuộc vào việc nhân tố nào trong hai nhân tố đó là nguồn gốc của sự thay đổi trong lãi suất danh nghĩa.

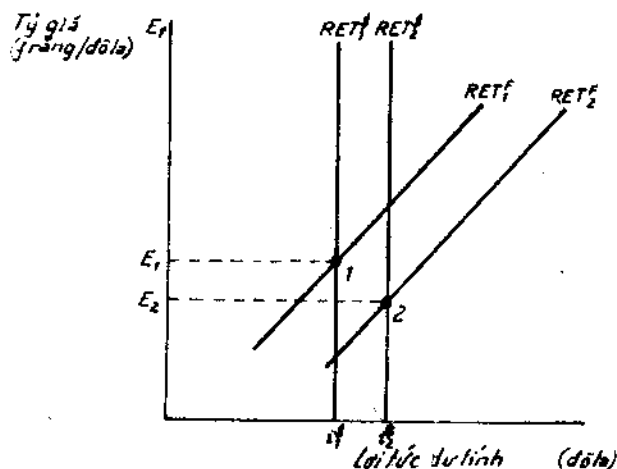
Bảng 21.2. Tóm tắt : Nhân tố làm di chuyển RET^* và RET^* và tác động đến tỷ giá

Nhân tố	Đáp lại của tỷ giá, E_t	
Lãi suất trong nước (i^*)	↑	↑
Lãi suất nước ngoài (i^*)	↑	↓
Mức giá cả trong nước dự tính ^a	↑	↓
Thuế và cò-ta dự tính ^a	↑	↑
Cầu nhập khẩu dự tính	↑	↓
Cầu xuất khẩu dự tính	↑	↑
Năng suất lao động dự tính ^a	↑	↑

Chú thích : Chỉ nêu nên trường hợp tăng lên của nhân tố ; tác động của việc giảm xuống của những biến số đối với tỷ giá là đối lại của những tác động ghi trong cột thứ hai.

a. Tương đối so với nước ngoài

Giá định là lãi suất thực tế trong nước tăng lên làm cho lãi suất danh nghĩa (i^*) tăng lên trong khi lạm phát dự tính vẫn không thay đổi. Trong trường hợp này, là hợp lý khi cho rằng tăng giá dự tính đôla sẽ không thay đổi, bởi vì lạm phát dự tính không thay đổi, và như vậy lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài sẽ vẫn không thay đổi với bất kỳ tỷ giá đã cho nào. Kết quả là đường biểu diễn RET^* đứng yên và đường biểu diễn RET^* di chuyển sang bên phải, do vậy cho chúng ta có được tình huống như đã mô tả trong Hình 21.5, hình này phân tích một sự



Hình 21.6. Ảnh hưởng của việc tăng lên trong lãi suất danh nghĩa trong nước mà nguyên nhân là một sự tăng lên của lạm phát dự tính. Bởi vì sự tăng lên trong lạm phát dự tính dẫn đến việc giảm xuống của mức sụt giá của đồng đôla lớn hơn mức tăng của lãi suất trong nước nên lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài tăng lên nhiều hơn lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước (đôla). RET^* di chuyển nhiều hơn RET^* , vì vậy tỷ giá thẳng bằng sụt từ E_1 đến E_2 .

tăng lên trong i^* , mọi cái khác không thay đổi. Mô hình của chúng ta về thị trường ngoại hối đưa đến kết luận sau: **Khi lãi suất thực tế trong nước tăng, thì đồng nội tệ tăng giá.**

Khi lãi suất danh nghĩa tăng do một sự tăng lên trong lạm phát dự tính, chúng ta được một kết quả khác với kết quả ghi trong Hình 21.5. Việc tăng lên trong lạm phát dự tính trong nước dẫn đến mức tăng giá dự tính của đôla giảm xuống (một mức tăng giá của frang cao hơn) mức này

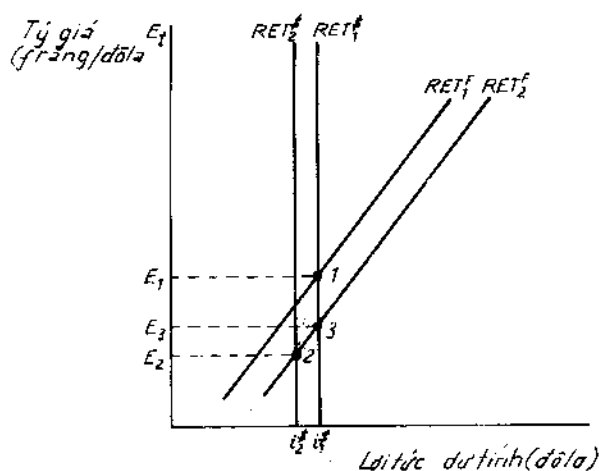
điển hình được cho là lớn hơn mức tăng của lãi suất trong nước (i^*)⁽⁵⁾. Kết quả là, với một tỷ giá đã cho bất kỳ lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài tăng nhiều hơn

(5) Kết luận này là một kết luận tiêu chuẩn trong các mô hình thị trường tài sản của việc xác định tỷ giá. Kết luận này cũng phù hợp với chứng cứ theo kinh nghiệm nêu lên rằng các lãi suất danh nghĩa không tăng lên từng cái một cùng với những sự tăng lên của lạm phát dự tính.

lợi tức dự tính về tiền gửi đôla. Như vậy, như chúng ta nhìn thấy trong Hình 21.6, đường biểu diễn RET^F di chuyển nhiều hơn đường biểu diễn RET^S và tỷ giá tụt xuống. Việc phân tích của chúng ta đưa đến kết luận sau : ***một lãi suất trong nước cao hơn do một mức lạm phát dự tính trong nước gây nên, được kết hợp với một sự giảm giá của đồng nội tệ.***

Bởi vì kết luận này là hoàn toàn khác với kết luận đạt được khi việc tăng của lãi suất trong nước được kết hợp với một lãi suất thực tế cao hơn, cho nên chúng ta lúc nào cũng phải phân biệt thực tế với danh nghĩa khi phân tích ảnh hưởng của lãi suất đến tỷ giá.

Thay đổi trong cung tiền tệ. Giả định rằng Fed quyết định tăng mức cung tiền tệ để giảm thất nghiệp, mà nó tin là quá nhiều. Cung tiền tệ cao hơn sẽ dẫn đến mức giá cả Mỹ cao hơn về dài hạn (như chúng ta sẽ thấy trong Chương 23 và 26) và từ đó đến tỷ giá tương lai dự tính thấp hơn. Kết quả sụt xuống trong sự tăng giá dự tính của đôla làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài với bất



Hình 21.7. Ảnh hưởng của một sự tăng lên trung cung tiền tệ. Một sự tăng lên trong cung tiền tệ dẫn đến một mức giá cả trong nước cao hơn về lâu dài, mức tăng này dẫn đến một tỷ giá tương lai dự tính thấp hơn. Sự sụt xuống do việc này gây ra trong mức tăng giá dự tính của đôla làm tăng lợi tức về tiền gửi nước ngoài, di chuyển đường biểu diễn RET^F từ RET_1^F sang RET_2^F . Trong thời gian ngắn, lãi suất trong nước giảm, di chuyển RET^S từ RET_1^S sang RET_2^S . Kết quả trong thời gian ngắn là tỷ giá giảm từ E_1 đến E_2 . Tuy nhiên, trong thời gian dài, lãi suất trở về mức i_1^* và RET^S trở về mức RET_1^S . Như vậy tỷ giá tăng từ E_2 đến E_3 về lâu dài.

kỳ một tỷ giá hiện hành đã cho nào, và như vậy di chuyển RET^F từ RET_1^F sang RET_2^F trong Hình 21.7. Hơn nữa, cung tiền tệ cao hơn sẽ dẫn đến mức cung tiền tệ thực tế cao hơn, M/P , bởi vì mức giá không lập tức tăng lên ngay trong thời gian ngắn. Như đã nêu lên trong Chương 6, kết quả tăng lên trong cung tiền tệ thực tế làm cho lãi suất trong nước sụt xuống từ i_1^* đến i_2^* , điều này giảm thấp lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước (\$), di chuyển đường RET^* từ RET_1^* sang RET_2^* . Như chúng ta có thể thấy trong Hình 21.7, kết quả là việc giảm xuống của tỷ giá từ E_1 sang E_2 . Kết luận là : *Một lượng cung tiền tệ trong nước cao hơn làm cho đồng nội tệ giảm giá.*

Sự tăng vọt tỷ giá

Việc phân tích của chúng ta về ảnh hưởng của cung tiền tệ tăng lên đối với tỷ giá chưa xong - chúng ta còn cần phải xem cái gì xảy đến cho tỷ giá về lâu dài. Một ý kiến đề xuất cơ bản trong học thuyết tiền tệ, gọi là **tính trung lập tiền tệ** phát biểu như sau : về lâu dài, một tỷ lệ tăng một phần trăm trong cung tiền tệ được kéo theo với cùng một tỷ lệ tăng một phần trăm trong mức giá cả, nhưng không làm thay đổi cung tiền tệ thực tế và tất cả các biến số kinh tế khác như lãi suất chẳng hạn. Một cách trực giác để hiểu đề xuất này là thử tưởng tượng cái gì sẽ xảy ra khi chính phủ chúng ta công bố đêm hôm trước rằng một đôla cũ bây giờ có giá trị bằng 100 đôla mới. Cung tiền tệ tính theo đôla mới sẽ bằng 100 lần giá cũ của nó và mức giá cả cũng sẽ cao hơn 100 lần, nhưng không có gì trong nền kinh tế sẽ thay đổi thực sự cả, lãi suất và cung tiền tệ thực tế vẫn như cũ. Tính trung lập tiền tệ cho chúng ta biết rằng về lâu dài cung tiền tệ tăng lên sẽ không đưa đến sự thay đổi trong lãi suất trong nước và như vậy nó sẽ trở về điểm i^* , về lâu dài, và lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước sẽ trở về điểm RET_1^* . Như chúng ta có thể thấy trong Hình 21.7, điều này có nghĩa là tỷ giá sẽ tăng từ E_2 đến E_3 về lâu dài.

Hiện tượng mà chúng ta mô tả ở đây, trong đó tỷ giá sụt xuống trong thời gian ngắn nhiều hơn là trong thời gian dài, khi cung tiền tệ tăng lên gọi là **sự tăng vọt tỷ giá**. Điều này rất quan trọng bởi vì, như chúng ta sẽ thấy trong các ứng dụng sau đây, nó có thể giúp cho việc giải thích tại sao tỷ giá lại dễ biến động đến như vậy.

Một cách khác để suy nghĩ về việc tại sao xảy ra tỷ giá tăng vọt là thừa nhận

rằng khi lãi suất trong nước giảm trong thời hạn ngắn, thì sự thăng bằng trên thị trường ngoại hối có nghĩa là lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài phải giảm xuống thấp hơn. Với lãi suất nước ngoài đã cho, lợi tức dự tính thấp hơn đó về tiền gửi nước ngoài có nghĩa là phải có sự tăng giá dự tính của đôla (giảm giá của franc) để cho lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài giảm xuống khi lãi suất trong nước sụt xuống. Điều này chỉ xảy ra nếu tỷ giá hiện hành sụt xuống dưới giá trị về lâu dài của nó.

ỨNG DỤNG TẠI SAO TỶ GIÁ LẠI DỄ BIẾN ĐỘNG NHU VẬY ?

Tính rất dễ biến động của tỷ giá làm nhiều người ngạc nhiên. Hai mươi năm trước đây các nhà kinh tế thường tin rằng để cho tỷ giá được xác định trên thị trường tự do thì không dẫn đến những biến động lớn trong giá trị của nó. Kinh nghiệm mới đây chứng minh họ không đúng. Nếu chúng ta nhìn lại Hình 21.1, chúng ta thấy rằng các lãi suất trong thời kỳ 1973 - 1990 rất là dễ biến động. Cách tiếp cận của thị trường tài sản đến việc xác định tỷ giá mà chúng ta phác họa ở đây cho chúng ta một sự giải thích thẳng ngay của tỷ giá dễ biến động. Bởi vì sự tăng giá dự tính của đồng tiền trong nước tác động đến lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài, cho nên những dự tính về mức giá cả, lạm phát, thuế quan và cô-ta, năng suất lao động, cầu nhập khẩu, cầu xuất khẩu, và cung tiền tệ đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định tỷ giá. Khi các dự tính về một biến số nào của những biến số đó thay đổi thì mô hình của chúng ta chỉ ra rằng sẽ có một tác động ngay đến lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài và vì thế, đến tỷ giá. Vì những dự tính về tất cả các biến số đó thay đổi với bất kỳ mẩu tin nào trên báo chí thì không có gì ngạc nhiên rằng tỷ giá là rất dễ biến động. Hơn nữa, chúng ta đã thấy rằng theo cách phân tích của chúng ta về tỷ giá thì tỷ giá tăng vọt khi cung tiền tệ tăng lên. Sự tăng vọt của tỷ giá cho ta thêm một lý do nữa của tính rất dễ biến động của tỷ giá.

Bởi vì các mô hình trước đây về cách vận động của tỷ giá nhằm vào thị trường hàng hóa hơn là vào thị trường vốn, cho nên những mô hình đó không nhấn mạnh thay đổi dự tính là nguyên nhân của những biến động của tỷ giá, và như vậy những mô hình cũ đó không có thể dự đoán những biến động mạnh của tỷ giá. Sự thất bại của các mô hình cũ trong việc giải thích tính dễ biến động là một lý do tại sao những mô hình đó không còn thông dụng nữa. Cách tiếp cận hiện

đại hơn được nêu lên ở đây nhấn mạnh rằng thị trường ngoại hối cũng giống như bất kỳ thị trường vốn nào, ở đó những dự đoán cho tương lai có liên quan đến thị trường ngoại hối, giống như các thị trường vốn khác, chẳng hạn như thị trường chứng khoán, biểu lộ tính dễ biến động của giá cả rất mạnh và tỷ giá ngoại hối rõ ràng là khó dự đoán ⁽⁶⁾ (Bài đọc thêm 21.1).

ỨNG DỤNG ĐÓLA VÀ LÃI SUẤT 1973-1990

Trong phần giới thiệu của chương này, chúng ta đã nêu lên rằng đôla suy yếu vào cuối những năm 1970, mạnh lên rất nhiều từ năm 1980 đến 1985, và lại suy yếu đi vào cuối những năm 1980. Chúng ta có thể dùng sự phân tích của chúng ta về thị trường ngoại hối để hiểu những vận động của tỷ giá và giúp giải thích hiện tượng đôla tăng giá và sụt giá vào những năm 1980.

Một vài thông tin quan trọng để phác họa sự biến động giá trị của đôla được trình bày trong Hình 21.8. Hình này phác họa các mức lãi suất thực tế và lãi suất danh nghĩa và giá trị của đôla theo một số ngoại hối (gọi là một **chỉ tiêu tỷ giá thực**). Chúng ta có thể thấy rằng giá trị của đôla và mức lãi suất thực tế cùng tăng và cùng giảm. Vào cuối những năm 1970 lãi suất thực tế ở mức thấp và giá trị đôla cũng như vậy. Tuy nhiên, đầu năm 1980, lãi suất thực tế tại Mỹ bắt đầu tăng mạnh và đồng thời đồng đôla cũng vậy. Sau năm 1984, lãi suất thực tế giảm xuống mạnh, đồng đôla cũng vậy.

(6) Việc phân tích thị trường có hiệu quả của giá cả chứng khoán được trình bày trong Chương 29 áp dụng hoàn toàn tốt vào việc phân tích tỷ giá, bởi vì tỷ giá cũng như giá chứng khoán phản ánh mọi thông tin sẵn sàng được sử dụng. Ví dụ, thuyết thị trường có hiệu quả ngụ ý rằng giá cả chứng khoán nói chung phải theo một bước đi ngẫu nhiên. Cũng đi đến một kết luận tương tự đối với tỷ giá và cách lập luận như sau. Nếu dân chúng có thể dự đoán là một đồng tiền sẽ tăng giá 1% trong tuần tới, thì họ có thể thu được 50% lợi tức bằng cách mua đồng tiền đó. Bởi vì việc này có lẽ là cao hơn lợi tức tháng bằng để nắm giữ đồng tiền đó, nên dân chúng sẽ lập tức mua ngay đồng tiền đó và chào giá hiện hành của nó, và hàng cách ấy giảm lợi tức dự tính. Quá trình đó sẽ chỉ chấm dứt sự thay đổi dự đoán trong tỷ giá tụt xuống đến gần số không sao cho dự đoán tối ưu về lợi tức không còn chênh lệch với lợi tức tháng bằng. Cũng như vậy, nếu dân chúng có thể dự đoán là đồng tiền sẽ giảm giá 1% trong tuần tới, thì họ bán nó cho đến khi sự thay đổi dự đoán về tỷ giá lại gần bằng số không. Như vậy, lý thuyết thị trường có hiệu quả ngụ ý rằng những thay đổi trong tương lai của tỷ giá sẽ không có thể đoán trước được đối với tất cả các ý định cụ thể, nói cách khác, tỷ giá sẽ gần như đi theo những bước đi ngẫu nhiên. Cách lập luận tương tự về điều trình bày trong Chương 29 cũng cho thấy là tỷ giá sẽ chỉ đáp ứng lại các thông tin mới (ngạc nhiên).

Mô hình của chúng tôi về việc xác định tỷ giá giúp giải thích việc tăng và giảm giá của đôla những năm 1980. Như Hình 21.5 chỉ ra, một sự tăng lên của lãi suất thực tế làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi đôla, trong khi lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài không thay đổi.

Câu về tiền gửi đôla tăng thêm do kết quả trên đây đưa lại sẽ dẫn đến việc mua tiền gửi đôla (và bán tiền gửi nước ngoài), làm tỷ giá tăng lên. Điều này

BÀI ĐỌC THÊM 21.1

Toàn cảnh

Dự đoán tỷ giá

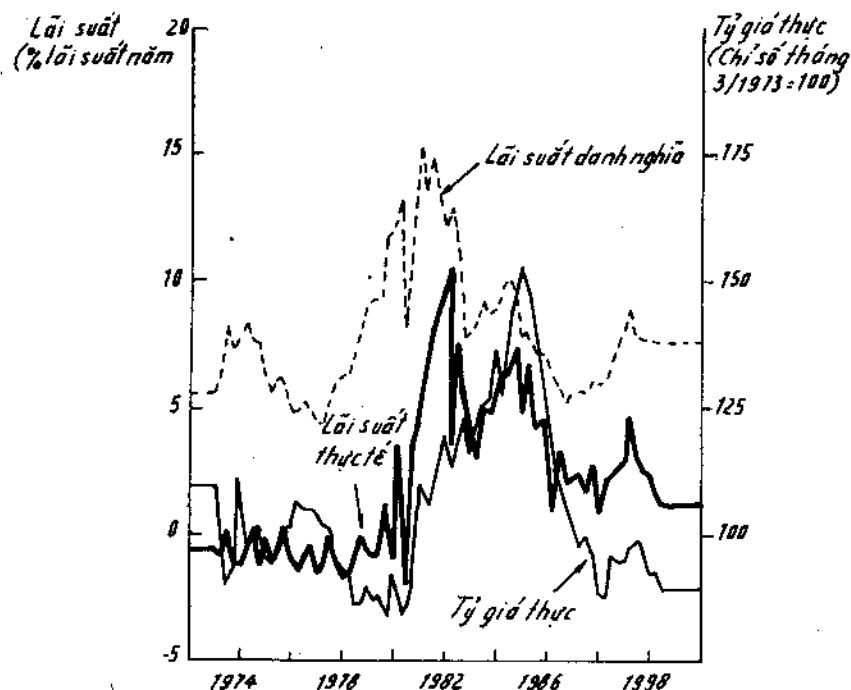
Dự đoán tỷ giá là một hoạt động kiếm lời đối với các nhà kinh tế. Những người đầu cơ và những nhà kinh doanh (nhất là các công ty đa quốc gia) đặc biệt quan tâm đến cái gì sẽ xảy ra cho tỷ giá trong tương lai. Các nhà kinh doanh cần những dự đoán chính xác về tỷ giá, bởi vì những thay đổi trong tỷ giá tác động đến lượng cầu về hàng hóa của họ. Ví dụ, một sự tăng giá của đôla có thể làm cho sản phẩm của Mỹ đắt hơn trên thị trường ngoài nước và sản phẩm nước ngoài rẻ hơn trên thị trường nước Mỹ, do vậy làm giảm lượng cầu đối với hàng hóa Mỹ. Các công ty đa quốc gia dự tính đầu tư ở nước ngoài cũng quan tâm đến những sự biến động của tỷ giá. Nếu một đồng tiền của nước ngoài tăng giá, thì giá thành xây dựng một nhà

máy tại đây sẽ cao hơn và có thể không còn có lãi nữa.

Khi dự đoán các biến động của tỷ giá, những nhà dự đoán nhìn đến các yếu tố nêu lên trong chương này. Ví dụ, nếu họ dự đoán lãi suất trong nước sẽ tăng lên, thì họ sẽ dự đoán theo như cách chúng ta đã phân tích, rằng đồng tiền trong nước sẽ tăng giá; mặt khác, nếu họ dự đoán là lạm phát trong nước sẽ tăng, thì họ sẽ dự đoán là đồng tiền trong nước sẽ sụt giá. Những nhà dự đoán tỷ giá không phải chính xác nhiều hơn hay ít hơn so với các nhà dự đoán kinh tế khác và họ thường mắc sai lầm lớn. Những tin tức về dự đoán tỷ giá và làm các nhà dự đoán tốt như thế nào thỉnh thoảng được đăng trên tạp chí *Wall Street* và trên báo *Euromoney*.

đúng như hiện tượng đã xảy ra trong thời kỳ 1980 - 1984. Sự giảm xuống tiếp đó theo sau đó của lãi suất tại Mỹ lúc bấy giờ đã hạ thấp lợi tức dự tính về tiền gửi đôla so với tiền gửi nước ngoài và việc bán tiền gửi đôla mà là kết quả của tình hình trên (và việc mua tiền gửi nước ngoài) đã hạ thấp tỷ giá xuống.

Đồ thị lãi suất danh nghĩa trong Hình 21.8 cũng chứng minh rằng sự tương ứng giữa lãi suất danh nghĩa và biến động của tỷ giá không thật giống nhau chặt chẽ như giữa lãi suất thực tế và các biến động tỷ giá. Điều này cũng hoàn toàn đúng như điều mà sự phân tích của chúng ta đã dự đoán. Việc tăng lên của lãi



Hình 21.8. Tỷ giá của đôla và lãi suất : 1973 - 1990.

Nguồn : Thống kê Tài chính Quốc tế và Hình 4.3 trong Chương 4 của sách này.

suất danh nghĩa vào cuối những năm 1970 không được phản ánh vào việc tăng tương ứng của giá trị đôla ; thực vậy, đôla thực sự đã giảm giá vào cuối những năm 1970. Hình 21.8 giải thích tại sao lãi suất danh nghĩa tăng lên vào cuối những năm 1970 không gây nên sự tăng giá của đôla. Như sự so sánh của lãi suất thực tế và lãi suất danh nghĩa vào cuối những năm 1970 đã chỉ ra, việc tăng lãi suất danh nghĩa phản ánh một sự tăng của lạm phát dự tính chứ không phải là một sự tăng của lãi suất thực tế. Như vậy phân tích của chúng ta trong Hình 21.6 đã chứng minh, việc tăng của lãi suất danh nghĩa nhằm ngăn chặn việc tăng của lạm phát dự tính sẽ dẫn đến việc đôla giảm giá, và điều này đúng như tình hình đã xảy ra.

Nếu như có một vấn đề đạo lý trong câu chuyện này thì đó là sự không phân biệt giữa lãi suất thực tế và lãi suất danh nghĩa có thể dẫn đến những dự đoán rất tồi về các biến động của tỷ giá : sự suy yếu của đôla vào cuối những năm 1970 và sự vững mạnh của đôla vào đầu những năm 1980 có thể được giải thích là do những thay đổi trong lãi suất thực tế, chứ không phải trong lãi suất danh nghĩa.

SỰ CAN THIỆP VÀO THỊ TRƯỜNG NGOẠI HỐI

Trong một thế giới lý tưởng, thị trường ngoại hối đáng lý phải đáp lại áp lực của thị trường và phải hoạt động như một thị trường hoàn toàn tự do. Tuy nhiên, thị trường ngoại hối cũng giống như nhiều thị trường khác, không phải chịu sự can thiệp của chính phủ, bởi vì các ngân hàng trung ương có thể và đã can thiệp thường xuyên vào thị trường. Sự thỏa thuận tài chính quốc tế của chúng ta hiện nay, gọi là **chế độ thả nổi có quản lý** (hoặc *thả nổi không sạch sẽ*) là một chế độ trong đó tỷ giá biến động ngày này qua ngày khác, nhưng các ngân hàng trung ương cố gắng ảnh hưởng đến tỷ giá của nước mình bằng cách mua và bán các đồng tiền. Sự phân tích tỷ giá mà chúng ta đã trình bày có thể được sử dụng để giải thích ảnh hưởng của sự can thiệp đó của ngân hàng trung ương đối với thị trường ngoại hối.

Can thiệp ngoại hối và cung ứng tiền tệ

Bước thứ nhất để hiểu sự can thiệp của ngân hàng trung ương vào thị trường ngoại hối ảnh hưởng như thế nào đến tỷ giá là xem xét ảnh hưởng đối với cơ sở tiền tệ, của việc ngân hàng trung ương bán trên thị trường ngoại hối, một số tài sản của mình ghi bằng một đồng ngoại tệ (gọi là **dự trữ quốc tế**). Giả định là Fed quyết định bán 10 tỷ đôla tài sản của mình để lấy 10 tỷ đôla bằng tiền. Việc Fed mua đôla có hai tác dụng. Thứ nhất, nó làm cho số dự trữ quốc tế của Fed giảm bớt đi 10 tỷ đôla. Thứ hai, bởi vì việc mua tiền của Fed đã rút số tiền đó ra khỏi tay công chúng, cho nên tiền trong lưu thông giảm đi 10 tỷ đôla. Chúng ta có thể nhìn thấy điều này trong tài khoản T của Fed :

Dự trữ liên bang

Có		Nợ	
Tài sản nước ngoài	- 10 tỷ đôla	Tiền trong lưu thông	- 10 tỷ đôla
(dự trữ quốc tế)			

Bởi vì cơ sở tiền tệ là gồm tiền trong lưu thông cộng dự trữ nên việc giảm tiền đó có nghĩa là cơ sở tiền tệ đã giảm đi 10 tỷ đôla.

Nếu thay vì trả tiền mua tài sản nước ngoài do Fed bán, bằng tiền mặt, những người mua đó lại trả bằng séc ký phát từ các tài khoản mở tại các ngân hàng

trong nước, thì Fed trích đi số 10 tỷ đôla từ tài khoản tiền gửi mà các ngân hàng đó mở tại Fed. Kết quả là tiền gửi tại Fed (dự trữ) giảm đi 10 tỷ đôla như được chỉ ra trong tài khoản T sau :

Dự trữ liên bang

Có

Nợ

Tài sản nước ngoài (dự trữ quốc tế)	- 10 tỷ đôla	Tiền gửi tại Fed (dự trữ)	- 10 tỷ đôla

Trong trường hợp này, kết quả chung cuộc của việc Fed bán tài sản nước ngoài và việc mua đôla tiền gửi là việc dự trữ giảm đi 10 tỷ đôla và cơ sở tiền tệ giảm đi 10 tỷ đôla bởi vì dự trữ là một bộ phận của cơ sở tiền tệ.

Bây giờ chúng ta thấy rằng kết quả chung cuộc đối với cơ sở tiền tệ cũng hoàn toàn y như nhau khi ngân hàng trung ương bán tài sản nước ngoài để mua tiền gửi ngân hàng trong nước hoặc mua tiền mặt. Điều này giải thích tại sao khi chúng ta nói ngân hàng đã mua tiền của nước mình, chúng ta không cần phải phân biệt là ngân hàng trung ương thực sự đã mua tiền mặt chứ không phải là mua tiền gửi ngân hàng ghi bằng tiền trong nước. Như vậy chúng ta đã đi đến kết luận quan trọng : *một việc ngân hàng trung ương mua tiền trong nước và đồng thời bán tương ứng tài sản nước ngoài trên thị trường ngoại hối dẫn đến một sự giảm bằng nhau trong dự trữ quốc tế của nó và trong cơ sở tiền tệ.*

Chúng ta có thể đi đến một kết luận như nhau bằng một con đường trực tiếp. Một ngân hàng trung ương bán tài sản nước ngoài không khác gì việc bán trái khoán nhà nước trên thị trường tự do. Chúng ta đã học trong các chương về quá trình cung ứng tiền tệ rằng một việc bán trên thị trường tự do dẫn đến một sự giảm xuống bằng nhau trong cơ sở tiền tệ ; vì thế một việc bán tài sản nước ngoài cũng dẫn đến một sự giảm xuống bằng nhau trong cơ sở tiền tệ. Bằng cách lập luận tương tự, một việc ngân hàng mua tài sản nước ngoài được trả bằng cách bán tiền trong nước, cũng giống như một việc mua trên thị trường tự do, dẫn đến một sự tăng lên bằng nhau trong cơ sở tiền tệ. Như vậy, chúng ta có kết luận sau đây : *một việc ngân hàng trung ương bán tiền trong nước để mua tài sản nước ngoài trên thị trường ngoại hối đưa đến kết quả là một sự tăng lên bằng nhau trong dự trữ quốc tế của nó và trong cơ sở tiền tệ.*

Sự can thiệp mà chúng ta vừa mới mô tả theo đó một ngân hàng trung ương cho phép việc mua hoặc bán tiền trong nước tác động đến cơ sở tiền tệ gọi là sự

can thiệp ngoại hối hữu hiệu. Nhưng nếu ngân hàng trung ương không muốn việc mua hoặc bán tiền trong nước tác động đến cơ sở tiền tệ thì nó phải làm gì? Tất cả mọi cái mà nó phải làm là chống lại tác động của việc can thiệp ngoại hối bằng cách tiến hành một nghiệp vụ thị trường tự do bù trừ trên thị trường trái khoán nhà nước. Ví dụ, trường hợp Fed mua 10 tỷ đôla và vì vậy bán tương ứng 10 tỷ đôla tài sản nước ngoài, mà chúng ta đã thấy, sẽ làm giảm cơ sở tiền tệ 10 tỷ đôla, thì Fed có thể tiến hành một nghiệp vụ mua thị trường tự do 10 tỷ đôla trái khoán nhà nước, do đó làm cơ sở tiền tệ tăng lên 10 tỷ đôla. Kết quả trên tài khoản T về việc can thiệp ngoại hối và về nghiệp vụ thị trường tự do bù trừ là cơ sở tiền tệ không thay đổi.

Dự trữ Liên bang

Có		Nợ	
Tài sản nước ngoài (dự trữ quốc tế)	- 10 tỷ đôla	Cơ sở tiền tệ (dự trữ)	+ 0 triệu đôla
Trái khoán nhà nước	+ 10 tỷ đôla		

Việc can thiệp ngoại hối kèm theo một nghiệp vụ thị trường tự do bù trừ làm cho cơ sở tiền tệ không thay đổi gọi là **can thiệp ngoại hối vô hiệu.**

Bây giờ chúng ta đã hiểu là có hai loại can thiệp ngoại hối hữu hiệu và vô hiệu, vậy chúng ta xem mỗi loại can thiệp đó tác động tỷ giá như thế nào.

Can thiệp hữu hiệu

Trực giác của bạn có thể làm cho bạn hoài nghi rằng nếu một ngân hàng trung ương muốn hạ thấp giá trị đồng tiền trong nước, nó phải bán đồng tiền đó trên thị trường hối đoái và mua tài sản nước ngoài. Thật vậy, trực giác đó là đúng trong trường hợp của một sự can thiệp hữu hiệu.

Nhắc lại rằng với một sự can thiệp hữu hiệu, nếu Fed quyết định bán đôla để mua tài sản nước ngoài trên thị trường ngoại hối, thì việc đó hoạt động đúng như một việc mua trên thị trường tự do các trái khoán để tăng cơ sở tiền tệ. Như vậy, việc bán đôla làm tăng cung tiền tệ và chúng ta thấy đúng là chúng ta đang phân tích chính xác như đã trình bày trong Hình 21.7. Cung tiền tệ cao hơn dẫn đến một mức giá cả của Mỹ cao hơn về lâu dài và như vậy đến một tỷ giá tương lai dự tính thấp hơn. Sự giảm xuống do đó mà sinh ra trong mức tăng giá dự tính của đôla làm tăng lợi tức về tiền gửi nước ngoài và di chuyển đường biểu diễn RET^* .

Thêm vào đó, việc tăng của cung tiền tệ sẽ dẫn đến một cung tiền tệ thực tế cao hơn trong thời gian ngắn, điều này làm cho lãi suất tiền gửi đôla tụt xuống. Lợi tức dự tính thấp hơn do đó sinh ra về tiền gửi đôla có nghĩa là một sự di chuyển vào trong của đường biểu diễn RET^* . Lợi tức dự tính về tiền gửi đôla giảm xuống và lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài tăng lên có nghĩa là tài sản nước ngoài có lợi tức dự tính cao hơn là tiền gửi đôla tại tỷ giá thả nổi bằng cũ. Vì vậy, dân chúng sẽ cố gắng bán tiền gửi đôla và tỷ giá giảm xuống. Thật vậy, như chúng ta đã thấy trong Hình 21.7, việc tăng lên trong cung tiền tệ sẽ dẫn đến sự tăng vọt của tỷ giá trong đó tỷ giá tụt xuống trong thời gian ngắn nhiều hơn là trong thời gian dài.

Việc phân tích của chúng ta đưa đến kết luận sau đây về các việc can thiệp hữu hiệu trên thị trường ngoại hối : **Một sự can thiệp hữu hiệu trong đó đồng tiền trong nước được bán để mua tài sản nước ngoài đưa đến : (1) thu thêm được dự trữ quốc tế ; (2) một sự tăng trong cung tiền tệ ; và (3) một sự sụt giá của đồng tiền trong nước.**

Một việc can thiệp hữu hiệu trong đó đồng tiền trong nước được mua bằng cách bán tài sản nước ngoài sẽ cho kết quả ngược lại. Việc mua tiền trong nước bằng cách bán tài sản nước ngoài (làm giảm dự trữ quốc tế), hoạt động giống như nghiệp vụ bán trên thị trường tự do nhằm giảm cơ sở tiền tệ và cung tiền tệ. Cung tiền tệ giảm làm tăng lãi suất về tiền gửi đôla và di chuyển đường biểu diễn RET^* ra, trong khi đó lại làm cho đường biểu diễn RET^* di chuyển vào, bởi vì nó dẫn đến một mức tăng giá dự tính cao hơn của đôla và do đó đến một mức sụt giá thấp hơn của lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài. Lợi tức dự tính về tiền gửi đôla tăng lên so với tiền gửi nước ngoài sẽ có nghĩa là dân chúng sẽ muốn mua tiền gửi đôla nhiều hơn và tỷ giá sẽ tăng lên : **Một sự can thiệp hữu hiệu trong đó đồng tiền trong nước được mua bằng cách bán tài sản nước ngoài dẫn đến : (1) dự trữ quốc tế giảm ; (2) cung tiền tệ giảm ; và (3) đồng tiền trong nước tăng giá.**

Can thiệp vô hiệu

Điểm chính cần phải nhớ về việc can thiệp vô hiệu là ngân hàng trung ương tham gia vào các nghiệp vụ thị trường tự do bù trừ, nên không có ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ. Trong ngữ cảnh của mô hình xác định tỷ giá mà chúng ta trình bày ở đây, phải ngay thẳng chỉ ra rằng một sự can thiệp vô hiệu không có ảnh hưởng đến tỷ giá. Nên nhớ rằng trong mô hình của chúng ta, tiền gửi nước ngoài và tiền gửi trong nước đều hoàn toàn có thể thay thế cho nhau

được, do vậy sự thăng bằng trên thị trường ngoại hối xảy ra khi lợi tức về tiền gửi nước ngoài và về tiền gửi trong nước bằng nhau. Một sự can thiệp vô hiệu không làm cho cung tiền tệ thay đổi nên không có cách nào trực tiếp tác động đến lãi suất hoặc tỷ giá tương lai dự tính⁽⁷⁾. Do lợi tức về tiền gửi đôla và về tiền gửi nước ngoài không bị ảnh hưởng, nên các đường biểu diễn lợi tức dự tính vẫn ở tại điểm RET^* và RET_1^F trong Hình 21.7 và tỷ giá sẽ ở nguyên tại E_1 .

Thoạt tiên có thể hình như là khó hiểu việc ngân hàng trung ương mua hoặc bán tiền trong nước, mà việc mua bán đó là vô hiệu, không làm cho tỷ giá thay đổi. Ngân hàng trung ương mua tiền trong nước không thể làm tỷ giá tăng bởi vì một sự tăng nào của tỷ giá do việc đó gây nên đều có nghĩa là lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài sẽ lớn hơn tức dự tính về tiền gửi trong nước. Theo giả định đã cho của chúng ta là tiền gửi nước ngoài và tiền gửi trong nước là hoàn toàn thay thế nhau được (được ham thích như nhau), thì điều này có nghĩa là không ai muốn giữ tiền gửi trong nước. Vì vậy tỷ giá sẽ phải tụt đến mức trước đó mà tại mức đó lợi tức về tiền gửi trong nước và về tiền gửi nước ngoài là bằng nhau.

Can thiệp vô hiệu khi tiền gửi nước ngoài và tiền gửi trong nước không phải là hoàn toàn thay thế nhau được. Cho đến đây, trong sự phân tích của chúng ta, chúng ta đã giả định là tiền gửi nước ngoài và tiền gửi trong nước là hoàn toàn thay thế nhau được. Bây giờ chúng ta hãy xem cái gì có thể xảy ra nếu tiền gửi nước ngoài và tiền gửi trong nước không phải là hoàn toàn thay thế nhau được. Có thể là những khoản tiền gửi đó có rủi ro khác nhau và những đặc điểm của tính lưu động khác nhau hoặc các chính phủ dựng lên các hàng rào (gọi là kiểm soát vốn) ngăn cản những người cư trú trong nước đầu tư ra nước mình hoặc ngăn cản những người cư trú nước ngoài đầu tư vào trong nước mình. Trong những trường hợp như vậy, thì lợi tức về gửi trong nước và về tiền gửi

(7) Tuy nhiên, có thể là một sự can thiệp vô hiệu có thể cung cấp một dấu hiệu cho thấy về ngân hàng trung ương muốn cái gì sẽ xảy ra trong tỷ giá tương lai và như vậy cung cấp dấu hiệu về hướng đi của chính sách tiền tệ tương lai. Theo cách đó, một sự can thiệp vô hiệu có thể làm cho đường biểu diễn RET^F di chuyển, nhưng trong thực tế thì chính là sự thay đổi trong tương lai của chính sách tiền tệ chứ không phải là sự can thiệp vô hiệu là nguyên nhân cuối cùng ảnh hưởng đến tỷ giá. Về việc tranh luận trong những năm gần đây về ảnh hưởng báo hiệu hãy xem Maurice Obstfeld, "Hiệu quả của việc can thiệp ngoại hối: Kinh nghiệm mới đây, 1985 - 1988" trong William H. Branson, Jacob A. Frenkel, and Morris Goldstein, *Phối hợp chính sách quốc tế và biến động tỷ giá* (Chicago: University of Chicago Press, 1990) tr. 197 - 237.

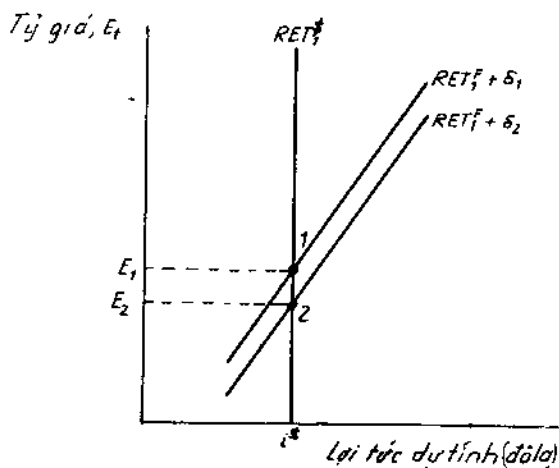
nước ngoài không bằng nhau, chúng có thể khác nhau do một khoản phí rủi ro, phí này phản ánh sự khác nhau giữa tính rủi ro hoặc tính lưu động của tiền gửi trong nước với tiền gửi nước ngoài hoặc phản ánh những tác động của kiểm soát vốn. Trong tình hình này, điều kiện ngang giá lợi tức thang bằng trên thị trường ngoại hối trở thành :

$$i^* = i^P - (E^* + 1 \cdot E) / E + \sigma$$

hoặc tương đương với

$$RET^* = RET^P + \sigma \quad (21.3)$$

trong đó σ là phí rủi ro. Thang bằng trên thị trường ngoại hối bây giờ được mô tả như trong Hình 21.9, trong đó đường biểu diễn RET^P được thay bằng $RET^P + \sigma$



Hình 21.9 Đáp lại một sự can thiệp vô hiệu nếu tiền gửi trong nước và tiền gửi nước ngoài không phải là hoàn toàn thay thế nhau được. Một việc bán vô hiệu đưa vẫn giữ lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước và ngoài nước đứng yên tại RET_1^P và $RET_1^P + \sigma_1$; tuy nhiên, nó làm tăng phí rủi ro từ σ_1 sang σ_2 . Như vậy đường biểu diễn $RET^P + \sigma$ di chuyển từ $RET_1^P + \sigma_1$ ra sang $RET_1^P + \sigma_2$, dẫn đến tỷ giá giảm từ E_1 sang E_2 .

Nếu tiền gửi nước ngoài và trong nước không phải là hoàn toàn thay thế nhau được, thì một sự tăng trong số tiền gửi trong nước do dân chúng nắm giữ có thể có nghĩa là những người có tiền gửi trong nước bây giờ phải chịu rủi ro tỷ giá nhiều hơn. Sở dĩ như vậy vì họ ít có khả năng để biến đổi tiền gửi bằng nhiều đồng tiền khác nhau. Để bù lại thiệt hại do bị nhiều rủi ro hơn khi họ nắm nhiều tiền gửi trong nước hơn và muốn nắm giữ những tiền gửi đó thì như vậy các nhà đầu tư phải được trả một số lợi tức dự tính cao hơn. Do vậy, một lượng cung tiền gửi trong nước cao hơn chắc là sẽ làm cho phí rủi ro tăng từ σ_1 đến σ_2 ... Ngay cả mặc dù lợi tức dự tính về tiền

gửi trong nước và tiền gửi nước ngoài không thay đổi, thì việc bán vô hiệu đôla vẫn đưa đến sự di chuyển của đường biểu diễn $RET^w + d$ trong Hình 21.9 $RET_1^F + \sigma_1$ sang $RET_1^F + \sigma_2$ và từ đó đưa đến tỷ giá sụt xuống từ E_1 sang E_2 . Như vậy chúng ta có kết quả thông thường là : việc bán tiền trong nước đưa đến việc giảm giá đồng tiền trong nước.

Chúng ta đã chứng minh là nếu tiền gửi trong nước và nước ngoài không hoàn toàn thay thế nhau được, thì một sự can thiệp vô hiệu có thể ảnh hưởng đến tỷ giá. Vậy chứng cứ trong kinh nghiệm có cho thấy là việc can thiệp vô hiệu ảnh hưởng đến tỷ giá theo như cách phân tích trong Hình 21.9 hay không ? Câu trả lời hình như là "không". Nhiều công trình nghiên cứu của các nhà kinh tế của các viện cũng như của chính phủ tìm thấy ít chứng cứ để ủng hộ quan điểm là việc can thiệp vô hiệu có một ảnh hưởng đáng kể đến tỷ giá. Chứng cứ có hiệu quả dường như nói rằng để cho việc can thiệp ngoại hối hoạt động có kết quả thì nó phải là không vô hiệu.

TÓM TẮT

1. Tỷ giá (giá cả của đồng tiền một nước này biểu thị bằng đồng tiền một nước khác) là quan trọng vì nó ảnh hưởng đến giá cả hàng hóa được đem bán ở nước ngoài và đến giá cả hàng hóa nước ngoài mua về nước mình.

2. Thuyết ngang giá sức mua nêu lên rằng về lâu dài những thay đổi trong tỷ giá giữa hai nước được quyết định bởi những thay đổi trong mức giá cả tương đối của hai nước. Những nhân tố khác ảnh hưởng đến tỷ giá về lâu dài là thuế quan và cò-ta, cầu nhập khẩu, cầu xuất khẩu và năng suất lao động.

3. Tỷ giá được xác định về ngắn hạn bởi điều kiện ngang giá lãi, điều kiện này quy định rằng lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước ngang bằng với lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài.

4. Bất kỳ nhân tố nào ảnh hưởng đến lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài và tiền gửi trong nước đều sẽ dẫn đến những thay

đổi của tỷ giá. Những nhân tố đó bao gồm những thay đổi của lãi suất về tiền gửi trong nước và nước ngoài cũng như những thay đổi của bất kỳ nhân tố nào ảnh hưởng về lâu dài đến tỷ giá và do đó đến tỷ giá tương lai dự tính. Những thay đổi trong cung tiền tệ dẫn đến việc tỷ giá tăng vọt, trong đó tỷ giá thay đổi về ngắn hạn nhiều hơn là về dài hạn.

5. Sự tiếp cận của thị trường tài sản đến việc xác định tỷ giá có thể giải thích cả tính dễ biến động của tỷ giá và cũng như việc tăng giá của đôla trong thời kỳ 1980-1984 và việc sụt giá tiếp sau đó của đôla.

6. Một sự can thiệp hữu hiệu của ngân hàng trung ương, theo đó đồng tiền trong nước được bán để mua tài sản nước ngoài làm : (1) tăng dự trữ quốc tế ; (2) tăng cung tiền tệ ; và (3) giảm giá trị đồng tiền trong nước. Mặt khác chứng cứ đã có nêu lên rằng việc can thiệp vô hiệu của ngân hàng trung ương có ít tác dụng đến tỷ giá.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Khi đồng franc Pháp tăng giá, bạn thích uống nhiều rượu vang California hơn hay nhiều rượu vang Pháp hơn ?

* 2. Trả lời đúng, sai, hay chưa chắc chắn : "Một nước bao giờ cũng tồi tệ khi đồng tiền của nó suy yếu (giảm giá trị)".

3. Hãy kiểm tra trên một tờ báo các tỷ giá ngoại tệ ghi trong khung theo đồng các tín tài chính. Đồng tiền nào trong các đồng tiền đó đã lên giá, và đồng tiền nào đã xuống giá từ 4-4-1991 ?

* 4. Nếu mức giá cả của Pháp tăng 5% so với của Mỹ, thì thuyết ngang giá sức mua dự đoán sẽ xảy ra cái gì đối với giá trị đồng franc Pháp tính ra hàng đôla ?

5. Nếu cầu về xuất khẩu của một nước giảm xuống đồng thời thuế nhập khẩu lại tăng, thì tỷ giá có xu hướng tăng giá hay giảm giá về lâu dài ?

* 6. Từ giữa đến cuối những năm 1970 đồng yên tăng giá so với đồng đôla ngay cả khi mặc dù tỷ lệ lạm phát của Nhật cao hơn của Mỹ. Có thể giải thích điều đó như thế nào bằng việc tăng năng suất lao động của nền công nghiệp Nhật so với nền công nghiệp Mỹ ?

Sử dụng phân tích kinh tế để dự đoán tương lai

Trong những bài tập còn lại, hãy trả lời các câu hỏi bằng việc lập các biểu đồ thị trường ngoại hối thích hợp.

7. Tổng thống Mỹ công bố là ông ta sẽ giảm lạm phát bằng một chương trình chống lạm phát. Nếu công chúng tin ông ta, hãy dự đoán cái gì sẽ xảy ra với tỷ giá của Mỹ ?

* 8. Nếu ngân hàng trung ương Anh in tiền để giảm thất nghiệp, cái gì sẽ xảy ra với giá trị của đồng bảng Anh về ngắn hạn và dài hạn ?

9. Nếu chính phủ Pháp bất ngờ công bố rằng sẽ áp dụng thuế quan và cò-ta cao hơn đối với hàng ngoại trong một năm kể từ bây giờ, thì cái gì sẽ xảy ra với giá trị của đồng franc hôm nay ?

* 10. Nếu lãi suất danh nghĩa tại Mỹ tăng lên, nhưng lãi suất thực tế giảm xuống, hãy dự đoán cái gì sẽ xảy ra với tỷ giá của Mỹ ?

11. Nếu các công ty ô tô của Mỹ làm một cuộc một phá trong công nghệ ô tô và có khả năng sản xuất một xe ô tô chạy 60 dặm hết một ga lỏng xăng, thì cái gì sẽ xảy ra với tỷ giá của Mỹ ?

* 12. Nếu người Mỹ tiếp tục tiêu xài và mua nhiều gấp đôi nước hoa Pháp, ti vi Nhật, áo nịt len Anh, đồng hồ Thụy Sĩ, và vang Ý, thì cái gì sẽ xảy ra với giá trị đồng đôla Mỹ ?

13. Nếu lạm phát dự tính giảm xuống tại châu Âu làm cho lãi suất cũng giảm tại đó, hãy dự đoán cái gì sẽ xảy ra với tỷ giá của Mỹ ?

* 14. Nếu Fed mua đôla trên thị trường ngoại hối nhưng tiến hành một nghiệp vụ thị trường tự do bù trừ nhằm mục đích làm vô hiệu sự can thiệp, thì ảnh hưởng đối với dự trữ quốc tế, cung tiền tệ, và tỷ giá sẽ như thế nào ?

15. Nếu Dự trữ Liên bang mua đôla trên thị trường ngoại hối nhưng không làm vô hiệu sự can thiệp, thì ảnh hưởng đối với dự trữ quốc tế, cung tiền tệ và tỷ giá sẽ như thế nào ?

CHƯƠNG 22

Hệ thống tài chính quốc tế và chính sách tiền tệ

LỜI DẪN

Sự phụ thuộc lẫn nhau đang tăng lên giữa nền kinh tế Mỹ và các nền kinh tế phần còn lại của thế giới có nghĩa là chính sách tiền tệ của một nước không có thể được tiến hành mà không tính đến những mối quan tâm quốc tế. Bây giờ khi bạn đã hiểu thị trường ngoại hối hoạt động như thế nào, chúng ta cần xem xét chính sách tiền tệ bị ảnh hưởng như thế nào bởi cấu trúc của hệ thống tài chính quốc tế và các giao dịch tài chính quốc tế. Chúng ta cũng sẽ xem xét sự tiến triển của hệ thống tài chính quốc tế trong năm mươi năm qua và hệ thống đó có thể hướng về đâu trong tương lai.

CÁN CÂN THANH TOÁN

Bởi vì các giao dịch tài chính quốc tế có ảnh hưởng rất lớn đến chính sách tiền tệ, nên rất đáng để chúng ta hiểu những giao dịch đó được đo lường như thế nào. **Cán cân thanh toán** là một hệ thống kế toán ghi lại mọi việc trả tiền có ảnh hưởng trực tiếp đến sự vận động của vốn giữa một nước (khu vực tư nhân và nhà

nước) với các nước ngoài.

Các hạng mục của cán cân thanh toán mà bạn nhìn thấy trong bài Theo dòng các tin tài chính sử dụng phương pháp kế toán kép tiêu chuẩn rất giống phương pháp mà bạn hoặc tôi có thể dùng để ghi chép mọi khoản thu và chi của chúng ta. Mọi việc thanh toán từ người nước ngoài cho người Mỹ được ghi vào cột "thu" với dấu cộng (+) để thể hiện chúng là những khoản có ; nghĩa là, chúng là kết quả của một luồng vốn chảy vào người Mỹ. Những khoản thu bao gồm nước ngoài mua sản phẩm Mỹ, chẳng hạn như máy tính và lúa mì (xuất), những khoản trả tiền từ người du lịch ngoại quốc (dịch vụ), thu nhập từ đầu tư của Mỹ ra nước ngoài (thu nhập đầu tư), quà biếu của người nước ngoài và tiền hưu trí trả cho người Mỹ (di chuyển một chiều), và những khoản tiền của nước ngoài về các tài sản Mỹ (luồng nhập tư bản).

Mọi khoản trả tiền cho người nước ngoài được ghi vào cột "chi" với dấu (-) để thể hiện chúng là những khoản nợ bởi vì chúng là kết quả những luồng vốn cho các nước khác. Những khoản trả tiền đó bao gồm người Mỹ mua sản phẩm nước ngoài như rượu vang Pháp và xe ô tô Nhật (nhập), người Mỹ đi du lịch ở nước ngoài (dịch vụ), thu nhập của người nước ngoài từ những khoản đầu tư vào Mỹ (thu nhập đầu tư), viện trợ của nước ngoài, quà tặng và tiền hưu trí trả cho người nước ngoài (di chuyển một chiều), và những khoản tiền của Mỹ về tài sản nước ngoài (luồng xuất tư bản).

Tài khoản thường xuyên

Tài khoản thường xuyên biểu thị các giao dịch quốc tế liên quan đến các hàng hóa được sản xuất và dịch vụ thường xuyên. Chênh lệch giữa xuất khẩu hàng hóa (mục 1) và nhập khẩu hàng hóa (mục 2) gọi là **cán cân thương mại**. Khi nhập khẩu hàng hóa lớn hơn xuất khẩu hàng hóa (ở đây là 109 tỷ đôla), chúng ta có một sự thiếu hụt cán cân thương mại ; nếu xuất khẩu lớn hơn nhập khẩu, chúng ta có dư thừa cán cân thương mại.

Ba mục tiếp theo trong tài khoản thường xuyên là những khoản chi và thu ròng phát sinh từ thu nhập đầu tư, mua và bán dịch vụ, và di chuyển một chiều (quà biếu, tiền hưu trí và viện trợ nước ngoài). Ví dụ, năm 1990 thu nhập ròng về đầu tư của Mỹ là dư thừa 8 tỷ đôla (mục 3) bởi vì người Mỹ thu nhiều hơn chi về khoản thu nhập đầu tư. Người Mỹ mua dịch vụ của người nước ngoài ít hơn là

THEO DÒNG TIN TÀI CHÍNH

Cán cân thanh toán

Báo chí định kỳ đăng tin về cán cân thanh toán. Số liệu cán cân thương mại (xuất hàng trừ nhập hàng) được đăng hàng tháng vào tuần cuối của tháng. Toàn bộ các mục trong cán cân thanh toán được công bố hàng quý với số liệu của quý trước được công bố giữa ngày 18 và 19 của tháng cuối quý tiếp theo. Một ví dụ về các tài khoản của cán cân thanh toán của Mỹ như sau :

Cán cân thanh toán của Mỹ năm 1990 (tỷ đôla)

	Thu (+)	Chi (-)	(Số dư)
<i>Tài khoản thường xuyên</i>			
(1) Xuất hàng	+ 389		
(2) Nhập hàng		- 498	
Cán cân thương mại			- 109
(3) Thu nhập đầu tư ròng	+ 8		
(4) Dịch vụ ròng	+ 23		
(5) Di chuyển một chiều ròng		- 21	
Số dư tài khoản thường xuyên			- 99
<i>Tài khoản vốn</i>			
(6) Vốn xuất ra		- 59	
(7) Vốn nhập vào	+ 56		
(8) Sai lệch thống kê	+ 73		
Số dư giao dịch dự trữ chính thức			- 29
[(1) + (2) + (3) + (4) + (5) + (6) + (7) + (8)]			
<i>Phương pháp tài trợ</i>			
(9) Tăng trong dự trữ chính thức của Mỹ (-)		- 2	
(10) Tăng trong tài sản chính thức nước ngoài (+)	+ 31		
Tổng tài trợ dự thừa			+ 29
Tổng của (1) đến (10)			0
<i>Nguồn : Survey of Current Business</i>			

người nước ngoài mua dịch vụ của Mỹ cho nên thực thu ròng về dịch vụ là 23 tỷ đôla (mục 4). Vì người Mỹ chuyển tiền một chiều ra nước ngoài nhiều hơn là người nước ngoài chuyển tiền vào Mỹ, cho nên thực chi là 21 tỷ đôla trong mục (5).

Tổng số các hạng mục từ mục (1) đến mục (5) là cán cân tài khoản thường xuyên, mà năm 1990 bị thiếu hụt 99 tỷ đôla. Cán cân tài khoản thường xuyên là một khái niệm quan trọng của cán cân thanh toán do một số lý lẽ. Như chúng ta có thể thấy từ tài khoản của cán cân thanh toán, bất kỳ một sự dự thừa hoặc thiếu hụt trong tài khoản thường xuyên có thể được thăng bằng hoặc bằng các giao dịch của tài khoản vốn (cho vay hoặc vay nước ngoài) hoặc bằng những thay đổi trong các hạng mục có dự trữ nhà nước.

Tài khoản thường xuyên + tài khoản vốn =

thay đổi trong tài sản dự trữ của nhà nước

Cán cân tài khoản thường xuyên cho chúng ta biết là Mỹ (khu vực tư nhân và nhà nước) đang tăng hay đang giảm trái quyền của mình đối với của cải của nước ngoài. Một sự tăng lên chỉ ra rằng Mỹ đang tăng trái quyền của mình đối với của cải của nước ngoài, còn một sự thiếu hụt như trong năm 1990, chỉ ra rằng Mỹ giảm trái quyền của mình đối với của cải của nước ngoài⁽¹⁾.

Các nhà kinh tế theo dõi rất sát cán cân tài khoản thường xuyên bởi vì họ tin là nó có thể cung cấp thông tin về sự biến động tương lai của tỷ giá. Cán cân tài khoản thường xuyên cung cấp một số chỉ dẫn về cái gì đang xảy ra cho cầu nhập khẩu và xuất khẩu mà như chúng ta đã thấy trong Chương 21, có thể ảnh hưởng đến tỷ giá. Thêm vào đó, cán cân tài khoản thường xuyên cung cấp thông tin về cái gì sẽ xảy ra cho các trái quyền của Mỹ đối với của cải nước ngoài trong thời gian dài. Vì một sự chuyển động của của cải nước ngoài sang tay các người cư trú

(1) Cán cân tài khoản thường xuyên cũng có thể được quan niệm là nhằm chỉ ra tổng số tiết kiệm đã vượt quá tổng số đầu tư của khu vực tư nhân và nhà nước tại Mỹ như thế nào. Chúng ta cũng có thể thấy điều đó bằng cách lấy ý rằng tổng số tiết kiệm của Mỹ bằng phần tăng trong tồn lượng tư bản Mỹ (của cải hiện vật tại Mỹ). Chênh lệch giữa hai đại lượng này là mức tăng lên trong trái quyền của Mỹ đối với của cải nước ngoài.

Mỹ có thể ảnh hưởng đến cầu về tài sản đôla, nhưng thay đổi trong trái quyền của Mỹ đối với của cải của nước ngoài, được phản ánh vào cán cân tài khoản thường xuyên, có thể ảnh hưởng đến tỷ giá theo thời gian. ⁽²⁾

Tài khoản vốn

Tài khoản vốn mô tả luồng vốn di chuyển giữa Mỹ với các nước khác. Vốn chạy ra là người Mỹ mua tài sản nước ngoài (một hạng mục chi) còn vốn chạy vào là người nước ngoài mua tài sản Mỹ (một hạng mục thu). Vốn chạy ra (mục 6) nhiều hơn là vốn chạy vào (mục 7) dẫn đến kết quả là một luồng ròng 3 tỷ đôla vốn chạy từ những cá nhân vào công ty Mỹ đổi lấy những trái quyền đối với người nước ngoài.

Khoản sai lệch thống kê (mục 8) thể hiện những sai sót trong việc đo lường các giao dịch, bởi vì những giao dịch không được ghi chép liên quan đến buôn lậu và các luồng vốn khác. Khoản sai lệch thống kê mà làm cho các tài khoản của cán cân thanh toán được thăng bằng, là một khoản dư thừa lớn + 73 tỷ đôla, khoản này gợi cho thấy là một vài hạng mục khác trong cán cân thanh toán có thể không được đo lường thật chính xác. Nhiều chuyên gia tin rằng sai lệch thống kê chủ yếu là do kết quả của những luồng tư bản lớn lên rút chạy vào Mỹ và như vậy hạng mục này đã được đặt vào phần tài khoản tư bản của cán cân thanh toán.

Cán cân giao dịch dự trữ chính thức

Tổng số của mục (1) đến mục (8) gọi là **cán cân giao dịch dự trữ chính thức**, bằng cán cân tài khoản thường xuyên cộng các mục trong tài khoản vốn. Khi chúng ta nói đến dư thừa hay thiếu hụt của cán cân thanh toán, nghĩa là chúng ta thực sự nói đến dư thừa hay thiếu hụt của cán cân giao dịch dự trữ chính thức. Vì tài khoản của cán cân thanh toán phải thăng bằng, nên cán cân giao dịch dự trữ chính thức cho chúng ta biết số dự trữ quốc tế ròng phải đi

(2) Nếu người cư trú Mỹ thích tài sản đôla nhiều hơn là người nước ngoài, thì một sự di chuyển của của cải nước ngoài chạy vào người cư trú Mỹ khi cán cân thanh toán dư thừa, sẽ làm tăng cầu về tài sản đôla qua thời gian và sẽ làm cho đôla lên giá.

chuyển giữa các ngân hàng trung ương để tài trợ cho các giao dịch quốc tế. Một lý do làm cho chúng ta đặc biệt quan tâm đến các chuyển động của dự trữ quốc tế là, như chúng ta đã thấy trong chương trước, các chuyển động đó có một ảnh hưởng quan trọng đến cung ứng tiền tệ.

Phương pháp tài trợ cán cân thanh toán

Vì đồng tiền của đại đa số các nước không được các nước khác nắm giữ làm dự trữ quốc tế, nên những nước này phải thanh toán bội chi của mình (khoản thiếu hụt cán cân thanh toán) bằng cách trả dự trữ quốc tế cho các chính phủ và ngân hàng trung ương nước ngoài. Một khoản thiếu hụt của cán cân thanh toán quốc tế đi liền với việc mất một khoản dự trữ quốc tế. Cũng như vậy, một khoản dư thừa của cán cân thanh toán quốc tế đi liền với việc thu được một khoản dự trữ quốc tế.

Không giống như các đồng tiền của các nước khác, đồng đôla Mỹ và những tài sản ghi bằng đôla là bộ phận cấu thành chủ yếu của dự trữ quốc tế được các nước khác nắm giữ. Như vậy, một sự thiếu hụt của cán cân thanh toán của Mỹ có thể được tài trợ bằng một sự giảm xuống của dự trữ quốc tế của Mỹ và/hoặc một sự tăng lên của quỹ dự trữ quốc tế của các ngân hàng trung ương nước ngoài (tài sản đôla). Mặt khác, một dư thừa của cán cân thanh toán của Mỹ có thể được tài trợ hoặc bằng một sự tăng lên của dự trữ quốc tế của Mỹ hoặc bằng một sự giảm xuống của dự trữ quốc tế của các ngân hàng trung ương nước ngoài.

Đối với Mỹ năm 1990, khoản thiếu hụt của các giao dịch dự trữ chính thức 29 tỷ đôla được thanh toán bằng khoản tăng 2 tỷ đôla của dự trữ quốc tế của Mỹ (mục 9 trong cột chi trả)⁽³⁾ và khoản tăng 31 tỷ đôla của số dự trữ của nước ngoài bằng đôla (mục 10 trong cột thu). Kết quả ròng, là khoản Mỹ nợ chính phủ nước ngoài (ngân hàng trung ương) tăng 29 tỷ đôla (31 tỷ đôla do nước ngoài nắm giữ trừ đi 2 tỷ dự trữ quốc tế do Mỹ nắm giữ). Khoảng tăng ròng 29 tỷ nợ của Mỹ vừa bù đúng khoản thiếu hụt 29 tỷ đôla của giao dịch dự trữ chính thức, do vậy tổng của các mục từ (1) đến (10) là bằng không, và tài khoản thăng bằng.

(3) Thoạt tiên có thể dường như là kỳ lạ khi Mỹ có được 2 tỷ đôla dự trữ quốc tế, thì được ghi vào cán cân thanh toán coi như một khoản chi trả với dấu trừ. Xin nhắc lại rằng khi một ngân hàng trung ương có được dự trữ quốc tế thì là nó đã mua tài sản nước ngoài. Vì vậy, một sự giảm xuống trong dự trữ quốc tế giống y như một luồng tư bản chạy ra trong tài khoản tư bản và thể hiện ra là một khoản chi trả với dấu trừ.

SỰ TIẾN TRIỂN CỦA HỆ THỐNG TÀI CHÍNH QUỐC TẾ

Trước khi nghiên cứu ảnh hưởng của giao dịch tài chính quốc tế đến chính sách tiền tệ, bạn cần hiểu cấu trúc trước đây và hiện nay của hệ thống tài chính quốc tế.

Bản vị vàng

Trước Thế chiến I, nền kinh tế thế giới hoạt động theo chế độ bản vị vàng, trong đó đồng tiền của đại đa số các nước trực tiếp đổi ra vàng. Ví dụ, tiền giấy đôla Mỹ có thể được quay trở lại Kho bạc Mỹ và được đổi ra bằng gần 1/20 lạng vàng. Cũng như vậy, Kho bạc Anh sẽ đổi 1/4 lạng vàng cho một bảng Anh. Vì một người Mỹ có thể đổi 20 đôla lấy một lạng vàng, lạng vàng này có thể dùng để mua 4 bảng Anh, cho nên tỷ giá hối đoái giữa đồng bảng Anh với đồng đôla được ấn định thực sự là gần 5 đôla ăn một bảng. Gắn chặt các đồng tiền vào vàng đưa đến kết quả là một hệ thống tài chính quốc tế với tỷ giá cố định giữa các nước. Tỷ giá cố định dưới chế độ bản vị vàng có một điểm lợi rất quan trọng là khuyến khích buôn bán thế giới bằng việc loại bỏ sự lưỡng lự khi các tỷ giá biến động.

Để biết bản vị vàng hoạt động như thế nào trong thực tế, chúng ta hãy xem điều gì xảy ra, nếu trong chế độ bản vị vàng, đồng bảng Anh bắt đầu tăng giá lên cao hơn ngang giá 5 đôla. Nếu một người nhập khẩu Mỹ mua vải len tốt của Anh giá 100 bảng Anh trả bằng đôla, thì nó phải chi nhiều hơn 500 đôla so với trước. Song, người nhập khẩu có một cách lựa chọn khác là mua vàng, cách này có thể giảm chi phí mua vải len tốt. Thay vì dùng đôla trả tiền mua vải len tốt, người nhập khẩu Mỹ có thể đổi 500 đôla ra vàng, chở số vàng đó sang Anh, rồi chuyển đổi ra 100 bảng Anh. Việc chở vàng sang Anh rẻ hơn khi mà giá đồng bảng Anh vẫn cao hơn ngang giá 5 đôla (cộng thêm số tiền nhỏ trả chi phí vận chuyển vàng).

Đồng bảng Anh tăng giá làm cho Anh thu thêm được dự trữ quốc tế (vàng) và Mỹ thì bị mất đi một số tương đương. Do việc thay đổi trong dự trữ quốc tế của một nước dẫn đến một sự thay đổi tương đương trong cơ sở tiền tệ của nước đó, nên việc vàng chuyển từ Mỹ sang Anh làm cho cơ sở tiền tệ của Anh tăng lên và cơ sở tiền tệ của Mỹ giảm xuống. Kết quả tăng lên trong cung ứng tiền tệ làm

tăng mức giá cả của Anh trong khi việc cung ứng tiền tệ của Mỹ giảm xuống làm mức giá của Mỹ giảm xuống. Kết quả mức giá tại Anh tăng lên so với mức giá tại Mỹ làm cho đồng bảng giảm giá. Quá trình này sẽ tiếp tục cho đến khi giá trị của đồng bảng giảm xuống trở lại ngang giá 5 đôla của nó.

Ngược lại, việc sụt giá của đồng bảng xuống dưới ngang giá 5 đôla, thúc đẩy việc chở vàng từ Anh sang Mỹ. Những khoản vàng này làm tăng cung ứng tiền tệ của Mỹ và làm giảm cung ứng tiền tệ của Anh, do đó làm cho đồng bảng tăng giá lên trở lại ngang giá 5 đôla. Như vậy, chúng ta thấy rằng dưới chế độ bản vị vàng, một việc tăng lên hoặc hạ xuống của tỷ giá tạo ra những lực làm cho tỷ giá quay trở về ngang giá của nó.

Khi mà các nước còn tuân thủ "quy tắc trò chơi" trong chế độ bản vị vàng và duy trì đồng tiền nước mình dựa trên cơ sở vàng và được đổi ra vàng, thì tỷ giá vẫn còn là tỷ giá cố định. Tuy nhiên, như trong ví dụ của chúng ta, việc gia nhập vào chế độ bản vị vàng có nghĩa là nước đó không còn kiểm soát được chính sách tiền tệ của mình, bởi vì lượng cung ứng tiền tệ của nước đó, đại bộ phận, được xác định bởi các luồng vàng di chuyển giữa các nước. Hơn nữa, chính sách tiền tệ trên toàn thế giới bị việc sản xuất vàng và việc phát hiện mỏ vàng ảnh hưởng rất lớn. Khi sản xuất vàng ở mức thấp vào những năm 1870 và 1880, thì lượng cung ứng tiền tệ trên toàn thế giới tăng lên chậm và không ăn nhập với sự tăng trưởng của kinh tế thế giới. Kết quả là tình trạng lạm phát, nghĩa là, mức giá cả sụt xuống. Những cuộc phát hiện vàng ở Alaska và ở Nam Phi trong những năm 1890, sau đó ta đã mở rộng rất mạnh việc sản xuất vàng, việc này lại làm cho lượng cung ứng tiền tệ tăng nhanh và mức giá cả tăng lên (lạm phát) cho đến Thế chiến I.

Hệ thống Bretton Woods và Quỹ tiền tệ quốc tế

Thế chiến I bùng nổ dẫn đến những sự tan vỡ buôn bán, các nước không còn có thể chuyển đổi đồng tiền nước mình ra vàng. Chế độ bản vị vàng sụp đổ. Bất chấp những cố gắng nhằm khôi phục lại chế độ này trong thời kỳ giữa hai cuộc chiến tranh, cuộc suy thoái toàn thế giới, bắt đầu năm 1929, đưa chế độ này đến chỗ sụp đổ vĩnh viễn : vì sự thắng lợi của đồng minh trong Thế chiến II đã hiện ra chắc chắn vào năm 1944, nên các nước đồng minh đã họp nhau tại Bretton Woods, bang Hampshire, để triển khai một hệ thống tiền tệ quốc tế mới nhằm

thúc đẩy buôn bán thế giới và sự phồn vinh. Hiệp định được ký kết giữa các nước đồng minh là một hiệp định theo đó các ngân hàng trung ương mua và bán đồng tiền của mình theo đó các ngân hàng trung ương mua và bán đồng tiền của mình theo tỷ giá được ấn định ở một mức nhất định (gọi là **chế độ tỷ giá cố định**). Hiệp định kéo dài từ năm 1945 đến năm 1971 được gọi là **Hệ thống Bretton Woods**.

Hiệp định Bretton Woods lập ra **Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)**, quỹ này có 30 nước hội viên đầu tiên vào năm 1945 và hiện nay có hơn 150 nước. IMF được trao nhiệm vụ thúc đẩy buôn bán thế giới tăng trưởng bằng cách định ra các quy tắc nhằm duy trì tỷ giá cố định và bằng cách cho vay những nước nào mà gặp khó khăn của cán cân thanh toán⁽⁴⁾. IMF cũng tiến hành việc thu thập và tiêu chuẩn hóa các dữ kiện kinh tế, coi đó là một bộ phận của vai trò của nó là theo dõi việc các nước thành viên thực hiện đúng các quy tắc của Quỹ.

Hiệp định Bretton Woods cũng thành lập **Ngân hàng thế giới** (Ngân hàng Quốc tế Tái thiết và Phát triển), ngân hàng này hiện đang cấp tín dụng dài hạn để giúp các nước đang phát triển xây dựng các đập, đường sá, và các vốn hiện vật khác, những cái này sẽ góp phần vào việc phát triển kinh tế của những nước đó. Vốn của những khoản tín dụng này chủ yếu thu được từ việc Ngân hàng thế giới phát hành trái khoán đem bán trên thị trường vốn của những nước phát triển⁽⁵⁾.

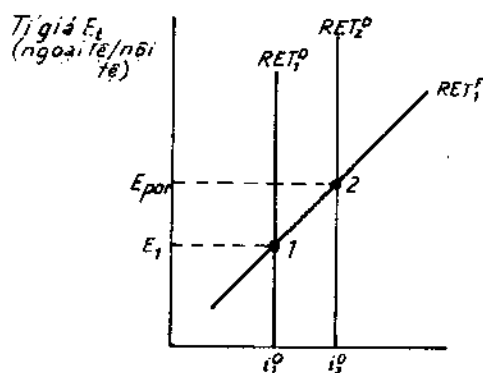
Vì Mỹ nổi lên từ Thế chiến II như là một sức mạnh kinh tế lớn nhất của thế giới với hơn một nửa năng lực chế tạo của thế giới và chiếm phần lớn hơn trong số vàng của thế giới nên hệ thống tỷ giá cố định Bretton Woods được dựa trên cơ sở việc chuyển đổi đôla Mỹ ra vàng (chỉ đối với các chính phủ và các ngân hàng trung ương nước ngoài) theo giá 35 đôla một ounce vàng. Tỷ giá cố định phải được giữ vững bằng sự can thiệp của các ngân hàng trung ương trên thị trường ngoại hối tại những nước ngoài nước Mỹ, những nước này mua và bán tài sản đôla mà những nước này nắm giữ làm dự trữ quốc tế. Đôla Mỹ, mà được các nước khác dùng để gọi tên các tài sản mà họ nắm giữ làm dự trữ quốc tế, được gọi là **đồng**

(4) Quy tắc cho việc chi đạo buôn bán giữa các nước (tân định thuế quan và có-ta) được trao cho Hiệp định chung về thuế quan và buôn bán (GATT), một tổ chức hoạt động tại Geneva. Bàn luận về việc cơ quan này hoạt động như thế nào, hãy xem John Williamson, *Kinh tế mở và kinh tế thế giới* (New York : Basic Book, 1983).

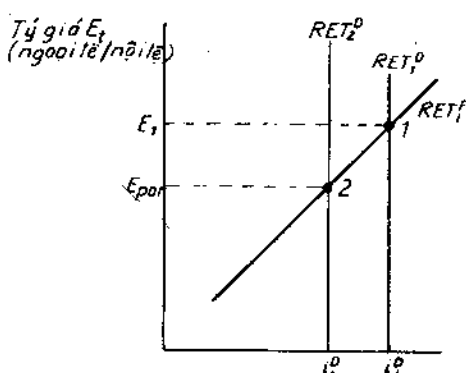
(5) Năm 1990, Ngân hàng thế giới thành lập một chi nhánh. Hiệp hội Phát triển Quốc tế (IDA), tổ chức này cấp tín dụng đặc biệt hấp dẫn cho các nước thế giới thứ ba (không hạn phụ, thời hạn 50 năm và không có lãi). Vốn cho những khoản tín dụng này thu từ phần đóng góp của cả nước.

tiền dự trữ. Như vậy, một đặc điểm quan trọng của hệ thống Bretton Woods là việc đặt Mỹ thành nước của đồng tiền dự trữ.

Chế độ tỷ giá cố định hoạt động như thế nào. Một đặc điểm quan trọng của hệ thống Bretton Woods là nó định ra một chế độ tỷ giá cố định. Hình 22.1 chỉ cho chúng ta biết một chế độ tỷ giá cố định hoạt động như thế nào trong thực tiễn, bằng cách sử dụng mô hình xác định tỷ giá mà chúng ta đã học trong các chương trước. Hình (a) mô tả tình hình đồng nội tệ lúc đầu được định trên ngang giá đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài (RET_1^F) cắt đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước (RET_1^D) tại một tỷ giá E_1 , tỷ giá này thấp hơn ngang giá (cố định) của tỷ giá E_{par} . Để giữ cho tỷ giá tại điểm E_{par} , ngân hàng trung ương phải can thiệp vào thị trường ngoại hối để mua đồng nội tệ bằng cách bán tài sản nước ngoài, và cũng giống như một việc bán trên thị trường tự do, hành động này có nghĩa là cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ giảm xuống. Vì tỷ giá sẽ tiếp tục được xác định tại E_{par} , cho nên tỷ giá tương lai dự tính



(a) Can thiệp trong trường hợp tỷ giá được định trên ngang giá. Lợi tức dự tính (tính bằng nội tệ)



(b) Can thiệp trong trường hợp tỷ giá được định dưới ngang giá. Lợi tức dự tính (tính bằng nội tệ)

Hình 22.1. Can thiệp trên thị trường ngoại hối dưới chế độ tỷ giá cố định.

Trong hình (a) tỷ giá tại E_{par} bị định trên ngang giá. Để giữ cho tỷ giá tại E_{par} (điểm 2), ngân hàng trung ương phải mua đồng nội tệ để di chuyển đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước đến RET_1^D . Trong hình (b) tỷ giá tại E_{par} bị định dưới ngang giá nên ngân hàng trung ương cần bán nội tệ để di chuyển RET_1^D đến RET_2^D nhằm giữ tỷ giá tại E_{par} (điểm 2).

vẫn không thay đổi và như vậy đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài vẫn ở tại RET_1^F . Tuy nhiên, việc mua đồng tiền trong nước dẫn đến cung ứng tiền tệ giảm xuống cũng làm cho lãi suất về tiền gửi trong nước (i^D) tăng lên. Việc tăng lên này lại làm di chuyển lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước RET^D sang phía bên phải. Ngân hàng trung ương tiếp tục mua đồng nội tệ và bán tài sản nước ngoài cho đến khi đường cong RET^D đạt đến RET_2^D và tỷ giá thăng bằng E_{par} nằm tại điểm 2 trong hình (a)

Như vậy, chúng ta đi đến kết luận là *khi đồng nội tệ bị định giá trên ngang giá, ngân hàng trung ương phải mua nội tệ, để giữ cho tỷ giá được cố định, nhưng kết quả là mất đi dự trữ quốc tế.*

Hình (b) trong Hình 22.1 chỉ cho ta thấy việc can thiệp của ngân hàng trung ương đã giữ cho tỷ giá được cố định tại E_{par} như thế nào khi tỷ giá lúc đầu bị định dưới ngang giá, nghĩa là khi RET_1^F và RET_1^D lúc đầu cắt nhau tại tỷ giá E_1 , tỷ giá này cao hơn E_{par} . Tại đây ngân hàng trung ương phải bán nội tệ và mua tài sản nước ngoài, và điều này hoạt động giống như một việc mua trên thị trường tự do để tăng cung tiền tệ và giảm lãi suất về tiền gửi trong nước, i^D . Ngân hàng trung ương duy trì việc bán nội tệ và hạ thấp i^D cho đến khi RET^D di chuyển tất cả sang RET_2^D , tại đây tỷ giá thăng bằng nằm tại điểm E_{par} (điểm 2 trong hình (b)). Việc phân tích của chúng ta dẫn đến kết luận sau : *Khi đồng nội tệ bị định dưới ngang giá, ngân hàng trung ương phải bán nội tệ để giữ cho tỷ giá được cố định, nhưng kết quả là nó thu được dự trữ quốc tế.*

Như chúng ta đã thấy, nếu một nước có tỷ giá bị định trên ngang giá thì những nỗ lực của ngân hàng trung ương nhằm duy trì đồng tiền nước mình không bị sụt giá sẽ dẫn đến đưa đến kết quả là mất đi dự trữ quốc tế. Nếu ngân hàng trung ương của một nước cuối cùng cạn hết dự trữ quốc tế thì nó không thể giữ cho đồng tiền của mình không bị sụt giá và một việc phá giá phải xảy ra theo đó ngang giá được ấn định ở một mức thấp hơn.

Mặt khác, nếu một nước có tỷ giá bị định dưới ngang giá, thì lúc đó việc can thiệp của ngân hàng trung ương đó nhằm giữ cho đồng tiền nước mình khỏi tăng giá dẫn đến việc thu được dự trữ quốc tế. Như chúng ta sẽ thấy, do ngân hàng trung ương có thể không muốn thu dự trữ quốc tế, nó có thể muốn định lại ngang giá của mình ở một mức cao hơn (việc nâng giá).

Cần lưu ý rằng nếu tiền gửi trong nước và tiền gửi nước ngoài là hoàn toàn thay thế nhau được, như đã được giả định trong mô hình của việc xác định tỷ giá dùng ở đây, thì việc can thiệp hối đoái vô hiệu sẽ không có khả năng duy trì tỷ giá tại E_{par} , bởi vì, như chúng ta đã thấy trong chương trước, đường RET^F hoặc

đường RET^D đều sẽ không di chuyển. Ví dụ, nếu tỷ giá bị định trên ngang giá thì một việc mua vô hiệu đồng nội tệ sẽ vẫn để cho lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước thấp hơn lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài và nằm tại ngang giá - như vậy thì áp lực làm cho đồng nội tệ sụt giá sẽ không bị tiêu tan đi. Nếu ngân hàng trung ương duy trì việc mua nội tệ nhưng lại tiếp tục làm cho nó vô hiệu, thì nó sẽ mất dự trữ quốc tế cho đến khi cạn hết và buộc phải để cho giá trị của đồng tiền nước mình đi tìm một mức giá thấp hơn. Nếu tiền gửi trong nước và tiền gửi nước ngoài không hoàn toàn thay thế nhau được, thì, như đã được chứng minh trong Hình 21.9 trong chương trước, có khả năng là những sự can thiệp vô hiệu có thể được sử dụng để ấn định tỷ giá. Tuy nhiên, như đã được chỉ ra trước đây, chứng cứ đã có không gợi ý cho chúng ta là những sự can thiệp vô hiệu có thể hoạt động để giữ cho tỷ giá được cố định.

Hệ thống Bretton Woods của tỷ giá cố định. Trong hệ thống Bretton Woods, người ta coi là tỷ giá chỉ được thay đổi khi một nước bị một sự "mất thăng bằng cơ bản", nghĩa là cán cân thanh toán bị thiếu hụt hay dư thừa dai dẳng. Để duy trì tỷ giá cố định khi mà các nước bị thiếu hụt cán cân thanh toán và bị mất dự trữ quốc tế, thì IMF sẽ cho các nước thiếu hụt vay dự trữ quốc tế do các nước thành viên khác đóng góp. Kết quả của việc IMF có quyền lực quyết định các điều kiện cho vay đối với các nước đi vay, là nó có thể khuyến khích các nước bị thiếu hụt theo đuổi những chính sách tiền tệ thắt chặt, những chính sách sẽ làm cho đồng tiền của những nước đó vững mạnh lên hoặc sẽ thu tiêu được thiếu hụt của cán cân thanh toán. Nếu những khoản cho vay của IMF không ngăn chặn được sự sụt giá của đồng tiền, thì nước đương sự được phép phá giá đồng tiền nước mình bằng cách ấn định một tỷ giá mới thấp hơn.

Điểm yếu cơ bản của hệ thống Bretton Woods là, mặc dù các nước thiếu hụt mất đi dự trữ quốc tế có thể bị ép buộc phải phá giá đồng tiền của mình hoặc theo đuổi những chính sách thắt chặt, nhưng IMF không có cách nào buộc các nước dư thừa hoặc là nâng tỷ giá của họ lên hoặc là theo đuổi những chính sách bành trướng hơn. Điều đặc biệt khó chịu về mặt này là việc nước của đồng tiền dự trữ, nước Mỹ, có thể không phải phá giá đồng tiền nước mình trong hệ thống Bretton Woods, ngay cả khi đồng đôla bị định giá cao. Khi nước Mỹ cố gắng giảm thất nghiệp ở Mỹ trong những năm 1960 bằng cách theo đuổi một chính sách tiền tệ bành trướng (xem Chương 28) thì sự "mất cân bằng cơ bản" của một đồng đôla được định giá cao đã phát triển. Do các nước dư thừa không muốn nâng tỷ giá đồng tiền của mình lên, nên sự điều chỉnh trong hệ thống Bretton Woods không thực hiện được và hệ thống sụp đổ năm 1971.

ỨNG DỤNG

HAI CUỘC KHỦNG HOẢNG TÀI CHÍNH QUỐC TẾ : PHÁ GIÁ CỦA ANH NĂM 1967 VÀ SỰ SỤP ĐỔ CỦA HỆ THỐNG BRETTON WOODS NĂM 1971

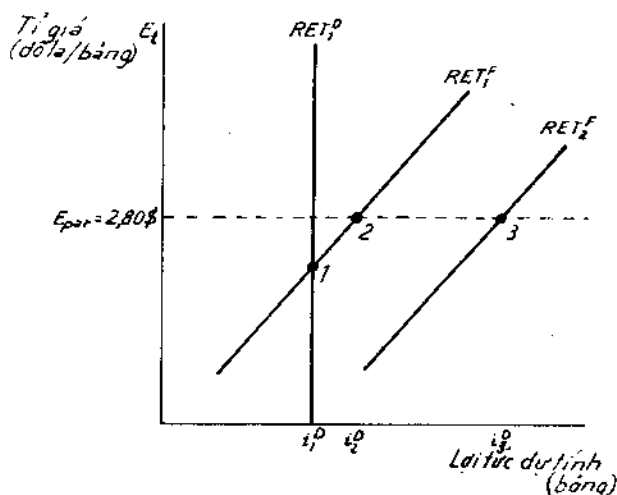
Trong các nhược điểm của mình, hệ thống Bretton Woods thúc đẩy các cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế đang bất ổn định, mà trong đó có một cuộc "tấn công đầu cơ" vào một đồng tiền, nghĩa là bán ồ ạt một đồng tiền yếu (hoặc mua một đồng tiền mạnh) do vậy thúc đẩy một sự thay đổi trong tỷ giá. Hai ví dụ chính của các cuộc khủng hoảng tài chính đã xảy ra trong hệ thống Bretton Woods là cuộc phá giá đồng bảng Anh tháng 11/1967 và các sự kiện dẫn đến sự sụp đổ của hệ thống Bretton Woods tháng 5/1971. Chúng ta sẽ nghiên cứu những cuộc tấn công đầu cơ đã xảy ra như thế nào trong hai cuộc khủng hoảng đó bằng cách sử dụng mô hình của chúng ta về việc xác định tỷ giá.

Hình 22.2 chỉ cho thấy là trước khi xảy ra cuộc tấn công vào đồng bảng, điểm cắt nhau của đường RET_1^H , và đường RET_1^F là dưới ngang giá 2,80 đôla/một bảng. (Trong ví dụ này đồng nội tệ là đồng bảng, vì vậy RET^H là lợi tức dự tính về tiền gửi bảng Anh, còn đồng ngoại tệ là đôla nên RET^F là lợi tức dự tính về tiền gửi đôla). Đồng bảng bị định trên ngang giá và ngân hàng trung ương Anh (ngân hàng Anh) phải mua bảng Anh và bán tài sản nước ngoài (đôla) sao cho cung tiền tệ sẽ phải giảm xuống và lãi suất của tiền gửi bảng Anh sẽ phải tăng lên đến i_0 để cho tỷ giá đứng tại ngang giá 2,80 đôla/một bảng. (Việc di chuyển đường RET^H để cắt tại điểm 2 không được thể hiện trong hình, nhằm mục đích giảm bớt rắc rối). Việc mua những đồng bảng đó đã đưa đến kết quả là mất đi dự trữ quốc tế, điều này đã được phản ánh vào tình trạng thiếu hụt dài dằng trong cán cân thanh toán của Anh.

Vào ngày 17 tháng 11 năm 1967, việc Anh mất đi nhiều tỷ đôla dự trữ lớn đến nỗi những người đầu cơ bắt đầu nghi ngờ là, mặc dù có những khoản cho vay của IMF, nhưng Anh sẽ phải phá giá nay mai. Khi mà các nhà đầu cơ bắt đầu tin chắc rằng việc phá giá sắp phải xảy ra, và như vậy giá trị của các khoản tiền gửi nước ngoài (đôla) sẽ tăng lên so với tiền gửi bảng Anh, thì lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài đã tăng lên rất mạnh, di chuyển đường biểu diễn lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài đến điểm RET_2^F trong Hình 22.2. Việc tăng mạnh của lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài so với tiền gửi bảng Anh gây nên một việc bán bảng Anh ồ ạt của những nhà đầu cơ. Việc can thiệp của ngân hàng trung ương

Anh nhằm nâng đỡ tỷ giá bảng Anh trở nên cứng lớn hơn và đòi hỏi tăng lãi suất tiền gửi bảng Anh lên đến i^D . Những cố gắng của Ngân hàng Anh nhằm đối phó lại cuộc tấn công đầu cơ bằng cách mua bảng Anh đã dẫn đến việc mất nhiều dự trữ quốc tế của Anh. Thật vậy, chỉ trong một ngày, ngày 17/11, Ngân hàng Anh đã bắt buộc phải mua bảng Anh trị giá trên một tỷ đôla nhằm giữ cho tỷ giá không tụt xuống. Bấy giờ Ngân hàng Anh nhận ra rằng nó không thể bảo vệ thành công đồng bảng Anh, và ngày hôm sau nó đầu hàng và phá giá đồng bảng Anh 14%.

Những người đầu cơ đã bán bảng Anh trị giá 1 tỷ đôla cho Ngân hàng Anh để lấy 1 tỷ đôla Mỹ vào ngày 17/11 đã giàu to. Mức phá giá 14% ngày 18/11 có nghĩa là số đôla mà họ đã mua bằng bảng Anh đã tăng giá trị lên 14% so với bảng Anh,



đem lại cho họ một khoản lợi nhuận 140 triệu đôla (14% của 1 tỷ). Không phải là tối đối với một ngày kinh doanh! Đương nhiên là Ngân hàng Anh thiệt mất 140 triệu đôla. Bảo vệ một đồng tiền chống lại một cuộc tấn công đầu cơ là một việc làm tốn kém.

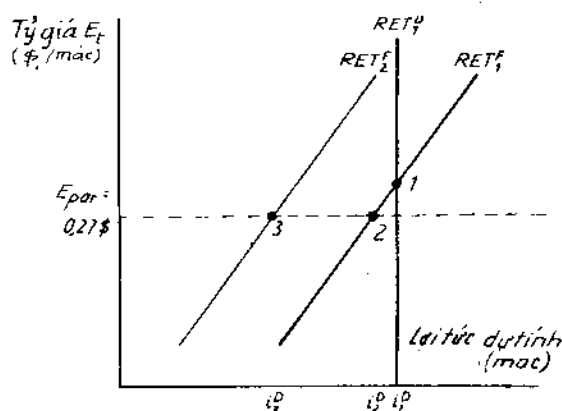
Những cuộc khủng hoảng tài chính khác đã làm phiền hà hệ thống Bretton Woods sau cuộc

Hình 22.2 Thị trường ngoại hối Anh năm 1967

Việc các người đầu cơ hiểu rõ rằng Anh sắp sẽ phá giá đồng bảng nay mai làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài (đôla) và di chuyển RET^F đến RET^F_2 . Kết quả là ngân hàng trung ương Anh cần phải mua nhiều hàng Anh hơn nữa để nâng lãi suất lên tới i^D , nhằm giữ cho tỷ giá bảng Anh ở mức 2,80 đôla/một bảng.

phá giá của Anh (cuộc khủng hoảng của đồng bảng năm 1968, cuộc phá giá đồng bảng tháng 8/1969, đồng mắc Tây Đức thả nổi và tăng giá tháng

9 - 10 năm 1969). Cuối cùng hệ thống bị cuộc khủng hoảng tài chính quốc tế làm sụp đổ bắt đầu từ đầu năm 1971. Trong năm 1970 khoản thiếu hụt của cán cân thanh toán của Mỹ bắt đầu tăng nhanh, đạt gần 10 tỷ đôla. Trong quý một năm 1971, khoản đó lại càng lớn hơn nữa, đạt 5 tỷ đôla. Những khoản thiếu hụt đó



Hình 22.3. Thị trường ngoại hối đối với đồng mác Đức năm 1971. Việc các người đầu cơ hiểu rõ rằng Đức sẽ phải nâng giá đồng mác nay mai đã làm giảm lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài (đôla) và di chuyển RET^F đến RET_2^F . Kết quả là ngân hàng trung ương Đức cần phải mua rất nhiều hơn đôla để hạ thấp lãi suất đến i_3^D nhằm giữ cho tỷ giá ở mức 0,27 đôla ăn một mác.

của cán cân thanh toán của Mỹ có nghĩa là các nước khác được dư thừa, mà khoản dư thừa lớn nhất là của Tây Đức.

Hình 22.3 mô tả tình hình thị trường ngoại hối đối với đồng mác Tây Đức. Việc định trên ngang giá đồng đôla Mỹ có nghĩa là đồng mác Đức bị định giá thấp hơn ngang giá khoảng 0,27 đôla một mác (như các đường biểu diễn ban đầu RET_1^D và RET_1^F cắt nhau tại điểm đã chỉ cho chúng ta thấy). Ngân hàng trung ương Tây Đức (Bundesbank) đã bán mác và mua đôla để di chuyển đường RET^D

sang bên phải và kết quả là đã thu được dự trữ quốc tế. Từ tháng 1 đến tháng 3/1971, ngân hàng Bundesbank đã mua 2 tỷ đôla Mỹ để thực hiện nghĩa vụ của mình là giữ cho tỷ giá cố định tại 0,27 đôla ăn một mác. Như vậy nó thu được 2 tỷ đôla dự trữ quốc tế. Tháng 4 Tây Đức thu thêm được 3 tỷ đôla dự trữ quốc tế nữa do kết quả của việc bảo vệ tỷ giá.

Việc mua rất nhiều dự trữ quốc tế có nghĩa là cơ sở tiền tệ của Đức đã bắt đầu tăng lên, dẫn đến việc tăng trưởng cực kỳ nhanh chóng của cung ứng tiền tệ của Đức. Vì Bundesbank không muốn cho quá trình này tiếp tục diễn ra, nên vào một lúc nào đó trong tương lai gần, nó sẽ buộc phải nâng giá đồng mác. Một khi mà những người tham gia vào thị trường ngoại hối nhận ra rằng việc nâng giá đồng mác là có thể xảy ra và như vậy thì các khoản tiền gửi nước ngoài (đôla) sẽ có thể giảm giá trị so với đồng mác, thì lợi tức dự tính về tiền gửi đôla giảm xuống rất mạnh, làm di chuyển đường RET^F sang RET_2^F .

Như sự phân tích của chúng ta đã dự đoán, ngân hàng trung ương Đức lúc bấy giờ sẽ phải can thiệp rất mạnh để bán mác và mua đôla nhằm giữ cho tỷ giá được cố định. Ngày 4 tháng 5, Bundesbank đã mua 1 tỷ đôla nhằm bảo vệ đồng đôla và bảo vệ tỷ giá của Đức, vì nó có nghĩa vụ phải thực hiện điều đó theo quy định của hệ thống Bretton Woods. Khi thị trường ngoại hối mở cửa ngày 5 tháng

5, trò chơi đã chấm dứt. Vào giờ đầu tiên của việc kinh doanh Bundesbank buộc phải mua 1 tỷ đô la để giữ cho tỷ giá được cố định. Ngân hàng trung ương Đức lúc đó tuyên bố đình chỉ các nghiệp vụ ngoại hối và đồng mác (cùng với một số các đồng tiền khác gắn chặt với nó) được phép thả nổi¹⁶⁾.

Tháng 8, Tổng thống Nixon tuyên bố chấm dứt hệ thống Bretton Woods. Ông ta đình chỉ việc chuyển đổi của đôla ra vàng coi đó là một bộ phận của "chính sách kinh tế mới" của ông ta (chính sách này bao gồm cả việc kiểm soát tiền lương và giá cả). Những nỗ lực nhằm vá vú hệ thống Bretton Woods của tỷ giá cố định bằng hiệp định Smithsonian tháng 12 năm 1971 đã không thành công và vào năm 1973, Mỹ và những bạn hàng của mình đã đồng ý cho phép tỷ giá được thả nổi.

Hệ thống thả nổi có quản lý hiện nay

Mặc dù tỷ giá hiện nay được phép thay đổi hàng ngày để đáp ứng những lực lượng thị trường, nhưng các ngân hàng trung ương không muốn chọn việc can thiệp vào thị trường ngoại hối. Việc ngăn chặn những thay đổi lớn của tỷ giá làm cho các hãng và các cá nhân được dễ dàng hơn trong việc mua hoặc bán hàng hóa ra ngoài nhằm lập kế hoạch cho tương lai. Hơn nữa, các nước có cán cân thanh toán dư thừa thường không muốn thấy đồng tiền của mình tăng giá vì điều đó làm cho hàng hóa của họ đắt hơn trên thị trường nước ngoài và hàng hóa của nước ngoài rẻ hơn trên thị trường nội địa của họ. Vì một sự lên giá có thể làm việc bán hàng của những nhà kinh doanh trong nước bị thiệt hại và làm tăng thất nghiệp, cho nên các nước có dư thừa thường bán đồng tiền của mình trên thị trường ngoại hối và thu được dự trữ quốc tế.

Các nước có cán cân thanh toán thiếu hụt không muốn thấy đồng tiền nước mình giảm giá trị vì điều đó làm cho hàng hóa nước ngoài đắt hơn đối với người tiêu dùng trong nước và có thể thúc đẩy lạm phát. Để giữ cho giá trị của đồng tiền của mình được cao, những nước bị thiếu hụt thường mua đồng tiền nước

(6) Không những có thể là tổn kém đối với một ngân hàng trung ương muốn giữ cho đồng tiền của mình khỏi bị sụt giá, như trong cuộc khủng hoảng ngoại hối của Anh năm 1967, mà cũng còn tổn kém để giữ cho đồng tiền của mình không bị tăng giá, như trường hợp của Đức năm 1971. Sau khi Bundesbank đình chỉ nghiệp vụ ngoại hối của mình, đồng mác đã tăng giá 3,7%. Một tỷ đôla mà Bundesbank đã mua trong một giờ đồng hồ ngày 5 tháng 5 sau đó lập tức trị giá ít đi 3,7% tính ra mác Đức. Nó ra đó cũng là một giờ đồng hồ đắt đỏ đối với ngân hàng trung ương Đức.

mình trên thị trường ngoại hối và mất dự trữ quốc tế.

Hệ thống tài chính quốc tế hiện nay là một sự lai tạp của hệ thống tỷ giá cố định với tỷ giá linh hoạt. Những tỷ giá này biến động để đáp ứng những lực lượng của thị trường nhưng không phải được xác định chỉ bởi những lực lượng đó. Hơn nữa, nhiều nước tiếp tục duy trì giá trị đồng tiền nước mình cố định đối với các đồng tiền khác. Một số nước giữ đồng tiền nước mình gắn với đôla, trong khi một nhóm nước châu Âu đã thành lập Hệ thống tiền tệ châu Âu (EMS), trong đó giá trị giữa đồng tiền đó đối với nhau không được phép biến động vượt quá một biên độ gọi là "con rắn" ($\pm 2,25\%$ đối với đa số các nước, trừ Tây Ban Nha). Thêm vào đó, các nước của EMS đã phát hành một đơn vị tiền tệ mới, đơn vị tiền tệ châu Âu (ECU), mà họ hy vọng cuối cùng sẽ thay thế đồng đôla Mỹ trong các giao dịch tài chính quốc tế.

IMF tiếp tục hoạt động như một cơ quan thu thập dữ liệu và như một người cho vay quốc tế, nhưng không nhằm khuyến khích tỷ giá cố định. Vai trò người cho vay quốc tế của IMF hiện nay cũng trở thành quan trọng, do có cuộc khủng hoảng nợ của thế giới thứ ba (đã được bàn đến trong Chương 10). IMF bị lôi cuốn vào việc giúp đỡ những nước đang phát triển đó, đang gặp những khó khăn trong việc trả nợ đến hạn cho những người cho vay phương Tây.

Một điểm quan trọng nữa của hệ thống hiện nay là việc không nhấn mạnh đến vàng trong các giao dịch tài chính quốc tế. Không những Mỹ đã đình chỉ việc đổi đôla ra vàng đối với các ngân hàng trung tâm nước ngoài, mà từ năm 1970 IMF đã phát hành một vật thay thế bằng giấy thay cho vàng, **Quyền rút vốn đặc biệt (SDRs)**, cũng giống như vàng trong hệ thống Bretton Woods, SDRs hoạt động như dự trữ quốc tế. Khác với vàng mà số lượng của nó do những phát hiện ra vàng và chi phí sản xuất vàng quyết định, SDRs có thể được IMF tạo ra bất kỳ lúc nào mà nó thấy có nhu cầu bổ sung cho dự trữ quốc tế để thúc đẩy buôn bán thế giới và sự tăng trưởng kinh tế.

Việc sử dụng vàng trong các giao dịch quốc tế bị coi nhẹ hơn nữa do việc IMF hủy bỏ giá vàng chính thức vào năm 1975 và do việc Kho bạc Mỹ và IMF bán vàng cho các giới tư nhân nhằm "phi tiền tệ hóa" vàng. Hiện nay, giá vàng được xác định trên thị trường tự do. Các nhà đầu tư nào muốn đầu cơ vàng có thể mua và bán vàng tùy ý, cũng giống như các nhà kim hoàn và các nhà chữa răng dùng vàng trong kinh doanh của mình.

MỐI QUAN TÂM QUỐC TẾ VÀ CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Việc phân tích của chúng ta trong chương đã này gợi lên một vài cách mà chính sách tiền tệ có thể bị ảnh hưởng bởi các mối quan tâm quốc tế. Những mối quan tâm này có thể có liên quan đối với cách chỉ đạo chính sách tiền tệ.

Tác động trực tiếp của thị trường ngoại hối đến cung ứng tiền tệ

Khi các ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối thì họ thu được hoặc mất đi dự trữ quốc tế và cơ sở tiền tệ bị ảnh hưởng. Khi một ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối, nó kiểm soát phần nào việc cung ứng tiền tệ của nó. Ví dụ, đầu những năm 1970, ngân hàng trung ương Đức đứng trước một tình trạng tiến thoái lưỡng nan. Cố gắng giữ cho đồng mác Đức không tăng giá quá nhiều so với đồng đôla Mỹ, những người Đức đã thu được rất nhiều dự trữ quốc tế, điều đó dẫn đến một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ nhanh chóng mà ngân hàng trung ương coi là có tính lạm phát.

Ngân hàng trung ương Đức có thể thử loại bỏ việc tăng trưởng cung ứng tiền tệ bằng cách ngừng việc can thiệp của mình vào thị trường ngoại hối và khẳng định lại việc kiểm soát đối với việc cung ứng tiền của mình. Chiến lược như vậy có một điều bất lợi chính khi ngân hàng trung ương bị áp lực không cho phép đồng tiền của mình tăng giá: giá hàng nhập thấp hơn và giá hàng xuất cao hơn, là kết quả của việc đồng tiền của Đức tăng giá, điều đó làm thiệt hại nền sản xuất trong nước và gây nên thất nghiệp.

Vì đôla Mỹ được coi là đồng tiền dự trữ cho nên có số tiền tệ và cung ứng tiền tệ ít bị ảnh hưởng hơn bởi tình hình diễn biến trên thị trường ngoại hối. Khi mà các ngân hàng trung ương, chứ không phải là Fed, còn can thiệp để giữ cho giá trị của đôla không thay đổi, thì những khoản dự trữ quốc tế của Mỹ không bị ảnh hưởng. Khả năng của một nước chỉ đạo chính sách tiền tệ dễ dàng hơn khi đồng tiền của nước đó là đồng tiền dự trữ.⁽⁷⁾

(7) Song ngân hàng trung ương của nước đồng tiền dự trữ gặp phải điều bất lợi là nó cần lo đến việc người ta không dùng đồng tiền của nó làm dự trữ quốc tế.

Mối quan tâm đến cán cân thanh toán

Trong hệ thống Bretton Woods, mối quan tâm đến cán cân thanh toán quan trọng hơn là trong hệ thống thả nổi có quản lý hiện nay. Khi một nước mà đồng tiền nước đó không phải là đồng tiền dự trữ bị thiếu hụt cán cân thanh toán, thì nhất định là nó phải bị mất dự trữ quốc tế. Để khỏi bị cạn hết dự trữ đó, thì trong điều kiện của hệ thống Bretton Woods nước đó phải tiến hành chính sách thắt chặt tiền tệ để củng cố đồng tiền của mình. Đúng như điều đã xảy ra đối với nước Anh trước cuộc phá giá năm 1967. Khi chính sách trở thành bành trướng, thì cán cân thanh toán bị xấu đi và buộc phải "hãm phanh" bằng cách thực hiện chính sách thắt chặt. Một khi cán cân thanh toán được cải thiện, chính sách trở nên bành trướng cho đến khi tình hình cán cân thanh toán xấu đi lại buộc Anh phải theo đuổi chính sách thắt chặt. Như vậy những hành động lại đóng lại mở đã được gọi là chính sách "đứng - đi" và tình hình bất ổn định mà chính sách ấy tạo nên đã bị chỉ trích kịch liệt.

Vì Mỹ là nước của đồng tiền dự trữ chủ yếu, nó có thể bị thiếu hụt cán cân thanh toán rất nghiêm trọng mà không bị mất đi những khoản tiền lớn dự trữ quốc tế. Tuy nhiên, điều đó không có nghĩa là Dự trữ Liên bang không hề bị ảnh hưởng của tình hình phát triển của cán cân thanh toán Mỹ. Thiếu hụt trong tài khoản thường xuyên của Mỹ gọi cho ta thấy là những nhà kinh doanh Mỹ có thể bị mất một phần khả năng cạnh tranh vì giá trị đồng đôla quá cao. Hơn nữa, những khoản thiếu hụt lớn của cán cân thanh toán của Mỹ dẫn đến những khoản dư thừa lớn của cán cân thanh toán các nước khác, điều này có thể làm cho dự trữ quốc tế của các nước đã tăng lên rất nhiều (điều này đặc biệt đúng trong chế độ Bretton Woods). Do những việc tăng lên như vậy làm căng thẳng hệ thống tài chính quốc tế và có thể thúc đẩy lạm phát thế giới cho nên Fed lo lắng về tình hình thiếu hụt của cán cân thanh toán và của tài khoản thường xuyên của Mỹ. Đôi khi Fed thử giảm bớt những thiếu hụt đó bằng một chính sách tiền tệ thắt chặt hơn.

Mối quan tâm về tỷ giá hối đoái

Khác với mối quan tâm về cán cân thanh toán đã trở thành ít quan trọng hơn trong hệ thống thả nổi có quản lý hiện nay, mối quan tâm về tỷ giá hiện nay đóng một vai trò ngày càng quan trọng trong việc chỉ đạo chính sách tiền tệ. Nếu ngân

hàng trung ương không muốn thấy đồng tiền nước mình sụt giá, thì nó có thể theo đuổi một chính sách tiền tệ thắt chặt hơn, giảm bớt cung ứng tiền tệ để nâng lãi suất trong nước, do đó mà làm cho đồng tiền của mình vững mạnh. Tương tự như vậy, nếu một nước mà đồng tiền của nước mình bị tăng giá, thì nền công nghiệp nước đó có thể bị sự cạnh tranh của nước ngoài tăng lên và có thể gây nên áp lực buộc ngân hàng trung ương phải theo đuổi một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn nhằm hạ thấp tỷ giá.

Áp lực nhằm điều chỉnh tỷ giá đối với các ngân hàng trung ương của các nước khác dường như lớn hơn đối với Mỹ, nhưng ngay cả Fed cũng không hoàn toàn không bị ảnh hưởng. Làn sóng đang tăng lên của chủ nghĩa bảo hộ nhằm ngăn chặn sự bất lực của các hãng Mỹ cạnh tranh với các hãng nước ngoài, do đồng đôla mạnh lên từ 1980 cho đến đầu năm 1985 thúc đẩy những sự chỉ trích của Quốc hội đối với Fed nhằm yêu cầu một chính sách tiền tệ bành trướng để hạ thấp giá trị của đôla. Như chúng ta đã thấy trong Chương 20, lúc đó Fed không để cho sự tăng trưởng tiền tệ lên đến các mức rất cao. Chính sách nhằm kéo giá trị đồng đôla xuống được xác nhận trong một hiệp định gọi là Hiệp định Plaza vào tháng 9 năm 1985, theo đó các bộ trưởng tài chính của 5 nước công nghiệp quan trọng nhất của thế giới (Mỹ, Nhật, Tây Đức, Anh, và Pháp) đồng ý can thiệp vào thị trường ngoại hối để thực hiện việc sụt giá mong muốn của đôla. Đồng đôla tiếp tục sụt giá nhanh chóng sau Hiệp định Plaza, và Fed đóng một vai trò quan trọng trong việc sụt giá này bằng cách mở rộng cung ứng tiền tệ với tốc độ nhanh.

LIỆU THẾ GIỚI CÓ QUAY TRỞ LẠI CHẾ ĐỘ BÀN VỊ VÀNG HAY KHÔNG ?

Mặc dầu chính sách tiền tệ hiện đang bị các mối quan tâm quốc tế ảnh hưởng đến, nhưng một số người chỉ trích hệ thống tiền tệ quốc tế hiện nay gợi ý rằng các mối quan tâm quốc tế sẽ đóng một vai trò càng quyết định hơn trong việc chỉ đạo chính sách tiền tệ. Những người này biện hộ cho việc quay trở lại chế độ bàn vị vàng, trong đó mọi đồng tiền đều được đổi ra vàng. Họ cho là hệ thống thả nổi có quản lý hiện nay là có tính lạm phát cố hữu, bởi vì các nhà chức trách tiền tệ được thả lỏng quá nhiều để theo đuổi các chính sách bành trướng. Nếu các đồng tiền quốc gia lại bị buộc vào với vàng thì kỷ luật tiền tệ sẽ được áp dụng đối với

các ngân hàng trung ương để vàng chạy ra, khi nước đó bị lạm phát và bị thiếu hụt cán cân thanh toán. Hơn nữa, một nước mà chính sách tiền tệ quá thắt chặt sẽ thấy vàng chạy vào, do đó làm cho nền kinh tế vững chắc hơn. Chế độ bản vị vàng tỷ giá cố định cũng có điểm lợi là thúc đẩy buôn bán thế giới phát triển bằng cách làm giảm bớt sự không chắc chắn xảy ra do tỷ giá biến động.

Những người biện hộ cho việc quay trở lại chế độ bản vị vàng đã thành công trong việc yêu cầu được Tổng thống Regan bổ nhiệm một Ủy ban vàng của Mỹ vào năm 1981 để nghiên cứu khả năng có thể quay lại bản vị vàng. Mặc dù báo cáo của ủy ban đệ trình năm 1982 đồng ý với những người biện hộ cho bản vị vàng rằng rất cần phải có một kỷ luật tiền tệ, nhưng họ không bênh vực việc quay trở lại vàng. Có nhiều lý do tại sao họ và những nhà kinh tế khác đã bác bỏ bản vị vàng.

Thứ nhất, giá vàng bị biến động rất lớn những năm gần đây từ 300 đôla đến 900 đôla một ounce vàng. Gắn đôla vào với vàng có thể tạo nên một đồng đôla mà giá trị của nó biến động rất lớn so với giá trị của hàng hóa và dịch vụ làm cho mức giá sẽ chịu những biến động mạnh. Nó chắc là không thể tạo nên được sự ổn định giá cả mà những nhà biện hộ cho bản vị vàng tìm kiếm.

Thứ hai, thời kỳ mà bản vị vàng hoạt động có hiệu quả nhất, vào cuối thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20, không phải là một thời kỳ giá cả ổn định và công an việc làm cao. Mặc dù nền kinh tế thế giới trước đây rất ít có khuynh hướng về một nền lạm phát có thể chấp nhận được như ngày nay, nhưng đã có những biến động lớn trong các chu kỳ kinh doanh và trong mức giá cả từ năm này qua năm khác. Thực vậy, sự bấp bênh về giá cả thể hiện là còn lớn hơn trong chế độ bản vị vàng so với hiện nay.

Hiện nay những người chỉ trích bản vị vàng dường như ở thế mạnh hơn và không có khả năng quay lại bản vị vàng. Tuy vậy, vẫn đang tiến hành việc tìm kiếm một hệ thống tiền tệ quốc tế mà sẽ thúc đẩy một nền kinh tế thế giới ổn định hơn, lạm phát thấp hơn, và phát triển buôn bán quốc tế.

TÓM TẮT

1. Cán cân thanh toán là một hệ thống kế toán để ghi chép mọi khoản thanh toán, giữa một nước với các nước ngoài, mà có trực tiếp gây nên sự chuyển động vốn giữa những nước đó. Cán cân các giao dịch dự trữ chính thức là tổng của cán cân tài khoản thường xuyên cộng với các hạng mục của tài khoản vốn. Nó chỉ cho thấy số tiền dự trữ quốc tế mà có thể di chuyển giữa các nước để tài trợ cho các giao dịch quốc tế.

2. Trước Thế chiến I, chế độ bản vị vàng chiếm ưu thế. Các đồng tiền được chuyển đổi ra vàng, vì vậy cố định tỷ giá giữa các nước. Sau Thế chiến II, hệ thống Bretton Woods và IMF được thành lập để thúc đẩy một hệ thống tỷ giá cố định trong đó đôla Mỹ được chuyển đổi ra vàng. Hệ thống Bretton Woods cuối cùng bị sụp đổ năm 1971 và hệ thống tài chính quốc tế tiếp sau đó chuyển thành một chế độ thả nổi có quản lý như chúng ta thấy hiện nay. Tỷ giá biến động ngày này qua ngày khác song các ngân hàng trung ương can thiệp vào thị trường ngoại hối.

3. Ba mối quan tâm quốc tế ảnh hưởng đến việc chỉ đạo chính sách tiền tệ : ảnh hưởng trực tiếp của thị trường ngoại hối đến cung ứng tiền tệ, mối quan tâm đến cán cân thanh toán và mối quan tâm đến tỷ giá. Do Mỹ là một nước của đồng tiền dự trữ trong thời kỳ sau Thế chiến II, cho nên chính sách tiền tệ của Mỹ ít bị ảnh hưởng hơn bởi những sự phát triển trên thị trường ngoại hối và của cán cân thanh toán của nó so với các nước khác. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, những mối quan tâm về tỷ giá đóng vai trò nổi bật hơn trong việc ảnh hưởng đến chính sách tiền tệ của Mỹ.

4. Một số người chỉ trích hệ thống tài chính quốc tế hiện nay mà cho rằng hệ thống này có tính lạm phát cố hữu, biện hộ cho việc quay trở lại chế độ bản vị vàng. Mặc dù nhiều nhà kinh tế đồng ý với những đề xuất đó rằng rất cần có một kỷ luật tiền tệ, nhưng họ không tin là chế độ bản vị vàng sẽ thúc đẩy một nền kinh tế thế giới ổn định hơn, kể cả một mức giá ổn định hơn.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Hãy chỉ ra mỗi một mục dưới đây thể hiện trong tài khoản nào của cán cân thanh toán (tài khoản thường xuyên, tài khoản vốn, hoặc cách tài trợ) và đó là một khoản thu hay là một khoản chi.

a) Một người Anh mua một cổ phiếu của Johnson và cổ phiếu của Johnson.

b) Một người Mỹ mua một vé máy bay từ hãng Air France.

c) Chính phủ Thụy Sĩ mua trái phiếu kho bạc Mỹ.

d) Người Nhật mua cam California.

e) 50 triệu đôla của viện trợ nước ngoài cho Honduras

f) Một khoản cho vay của một ngân hàng Mỹ cho México.

g) Một ngân hàng Mỹ vay đôla châu Âu.

*2. Tại sao thiếu hụt của cán cân thanh toán đối với Mỹ có một ảnh hưởng đến dự trữ quốc tế của Mỹ khác với ảnh hưởng của thiếu hụt cán cân thanh toán đối với Hà Lan ?

3. Dưới chế độ bản vị vàng, nếu Anh trở thành có năng suất lao động cao hơn so với Mỹ, thì cái gì sẽ xảy ra đối với cung ứng tiền tệ ở hai nước đó. Tại sao những sự thay đổi trong cung ứng tiền tệ sẽ giúp cho việc bảo vệ một tỷ giá cố định giữa Mỹ và Anh ?

*4. Tỷ giá giữa đôla và frăng là bao nhiêu nếu một đôla đổi ra được 1/20 ounce vàng và một frăng đổi ra được 1/40 ounce vàng ?

5. Nếu ngang giá của một nước bị định giá thấp suốt trong chế độ tỷ giá cố định Bretton Woods, thì ngân hàng trung ương nước đó sẽ buộc phải áp dụng loại hình can thiệp nào và sự can thiệp này sẽ có ảnh hưởng thế nào đến dự trữ quốc tế và cung ứng tiền tệ của nước đó ?

*6. Tại sao những cuộc tấn công có tính đầu cơ vào một đồng tiền lại xảy ra trong hệ thống Bretton Woods nhiều hơn là trong hệ thống thả nổi có quản lý hiện nay ?

7. Tại sao lời tuyên bố của IMF rằng nó sẽ cho vay không hạn chế cho một nước đang bị một cuộc tấn công có tính đầu cơ vào đồng tiền nước mình sẽ chấm dứt ngay cuộc tấn công đó ? Hãy giải thích câu trả lời của bạn bằng việc phân tích thị trường ngoại hối bằng đồ thị.

*8. Dư thừa nhiều của cán cân thanh toán của một nước góp phần vào tỷ lệ lạm phát của nước đó như thế nào ?

9. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn : "Nếu một nước muốn giữ cho tỷ giá không biến động, nó phải có một vài sự kiểm tra đối với cung ứng tiền tệ của mình".

*10. Tại sao thiếu hụt cán cân thanh toán bắt buộc một số nước phải áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt ?

11. Trả lời đúng, sai, hoặc không chắc chắn : "Thiếu hụt của cán cân thanh toán lúc nào cũng làm cho nước đó bị mất đi dự trữ quốc tế".

*12. Thiếu hụt dai dẳng của cán cân thanh toán của Mỹ giúp cho việc thúc đẩy lạm phát thế giới như thế nào ?

13. Trả lời đúng, sai, hoặc không chắc chắn : "Lạm phát không thể có được trong chế độ bản vị vàng".

*14. Tại sao trong một chế độ tỷ giá linh hoạt thuần túy không có ảnh hưởng trực tiếp của thị trường ngoại hối đến cung ứng tiền tệ ? Điều đó có phải có nghĩa là thị trường ngoại hối không có ảnh hưởng đến cung ứng tiền tệ ?

15. Trả lời đúng, sai, hoặc không chắc chắn : "Việc từ bỏ tỷ giá cố định sau năm 1973 có nghĩa là các nước đã theo đuổi các chính sách tiền tệ độc lập hơn không".

Phần VII

LÝ THUYẾT TIỀN TỆ

CHƯƠNG 23

Câu về tiền tệ

LỜI DẪN

Trong những chương trước bạn đã bỏ ra nhiều thì giờ và sức lực để tìm hiểu cung tiền tệ là gì, cung tiền tệ được xác định như thế nào, và vai trò của hệ thống Dự trữ Liên bang trong quá trình đó. Bây giờ bạn đã sẵn sàng tìm hiểu vai trò của cung tiền tệ trong việc quyết định mức giá cả và tổng sản lượng hàng hóa và dịch vụ (tổng sản phẩm) trong nền kinh tế. Việc nghiên cứu tác động của tiền tệ đến nền kinh tế gọi là **học thuyết tiền tệ** và chúng ta xem xét ngành kinh tế này tại đây và trong các chương tiếp theo.

Khi các nhà kinh tế nêu lên cung, thì từ *cầu* chắc chắn là sẽ đi tiếp theo sau, và việc thảo luận về tiền tệ là không thể loại trừ. Cung tiền tệ là một khối xây dựng thiết yếu cho việc nhận thức của chúng ta về việc chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến kinh tế như thế nào, bởi vì nó nêu lên những nhân tố tác động đến số lượng tiền tệ trong nền kinh tế. Một bộ phận quan trọng khác của học thuyết tiền tệ là nhu cầu về tiền tệ, điều đó không có gì ngạc nhiên cả.

Chương này mô tả những học thuyết về cầu tiền tệ qua thời gian đã tiến triển như thế nào. Chúng ta bắt đầu với các học thuyết cổ điển được các nhà kinh tế như Irving Fisher, Alfred Marshall và A.C. Pigou sàng lọc lại từ đầu thế kỷ; sau đó chúng ta chuyển sang các học thuyết của Keynes về cầu về tiền tệ; và kết

thức với học thuyết số lượng tiền tệ hiện đại của Milton Friedman.

Một câu hỏi trung tâm trong học thuyết tiền tệ là số lượng tiền tệ được yêu cầu có bị ảnh hưởng bởi những thay đổi của lãi suất hay không và đến mức nào. Vì vấn đề này là cốt yếu để chúng ta quan niệm như thế nào về những ảnh hưởng của tiền tệ đối với hoạt động kinh tế tổng hợp, nên chúng ta tập trung sự chú ý vào vai trò của lãi suất trong cầu về tiền tệ.⁽¹⁾

HỌC THUYẾT SỐ LƯỢNG TIỀN TỆ

Được các nhà kinh tế cổ điển đề xướng ra trong thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20, học thuyết số lượng tiền tệ là một học thuyết về việc giá trị danh nghĩa của tổng thu nhập được xác định như thế nào. Bởi vì nó cũng nói cho chúng ta biết bao nhiêu tiền được nắm giữ đối với một số tổng hợp thu nhập đã cho, nên nó cũng là một học thuyết về cầu tiền tệ. Điểm quan trọng nhất của học thuyết này là nó nêu lên rằng lãi suất không có ảnh hưởng đến cầu tiền tệ.

Tốc độ chu chuyển của tiền tệ và phương trình trao đổi

Cách trình bày rõ nhất của việc tiếp cận học thuyết số lượng là tác phẩm của nhà kinh tế Mỹ Irving Fisher trong cuốn sách có ảnh hưởng của mình *Sức mua của tiền tệ*; xuất bản năm 1911⁽²⁾ Fisher muốn xem xét mối quan hệ giữa tổng lượng tiền tệ M (cung tiền tệ) với tổng số chỉ tiêu để mua hàng thành phẩm và dịch vụ được sản xuất ra trong nền kinh tế, PY , trong đó P là mức giá cả và Y là tổng sản phẩm. (Tổng chỉ tiêu PY , cũng được coi tương đương như tổng thu nhập danh nghĩa đối với nền kinh tế hoặc như Tổng sản phẩm quốc gia danh nghĩa GNP). Khái niệm mà cho chúng ta biết mối quan hệ giữa M với PY gọi là **tốc độ chu chuyển của tiền tệ** (hoặc đơn giản hơn là **tốc độ** tỷ lệ vòng quay của đồng

(1) Chúng ta cũng sẽ thấy trong Chương 25 rằng sự đáp ứng của lượng tiền tệ đối với những thay đổi của lãi suất có những mối liên hệ quan trọng đối với tính hiệu quả tương đối của chính sách tiền tệ và chính sách thuế trong việc ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế tổng hợp.

(2) Irving Fisher, *The Purchasing Power of Money* (New York: Macmillan, 1911).

tiền, tức là, số lần trung bình trong một năm mà một đôla được chi dùng để mua tổng số hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nền kinh tế. Tốc độ (V) được xác định một cách chính xác hơn là bằng tổng chi tiêu PY , chia cho lượng tiền tệ M .

$$V = \frac{PY}{M} \quad (23.1)$$

Ví dụ, nếu như tổng sản phẩm quốc dân danh nghĩa (PY) trong một năm là 5.000 tỷ đôla và số lượng tiền tệ là 1.000 tỷ đôla, thì tốc độ là 5, có nghĩa là tổng đôla bình quân chi ra 5 lần để mua thành phẩm và dịch vụ trong nền kinh tế.

Dem nhân hai vế của công thức này cho M chúng ta có phương trình của trao đổi, phương trình này liên hệ thu nhập đến số lượng tiền và tốc độ.

$$MV = PY \quad (23.2)$$

Như vậy phương trình trao đổi qui định rằng lượng tiền nhân với số lần mà đồng tiền đó được chi ra trong một năm đã cho, phải bằng thu nhập danh nghĩa (tổng chi danh nghĩa để mua hàng hóa và dịch vụ trong năm đó)⁽³⁾

Như vậy, phương trình (23.2) không phải cái gì khác hơn là một hằng đẳng thức, tức là một mối quan hệ đúng như theo định nghĩa. Nó không nói cho ta biết, chẳng hạn như, khi nào thì cung tiền tệ (M) thay đổi, thu nhập danh nghĩa (PY) thay đổi cùng một hướng; chẳng hạn như một sự tăng lên của M , có thể bị bù lại bằng một sự giảm xuống của V , làm cho MV (và do đó PY) không thay đổi. Chuyển đổi phương trình trao đổi (một hằng đẳng thức) ra thành một học thuyết về việc thu nhập danh nghĩa được xác định như thế nào đòi hỏi một sự hiểu biết những nhân tố quyết định tốc độ.

(3) Irving Fisher thực sự đưa ra đầu tiên phương trình trao đổi tính theo giá trị định nghĩa của các giao dịch trong nền kinh tế (PT): $MV_T = PT$ trong đó P là giá cả bình quân mỗi giao dịch, T là số lượng giao dịch tiến hành trong một năm, và V_T được xác định như là PT/P là tốc độ giao dịch của tiền tệ. Vì T , giá trị danh nghĩa của các giao dịch rất khó đo lường, cho nên học thuyết số lượng đã được phát biểu theo Y , tổng sản phẩm, như sau: T được coi là tỷ lệ với Y sao cho $T = vY$, trong đó v là một hằng số của tỷ lệ. Thay vY cho T trong phương trình trao đổi của Fisher trên đây, thì có được $MV_T = vPY$, phương trình này có thể được viết như phương trình (23.2) trong sách ở đó $V = V_T v$.

Irving Fisher lập luận rằng tốc độ được xác định bởi các tổ chức trong một nền kinh tế mà ảnh hưởng đến cách các cá nhân thực hiện các giao dịch. Nếu người ta dùng số ghi nợ và thẻ tín dụng để tiến hành các giao dịch của mình và do đó mà sử dụng tiền ít hơn thông thường khi mua, thì lượng tiền được yêu cầu ít đi để tiến hành các giao dịch do thu nhập danh nghĩa gây nên ($M \downarrow$ so với PY), và tốc độ (PY/M) sẽ tăng lên. Mặt khác, nếu mua trả bằng tiền mặt và bằng séc (cả hai đều là tiền) là thuận tiện hơn thì cần sử dụng lượng tiền nhiều hơn để tiến hành các giao dịch được sinh ra bởi cùng một mức thu nhập danh nghĩa, và tốc độ sẽ giảm xuống. Fisher giữ quan điểm là những đặc điểm về tổ chức và về công nghệ học của nền kinh tế sẽ chỉ ảnh hưởng đến tốc độ một cách chậm chạp qua thời gian, cho nên tốc độ thông thường sẽ giữ nguyên một cách hợp lý trong thời hạn ngắn.

Học thuyết số lượng tiền tệ

Quan điểm của Fisher rằng tốc độ là khá bất biến trong thời gian ngắn, cho nên chuyển chương trình trao đổi thành học thuyết số lượng tiền tệ. Học thuyết này phát biểu rằng số lượng thu nhập danh nghĩa chỉ được xác định bởi những chuyển động trong số lượng tiền tệ: 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. Để biết được điều đó hoạt động như thế nào, chúng ta hãy giả định rằng tốc độ là 5 và lúc đầu thu nhập danh nghĩa (GNP) là 5.000 tỷ đôla và cung tiền tệ là 1.000 tỷ đôla. Nếu cung tiền tệ tăng gấp đôi thành 2.000 tỷ đôla thì lúc đó học thuyết số lượng tiền tệ nói cho chúng ta rằng thu nhập danh nghĩa sẽ tăng gấp đôi bằng 10.000 tỷ đôla ($= 5 \times 2.000$ tỷ).

Bởi vì những nhà kinh tế cổ điển (bao gồm Irving Fisher) nghĩ rằng tiền lương và giá cả là hoàn toàn linh hoạt, cho nên họ tin rằng mức tổng sản phẩm được sản xuất trong nền kinh tế (Y) trong những thời gian thường sẽ giữ ở mức công ăn việc làm đầy đủ, do vậy Y trong phương trình trao đổi có thể được coi là không thay đổi một cách hợp lý trong thời gian ngắn. Như vậy học thuyết số lượng tiền tệ hàm ý là nếu M tăng gấp đôi, vì V và Y không thay đổi, thì P cũng phải tăng gấp đôi. Trong ví dụ trước đây của chúng ta, nếu tổng sản phẩm là 5.000 tỷ đôla, thì tốc độ 5 và cung tiền 1.000 tỷ đôla chỉ cho thấy là mức giá cả là bằng 1, bởi vì 1×5.000 tỷ đôla bằng thu nhập danh nghĩa 5.000 tỷ đôla. Khi cung tiền tệ tăng gấp đôi lên 2.000 tỷ đôla, thì mức giá cả cũng phải tăng lên thành 2, vì 2×5.000 tỷ đôla ra bằng thu nhập danh nghĩa 10.000 tỷ đôla.

Đối với những nhà kinh tế cổ điển, học thuyết số lượng tiền tệ, cung cấp một cách giải thích những sự vận động của mức giá cả : *những sự vận động trong mức giá cả chỉ là kết quả của những thay đổi trong số lượng tiền tệ.*

Học thuyết số lượng về cầu tiền tệ

Vì học thuyết số lượng tiền tệ cho chúng ta biết bao nhiêu tiền được nắm giữ đối với một số tổng thu nhập đã cho, cho nên trong thực tế đó là một học thuyết về cầu tiền tệ. Chúng ta có thể thấy điều đó bằng cách chia hai vế của phương trình trao đổi cho V , như vậy viết lại như sau :

$$M = \frac{1}{V} \times PY$$

Khi thị trường tiền tệ cân bằng, số lượng tiền mà nhân dân nắm giữ (M) bằng số lượng tiền được yêu cầu (M^d), và chúng ta lại đặt M vào phương trình trên đây bằng M^d . Xác định $k = (1/V)$ đó là một hằng số bởi vì V là một hằng số, chúng ta có thể viết lại phương trình trên như sau :

$$M^d = k \times PY \quad (23.3)$$

Phương trình (23.3) cho chúng ta biết rằng, bởi vì k là một hằng số (do V là một hằng số), cho nên mức các giao dịch sinh ra bởi một mức cố định của thu nhập danh nghĩa (PY), xác định số lượng tiền (M^d) mà nhân dân yêu cầu. Như vậy, *học thuyết số lượng tiền tệ của Fisher nêu lên rằng về tiền tệ thuần túy là một hàm số của thu nhập và lãi suất không có ảnh hưởng đến cầu về tiền tệ.*

Fisher đi đến kết luận đó vì ông ta tin rằng nhân dân giữ tiền chỉ để tiến hành các giao dịch và không được tự do hành động theo số tiền mà họ muốn nắm giữ. Cầu tiền tệ được xác định bởi : (1) mức các giao dịch phát sinh do mức thu nhập danh nghĩa (PY) và (2) các tổ chức trong nền kinh tế mà ảnh hưởng đến cách dân chúng tiến hành các giao dịch, cách này quyết định tốc độ và tự do quyết định k .

CÁCH TIẾP CẬN CỦA CAMBRIDGE VỀ CẦU TIỀN TỆ

Trong khi Irving Fisher đang phát triển quan điểm học thuyết số lượng của mình về cầu tiền tệ, thì một nhóm nhà kinh tế cổ điển tại Cambridge, Anh, bao

gồm cả Alfred Marshall và A.C. Pigou, cũng đang nghiên cứu cùng vấn đề đó. Mặc dù sự phân tích của họ đưa đến một phương trình giống y như phương trình cầu tiền tệ của Fisher ($M^d = k \times PY$), nhưng cách tiếp cận của họ khác với cách tiếp cận của Fisher rất nhiều. Thay vì nghiên cứu cầu tiền tệ bằng cách chỉ nhìn vào mức giao dịch và các tổ chức ảnh hưởng đến cách dân chúng tiến hành các giao dịch coi đó là những yếu tố quyết định chủ chốt, những nhà kinh tế Cambridge, đặt câu hỏi xem các cá nhân sẽ muốn giữ bao nhiêu tiền, trong một loạt 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 ràng buộc vào những hạn chế về thể chế chẳng hạn như họ có thể được sử dụng thẻ tín dụng để mua hàng hay không. Vì vậy mà cách tiếp cận của Cambridge không xóa bỏ các ảnh hưởng của lãi suất đối với cầu tiền tệ.

Những nhà kinh tế cổ điển Cambridge thừa nhận rằng tiền tệ có hai thuộc tính thúc đẩy người ta muốn giữ tiền :

1. *Tiền tệ hoạt động 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 tệ phải có liên quan đến (nhưng không được quyết định bởi) mức các giao dịch và rằng sẽ có một yếu tố cấu thành giao dịch của cầu tiền tệ tỷ lệ với thu nhập danh nghĩa.

2. *Tiền tệ hoạt động như một phương tiện cất giữ của cải.* Thuộc tính này của tiền tệ đưa các nhà kinh tế Cambridge đến việc nêu lên rằng mức của cải của con người cũng ảnh hưởng đến cầu tiền tệ. 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 những nhà kinh tế Cambridge tin rằng của cải theo số danh nghĩa là tỷ lệ với thu nhập danh nghĩa, cho nên họ cũng tin rằng bộ phận của cải cấu thành của cầu tiền tệ tỷ lệ với thu nhập danh nghĩa.

Các nhà kinh tế Cambridge kết luận rằng cầu tiền tệ phải tỷ lệ với thu nhập danh nghĩa và biểu thị hàm số cầu tiền tệ như sau :

$$M^d = k \times PY$$

trong đó k là hằng số của tính tỷ lệ. Vì phương trình này giống y như phương trình (23.3) về cầu tiền tệ của Fisher, cho nên dường như nhóm Cambridge đồng ý với Fisher rằng lãi suất không đóng vai trò gì trong cầu tiền tệ trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, đó sẽ là một đặt trưng hóa sai lầm của cách tiếp cận Cambridge.

Mặc dù các nhà kinh tế Cambridge thường coi k là một hằng số và đồng ý với Fisher rằng thu nhập danh nghĩa do lượng tiền tệ quyết định, nhưng cách tiếp cận của họ cho phép các cá nhân lựa chọn muốn nắm giữ bao nhiêu tiền. Điều này cho phép 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. Nếu những đặc điểm của các tài sản khác thay đổi, thì lúc đó k có thể cũng thay đổi. Mặc dù điều này dường như là một điểm khác biệt nhỏ giữa cách tiếp cận của Fisher với Cambridge, nhưng chúng ta sẽ thấy rằng khi John Maynard Keynes (một nhà kinh tế Cambridge sau này) mở rộng cách tiếp cận Cambridge, ông ta đi đến một quan điểm khác hẳn với những nhà thuộc học thuyết số lượng về tầm quan trọng của lãi suất đối với cầu tiền tệ.

Tóm lại. Cả hai, Irving Fisher và các nhà kinh tế Cambridge phát triển một cách tiếp cận cổ điển về cung tiền tệ, theo đó cầu tiền tệ tỷ lệ với thu nhập. Tuy nhiên, hai cách tiếp cận của họ khác nhau ở chỗ Fisher nhấn mạnh các nhân tố kỹ thuật và bác bỏ mọi khả năng của lãi suất ảnh hưởng đến cầu tiền tệ trong ngắn hạn, trong khi trường phái Cambridge nhấn mạnh sự lựa chọn của cá nhân và không bác bỏ những ảnh hưởng của lãi suất.

TỐC ĐỘ CÓ PHẢI LÀ MỘT HẰNG SỐ KHÔNG ?

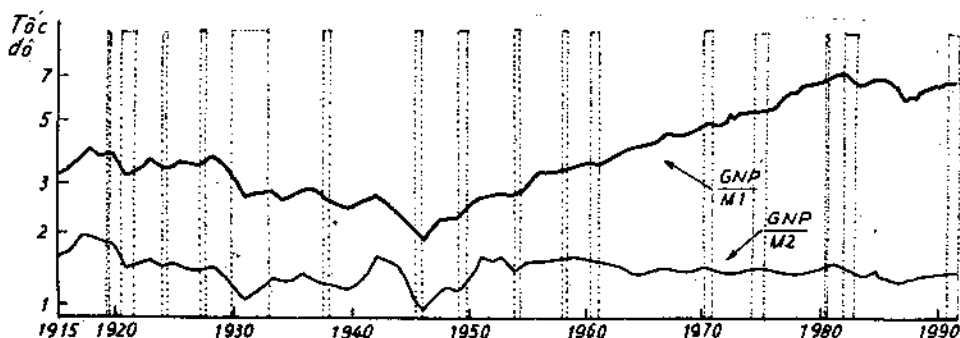
Kết luận của các nhà kinh tế cổ điển rằng thu nhập danh nghĩa do các chuyển động trong cung tiền tệ quyết định là do họ tin rằng tốc độ (PY/M) có thể được coi là đứng yên không thay đổi một cách hợp lý⁽⁴⁾. Cho rằng tốc độ là không thay đổi, điều đó có hợp lý hay không ? Để trả lời câu hỏi này, chúng ta hãy nhìn xem Hình 23.1, hình này cho thấy trị giá của tốc độ từ năm 1915 đến năm 1990 (thu nhập danh nghĩa được GNP danh nghĩa đại diện và cung tiền tệ được $M1$ và $M2$ đại diện), và xem bảng 23.1, bảng này cho thấy những thay đổi từ năm này qua năm khác của tốc độ từ năm 1915 đến năm 1990.

(4) Hiện nay, kết luận cổ điển vẫn còn đúng, nếu tốc độ tăng với một tỷ lệ đồng nhất qua thời gian, tỷ lệ này phản ánh những thay đổi trong công nghệ giao dịch. Như vậy, khái niệm về tốc độ không thay đổi nên được hiểu một cách chính xác hơn ở đây như là thiếu những biến động lên xuống trong tốc độ.

Bảng 23.1. Thay đổi tốc độ từ năm này qua năm khác : 1915 - 1990

Năm	% thay đổi trong tốc độ của M2	% thay đổi trong tốc độ của M2	Năm	% thay đổi trong tốc độ của M1	% thay đổi trong tốc độ của M1
1915-16	-0,5	1,9	1953-54	-2,5	-3,6
1916-17	9,0	9,3	1954-55	6,7	6,5
1917-18	10,4	12,5	1955-56	4,2	3,2
1918-19	-6,1	-5,0	1956-57	6,1	2,9
1919-20	-2,5	5,7	1957-58	-2,4	-5,0
1920-21	-13,4	-17,7	1958-59	6,8	6,9
1921-22	3,7	-4,9	1959-60	3,3	-0,9
1922-23	7,1	10,6	1960-61	0,3	-3,5
1923-24	-7,2	-7,7	1961-62	5,7	-0,4
1924-25	3,5	2,1	1962-63	1,9	-2,6
1925-26	7,0	4,2	1963-64	2,3	-0,9
1926-27	-5,8	-6,4	1964-65	3,6	0,3
1927-28	1,2	-1,3	1965-66	6,8	4,9
1928-29	7,4	7,9	1966-67	-0,8	-3,2
1929-30	-5,8	-8,7	1967-68	1,5	1,2
1930-31	-5,8	-1,1	1968-69	4,6	3,7
1931-32	-18,1	-16,0	1969-70	0,1	-1,1
1932-33	-0,8	5,9	1970-71	1,9	-4,3
1933-34	0,0	2,9	1971-72	0,7	-2,7
1934-35	-5,0	-3,6	1972-73	6,2	4,8
1935-36	-0,6	2,6	1973-74	3,8	2,7
1936-37	15,0	12,0	1974-75	0,7	-3,6
1937-38	-12,9	-9,6	1975-76	7,5	-1,9
1938-39	-5,9	-5,0	1976-77	3,4	1,0
1939-40	-6,1	-1,4	1977-78	4,4	4,7
1940-41	8,9	12,5	1978-79	4,1	3,4
1941-42	16,5	3,0	1979-80	2,2	0,0
1942-43	-11,0	-0,5	1980-81	4,9	1,5
1943-44	-9,2	-5,5	1981-82	-4,7	-4,8
1944-45	-6,9	-12,5	1982-83	-2,1	-3,9
1945-46	-11,5	-6,7	1983-84	4,3	2,1
1946-47	8,2	6,3	1984-85	-5,3	-1,8
1947-48	11,4	12,0	1985-86	-9,7	-3,7
1948-49	0,6	-0,3	1986-87	3,1	3,1
1949-50	7,6	6,8	1987-88	2,9	2,3
1950-51	9,6	9,8	1988-89	5,7	1,8
1951-52	1,5	9,8	1989-90	1,2	1,8
1952-53	4,6	2,9			

Nguồn : Báo cáo kinh tế của Tổng thống.



Hình 23.1. Tốc độ tiền tệ (hàng năm, 1915 - 1946 ; được điều chỉnh theo thời vụ, hàng quý, 1947 - 1990). Những vùng có chấm chấm (-) xung quanh là những thời kỳ tiêu điều.

Điều mà chúng ta thấy trong Hình 23.1 và Bảng 23.1 là ngay cả trong ngắn hạn, tốc độ biến động quá nhiều để có thể được coi là một hằng số. Trước năm 1950, tốc độ biến động lên xuống rất mạnh. Điều này có thể phản ánh tính không ổn định quan trọng của nền kinh tế trong thời kỳ này ; thời kỳ bao gồm hai cuộc chiến tranh thế giới và cuộc Đại suy thoái. (Tốc độ thực sự tụt xuống, hoặc ít nhất cũng giảm tỷ lệ tăng trưởng của nó, trong những năm tiêu điều). Sau năm 1950, tốc độ biến động vừa phải hơn, song có sự khác nhau rất lớn trong tỷ lệ tăng trưởng của tốc độ từ năm này qua năm khác. Tỷ lệ phần trăm thay đổi trong tốc độ của $M1$ ($GNP/M1$), từ 1981 đến 1982, chẳng hạn là -47%, trong khi từ 1980 đến 1981 tốc độ tăng theo tỷ lệ 4,9%. Khoảng chênh lệch 9,6% có nghĩa là GNP danh nghĩa giảm đi 9,6% so với trường hợp nếu tốc độ tăng trưởng với tỷ lệ như trong năm 1980 - 1981⁽⁵⁾. Sự sụt xuống là do sự suy thoái xảy ra trong năm 1981 - 1982. Sau năm 1982, tốc độ của $M1$ thể hiện là còn biến động hơn, một thực tế đã làm cho những nhà khảo sát lúng túng khi xem xét chứng cứ kinh nghiệm về cấu trúc tiền tệ. (Xem phụ lục của chương này). Mặt khác tốc độ của $M2$ vẫn ổn định hơn tốc độ của $M1$ sau 1982, kết quả là Dự trữ Liên bang đã hạ chỉ tiêu của $M1$ trong năm 1987, và trong những năm gần đây đã nhắm nhiều hơn

(5) Chúng ta đi đến một kết luận tương tự nếu chúng ta dùng tốc độ $M2$. Tỷ lệ phần trăm của sự thay đổi tốc độ $M2$ ($GNP/M2$) từ 1981 đến 1982 là 4,8%, trong khi từ 1980 đến 1981 là 1,5. Sự chênh lệch 6,3% đó có nghĩa là GNP danh nghĩa thấp hơn 6,3% so với trường hợp nếu tốc độ $M2$ vẫn giữ ở cùng tỷ lệ tăng trưởng như năm 1980 - 1981.

vào các chỉ tiêu $M2$ (và các số chỉ dẫn lạm phát liên quan, xem Bài đọc thêm 23.1).

Cho đến cuộc Đại suy thoái, các nhà kinh tế không thừa nhận rằng tốc độ sụt xuống nghiêm trọng trong thời kỳ kinh tế co hẹp lại rất mạnh. Tại sao các nhà kinh tế cổ điển không thừa nhận thực tế đó khi mà nhìn thấy rất dễ dàng trong thời kỳ trước Đại suy thoái như trong Hình 23.1? Điều không may là trước Thế chiến II không có những dữ liệu chính xác về GNP và cung tiền tệ (chỉ sau chiến tranh chính phủ mới bắt đầu thu nhập những dự kiện đó). Các nhà kinh tế không có cách nào để biết rằng quan điểm của họ coi tốc độ là một hằng số đã được chứng minh là sai. Tuy nhiên, trong những năm của cuộc Đại suy thoái tốc độ sụt xuống mạnh đến nỗi những dữ liệu chưa xử lý sẵn sàng để cho các nhà kinh tế sử dụng, lúc bấy giờ gợi ý rằng tốc độ không phải là không thay đổi. Điều này giải thích tại sao sau cuộc Đại suy thoái John Maynard Keynes và các nhà kinh tế khác bắt đầu đi tìm những yếu tố khác ảnh hưởng đến cầu tiền tệ để có thể giúp cho việc giải thích những biến động lớn của tốc độ.

Bây giờ chúng ta hãy xem xét các học thuyết về cầu tiền tệ được hình thành lên từ sự khảo sát đó để có thể giải thích tốt hơn tình trạng vận động của tốc độ.

LÝ THUYẾT CỦA KEYNES VỀ SỰ ƯA THÍCH TIỀN MẶT

Trong cuốn sách nổi tiếng của mình, *Học thuyết chung về công ăn việc làm, lãi và tiền tệ* (1916), John Maynard Keynes từ bỏ quan điểm cổ điển rằng tốc độ là một hằng số và phát triển một học thuyết về cầu tiền tệ, học thuyết này nhấn mạnh tầm quan trọng của lãi suất. Keynes là một người thuộc trường phái Cambridge, khi ông ta viết cuốn sách *Học thuyết chung* đương nhiên là đi theo quan điểm do các người Cambridge đi trước đã phát triển. Lý thuyết về cầu tiền tệ của ông ta, mà ông ta gọi là **lý thuyết về sự ưa thích tiền mặt** cũng đặt câu hỏi, tại sao các cá nhân không giữ tiền? Nhưng Keynes đã chính xác hơn nhiều so với các người đi trước ông về vấn đề cái gì ảnh hưởng đến những quyết định của các cá nhân. Ông ta nêu lên tiền đề rằng có 3 động cơ đằng sau cầu tiền tệ: (1) động cơ giao dịch; (2) động cơ dự phòng; và (3) động cơ đầu cơ.

Động cơ giao dịch

Trong cách tiếp cận cổ điển của Fisher lẫn Cambridge, các cá nhân được coi là nắm giữ tiền vì đó là phương tiện trao đổi có thể dùng để tiến hành các giao dịch

hàng ngày. Đi theo truyền thống cổ điển, Keynes nhấn mạnh rằng bộ phận cấu thành đó của cầu tiền tệ trước tiên là do mức giao dịch của dân chúng quyết định. Vì ông ta tin rằng những giao dịch đó tỷ lệ với thu nhập, cho nên cũng giống như các nhà kinh tế cổ điển, ông ta coi bộ phận vì các giao dịch của cầu tiền tệ với thu nhập.

BÀI DỌC THÊM 23.1

P* số chỉ dẫn lạm phát mới của Dự trữ Liên bang

Sự ổn định tương đối của tốc độ $M2$ đã thúc dục Dự trữ Liên bang phát triển cái gọi là khái niệm P^* làm một hướng dẫn viên cho chính sách tiền tệ. P^* được xác định như sau :

$$P^* = \frac{M2 \times V2^*}{Y^*}$$

trong đó, $V2^*$ = tốc độ $M2$ bình quân dài hạn, Y^* = GNP thực tế tiềm tàng (công ăn việc làm đầy đủ). Nếu tốc độ $M2$ thực sự được định xuống ở $V2^*$ về dài hạn thì với số $M2$ đã giả định so với GNP tiềm tàng, mức giá cả P cũng sẽ nằm tại P^* . Do đó, khi P^* vượt quá P , thì học thuyết này áp dụng mức giá cả phải chăng nhanh hơn và lạm phát tương lai sẽ tăng lên mức cao hơn mức lạm phát hiện tại, chỉ ra cần phải có một chính sách tiền tệ thắt chặt hơn. Mặt khác khi P^* ở dưới P , thì lạm phát tương lai sẽ bắt đầu giảm xuống.

Để biết số chỉ dẫn P^* sẽ hoạt động như thế nào trong thực tế, chúng ta hãy xem một ví dụ có con số ; $V2^*$ được tính như là giá trị bình quân của tốc độ $M2$, từ những năm 1950 và nó vào khoảng 1,65, trong khi đó thì GNP tiềm tàng rất dễ tính toán vì những bộ phận cấu thành của khái niệm P^* giả định rằng GNP tiềm tàng tăng trưởng theo một tỷ lệ vững chắc 2,5% mỗi năm. Giả định rằng GNP tiềm tàng (theo

trị giá đôla năm 1982) là 5000 tỷ đôla và $M2$ là 4000 tỷ đôla. Vậy thì P^* được tính như sau :

$$P^* = \frac{4 \times 1,65}{5} = \frac{6,6}{5} = 1,32$$

Nếu mức giá cả chỉ là 1,25, nghĩa là 25% cao hơn năm 1982, thì P^* sẽ lớn hơn P , và lạm phát được dự đoán tăng lên các mức hiện tại. Mặt khác, nếu mức giá cả là 1,4, thì P^* sẽ thấp hơn P , và lạm phát sẽ được dự đoán giảm xuống.

Một giả định then chốt về tính hữu ích của khái niệm P^* là tốc độ $M2$ nhanh chóng quay trở lại mức $V2^*$ dài hạn của nó như thuyết số lượng tiền tệ đã nêu lên. Nếu như giả định này của thuyết số lượng không có hiệu lực thì P^* có thể chứng tỏ là một số chỉ dẫn không đáng tin cậy của đường đi của lạm phát tương lai. Không lấy làm ngạc nhiên là một số nhà kinh tế phê phán tính hữu ích của khái niệm P^* như là một người hướng dẫn cho chính sách tiền tệ.

Jeffrey Hallman, Richard Porter, và David Small, "M2 theo mỗi đơn vị của GNP tiềm tàng như là một cái neo cho mức giá cả". Hội đồng thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang. *Staff Papers*, số 117 (tháng 4/1989).

Động cơ dự phòng

Keynes đi xa hơn sự phân tích cổ điển, thừa nhận rằng ngoài việc giữ tiền để tiến hành các giao dịch hàng ngày, người ta còn giữ thêm tiền để dùng cho những nhu cầu bất ngờ. Giả định rằng bạn có ý định mua một máy stereo, bạn ra cửa hiệu đang có bán chịu 50% một cái mà bạn muốn mua. Nếu bạn có tiền dự phòng cho việc đó, thì bạn có thể mua được ngay stereo đó. Mặt khác, nếu như bạn không có số tiền dự phòng, thì bạn không thể hưởng được lợi thế của việc bán đó. Tiền dự phòng còn được giữ nếu bạn gặp phải một nhu cầu chi tiêu bất thường, chẳng hạn sửa chữa lớn một cái xe hoặc phải đi nằm bệnh viện.

Keynes tin rằng số tiền dự phòng mà người ta muốn nắm giữ được xác định trước tiên bởi mức độ các giao dịch mà người ta dự tính sẽ thực hiện trong tương lai và rằng những giao dịch đó tỷ lệ với thu nhập. Do đó ông ta ước định rằng cầu tiền dự phòng tỷ lệ với thu nhập.

Động cơ đầu tư

Nếu như Keynes kết thúc học thuyết của mình với các động cơ giao dịch và động cơ dự phòng, thì thu nhập sẽ là yếu tố quyết định quan trọng duy nhất của cầu tiền tệ, và ông ta không thêm gì hơn vào cách tiếp cận của Cambridge. Tuy nhiên, Keynes đồng ý với các nhà kinh tế cổ điển Cambridge rằng tiền tệ là phương tiện cất giữ của cải và gọi động cơ giữ tiền đó là động cơ đầu cơ. Vì ông ta cũng đồng ý với các nhà kinh tế Cambridge cổ điển rằng của cải gắn chặt với thu nhập, nên bộ phận cấu thành mang tính đầu cơ của cầu tiền tệ sẽ liên quan đến thu nhập. Tuy nhiên, Keynes lưu tâm cẩn thận hơn đến những nhân tố ảnh hưởng các quyết định về việc bao nhiêu tiền được giữ để cất giữ của cải. Khác với các nhà kinh tế Cambridge muốn coi bộ phận của cải của cầu tiền tệ là tỷ lệ thu nhập, thì Keynes tin rằng lãi suất cũng đóng một vai trò quan trọng.

Keynes chia các tài sản có thể được dùng để cất giữ của cải ra làm hai loại : tiền và trái khoán. Sau đó ông ta đặt câu hỏi sau đây : tại sao các cá nhân quyết định giữ của cải của mình dưới hình thái tiền hơn là dưới hình thái trái khoán ?

Hỏi tường lại việc bàn luận về thuyết cấu tài sản (Chương 5), bạn sẽ muốn giữ tiền nếu như lợi tức dự tính về tiền lớn hơn là lợi tức dự tính về các trái khoán mà mình nắm giữ. Keynes giả định rằng lợi tức dự tính về tiền là số không, vì vào

thời kỳ đó của ông ta (không như ngày nay) đa số các khoản tiền gửi có thể phát séc không được hưởng lãi. Đối với trái khoán, có hai bộ phận lợi tức dự tính : tiền lãi và tỷ lệ dự tính về khoản lợi vốn.

Bạn đã đọc trong Chương 4 rằng khi lãi suất tăng thì giá cả của trái khoán giảm xuống. Nếu bạn dự tính lãi suất tăng, thì bạn dự tính giá của trái khoán sụt xuống và do vậy bạn bị giảm vốn - nghĩa là, một sự mất vốn. Nếu như bạn dự tính việc tăng của lãi suất, khá đủ, thì việc mất vốn có thể nhiều hơn việc được trả lại và thu nhập dự tính của bạn về trái khoán sẽ là âm. Trong trường hợp này, bạn sẽ muốn giữ tài sản của bạn bằng tiền bởi vì lợi tức dự tính của tiền là lớn hơn, tức là, thu lợi tức số không của nó vượt quá lợi tức âm của trái khoán.

Keynes giả định rằng các cá nhân tin rằng lãi suất có chiều hướng quay về một giá trị thông thường nào đó (một giả định ít có lý hơn trong thế giới hiện nay). Nếu lãi suất thấp hơn giá trị thông thường đó, thì người ta dự tính lãi suất của trái khoán tăng lên trong tương lai và như vậy dự tính sẽ bị mất vốn về những trái khoán đó. Kết quả là, người ta sẽ rất có thể giữ của cải của mình bằng tiền hơn là bằng trái khoán và cầu tiền tệ sẽ cao.

Khi lãi suất cao hơn giá trị thông thường thì bạn dự tính cái gì sẽ xảy ra đối với cầu tiền tệ ? Nói chung, người ta sẽ dự tính lãi suất giảm xuống, giá trái khoán tăng lên và lợi về vốn sẽ được thực hiện. Với lãi suất cao, người ta rất có thể dự tính lợi tức về việc giữ trái khoán là số dương, như vậy, là vượt quá lợi tức dự tính về việc giữ tiền. Người ta sẽ rất có thể giữ trái khoán hơn là giữ tiền và cầu tiền tệ sẽ thấp, từ lập luận của Keynes, chúng ta có thể kết luận rằng vì lãi suất tăng, nên cầu tiền tệ giảm, và do đó *cầu tiền tệ là liên hệ âm so với mức lãi suất*.

Đặt chung ba động cơ với nhau

Đặt chung ba động cơ giữ tiền vào phương trình cầu tiền tệ. Keynes đã cẩn thận phân biệt giữa số lượng danh nghĩa và số lượng thực tế. Tiền được đánh giá theo giá trị vật mà nó có thể mua. Ví dụ, mọi giá cả trong nền kinh tế tăng gấp đôi (mức giá cả tăng gấp đôi), vậy thì cùng một lượng tiền danh nghĩa có thể mua được chỉ một nửa lượng hàng hóa. Keynes đã lập luận như vậy rằng người ta muốn giữ một số nhất định của **số dư tiền thực tế** (lượng tiền theo giá trị thực tế) - một số tiền mà ba động cơ của ông ta chỉ ra là sẽ liên hệ đến thu nhập thực

tế (Y) và lãi suất (i)⁽⁶⁾. Keynes đã viết phương trình cầu tiền tệ sau đây, được gọi là hàm số ưa thích tiền mặt, nó cho biết rằng cầu về số dư tiền thực tế (M^d/P) là một hàm số của (liên hệ đến) i và Y :

$$\frac{M^d}{P} = f(i, Y) \quad (23.4)$$

Dấu - dưới i trong hàm số ưa thích tiền mặt có nghĩa là cầu về số dư tiền thực tế là liên hệ âm đến lãi suất (i), trong khi *dấu + dưới Y* có nghĩa là cầu về số dư tiền thực tế và thu nhập thực tế (Y) liên hệ dương, điều này cũng đúng là hàm số cung tiền tệ tương tự mà chúng ta đã bàn đến trong Chương 6.

Kết luận của Keynes rằng cầu tiền tệ không chỉ liên hệ đến thu nhập nhưng cũng liên hệ đến lãi suất là điểm xuất phát chính từ quan điểm của Fisher về cung tiền tệ trong đó lãi suất có thể không có ảnh hưởng đến cầu tiền tệ, nhưng đó không phải là điểm xuất phát chủ yếu từ quan điểm của Cambridge, quan điểm này không loại bỏ những ảnh hưởng có thể có của lãi suất. Tuy nhiên, những nhà kinh tế Cambridge cổ điển không khai thác những ảnh hưởng rõ ràng của lãi suất đối với cầu tiền tệ.

Bằng cách lập hàng số ưa thích tiền mặt cho tốc độ (PY/M), chúng ta có thể thấy rằng học thuyết Keynes về cầu tiền tệ hàm ý rằng tốc độ không phải đứng nguyên nhưng thay vào đó nó biến động theo các chuyển động của lãi suất. Phương trình ưa thích tiền mặt có thể được viết lại như sau:

$$\frac{P}{M^d} = \frac{1}{f(i, Y)}$$

Bằng cách nhân cả hai vế của phương trình cho Y và thừa nhận rằng M^d có thể được thay bằng M bởi vì cả hai vế có thể bằng nhau trong sự cân bằng của thị trường tiền tệ, chúng ta giải phương trình V :

$$V = \frac{PY}{M} = \frac{Y}{f(i, Y)} \quad (23.5)$$

(6) Phương trình cầu tiền tệ của các nhà kinh tế cổ điển cũng có thể được viết theo số dư tiền thực tế, bằng cách chia hai vế của phương trình (23.3) cho mức giá cả, P để được:

$$\frac{M^d}{P} = k \times Y$$

Chúng ta biết rằng cầu tiền tệ liên hệ âm đến lãi suất ; khi i tăng lên, $f(i, Y)$ giảm xuống và do đó tốc độ tăng lên. Nói một cách khác, một sự tăng lên của lãi suất khuyến khích người ta gửi ít số dư tiền thực tế hơn với một mức thu nhập đã cho biết ; do đó tỷ lệ của vòng quay tiền tệ (tốc độ) phải cao hơn. Lập luận này chỉ cho biết rằng do lãi suất bị biến động mạnh nên thuyết ưa thích tiền mặt của cầu tiền tệ chỉ cho thấy tốc độ cũng biến động mạnh.

Một điểm lý thú của phương trình (23.5) là nó giải thích một số chuyển động của tốc độ trong Hình 23.1, trong đó chúng ta chỉ ra rằng khi xảy ra tiêu điều, tốc độ giảm xuống hoặc tỷ lệ tăng trưởng của nó giảm xuống. Thực tế nào về vận động chu kỳ của lãi suất mà chúng ta bàn luận trong Chương 6, có thể giúp chúng ta giải thích hiện tượng đó ? Bạn có thể nhớ lại rằng lãi suất có tính chu kỳ - tăng lên trong tình hình bành trướng và giảm xuống trong tình hình tiêu điều. Thuyết ưa thích tiền mặt chỉ ra rằng sự tăng lên của lãi suất sẽ làm cho tốc độ cũng tăng lên. Như vậy, các chuyển động chu kỳ của lãi suất sẽ dẫn đến những chuyển động chu kỳ của tốc độ, và đó đúng như điều chúng ta thấy trong Hình 23.1 và trong Bảng 23.1.

Mô hình của Keynes về cầu tiền tệ có tính đầu cơ cho ta một lý lẽ khác giải thích tại sao tốc độ có thể bị biến động mạnh. Cái gì sẽ xảy ra đối với cầu tiền tệ nếu quan điểm về mức "thông thường" của lãi suất thay đổi ? Ví dụ, đó là cái gì, nếu người ta dự tính là lãi suất thông thường tương lai cao hơn lãi suất thông thường hiện nay ? Bởi vì lúc đó lãi suất được dự tính là sẽ cao hơn trong tương lai, cho nên nhiều người sẽ dự tính là giá cả trái khoán sẽ giảm xuống và sẽ dự đoán bị mất vốn. Như vậy, lợi tức dự tính về trái khoán sẽ giảm xuống, và tiền sẽ trở thành hấp dẫn hơn so với trái khoán. Kết quả là : cầu tiền tệ sẽ tăng lên. Điều này có nghĩa là $f(i, Y)$ sẽ tăng lên và tốc độ vì vậy sẽ giảm xuống. Tốc độ sẽ thay đổi vì những dự đoán về những chuyển động tương lai của lãi suất thông thường có thể dẫn đến sự bất ổn định của tốc độ. Đó là thêm một lý lẽ nữa tại sao Keynes bác bỏ quan điểm rằng tốc độ có thể được coi là không thay đổi.

Hướng dẫn nghiên cứu

Cách giải thích của Keynes là tại sao lãi suất ảnh hưởng đến cầu tiền tệ sẽ được hiểu dễ dàng hơn nếu bạn tự coi mình là một người đầu tư đang thử quyết định xem có nên đầu tư vào trái khoán hay giữ tiền. Hãy tự hỏi mình xem bạn sẽ làm gì nếu bạn dự đoán là lãi suất thông thường sẽ thấp hơn trong tương lai so với hiện tại. Bạn sẽ giữ trái khoán hay tiền ?

Tóm tắt. Thuyết ưa thích tiền mặt là một sự mở rộng của cách tiếp cận Cambridge cổ điển, nhưng nó chính xác hơn nhiều về những lý do tại sao người ta giữ tiền? Đặc biệt là Keynes ước tính 3 động cơ để giữ tiền: (1) động cơ giao dịch; (2) động cơ dự phòng, và (3) động cơ đầu cơ. Mặc dù Keynes cho rằng các bộ phận cấu thành giao dịch và dự phòng của cầu tiền tệ là tỷ lệ với thu nhập, nhưng lập luận rằng động cơ đầu cơ sẽ liên hệ âm đến mức lãi suất.

Mô hình của Keynes về cầu tiền tệ có một ngụ ý quan trọng rằng tốc độ không thay đổi nhưng thay vào đó, nó liên hệ tích cực với lãi suất mà lãi suất thì biến động rất mạnh. Học thuyết của ông ta cũng bác bỏ tính không thay đổi của tốc độ, bởi vì những thay đổi trong dự tính của dân chúng về mức thông thường của lãi suất sẽ gây nên một sự di chuyển trong cầu tiền tệ sẽ làm cho tốc độ cũng di chuyển. Như vậy thuyết ưa thích tiền mặt của Keynes làm tiêu tan sự hoài nghi đối với học thuyết số lượng cổ điển rằng thu nhập danh nghĩa trước tiên là do những chuyển động trong lượng tiền tệ quyết định.

NHỮNG PHÁT TRIỂN THÊM VÀO CÁCH TIẾP CẬN CỦA KEYNES

Sau Thế chiến II các nhà kinh tế bắt đầu 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 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.

Cầu giao dịch

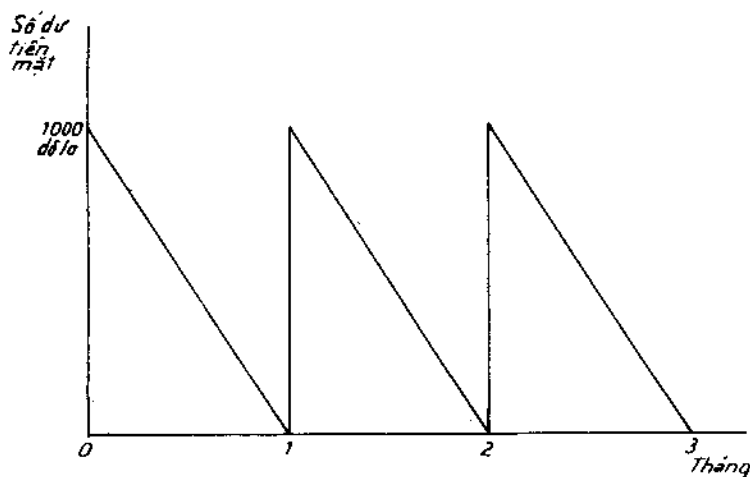
William Baumol và James Tobin độc lập phát triển những mô hình tương tự nhau về cầu tiền tệ, những mô hình này chứng minh rằng những số tiền nắm giữ nhằm dùng vào các mục đích giao dịch là nhạy cảm với mức lãi suất⁽⁷⁾. Trong việc phát triển các mô hình của mình, họ giả định có một người nhận được một khoản thanh toán một lần trong một thời kỳ và chi tiêu khoản tiền đó trong thời kỳ đó.

(7) William J. Baumol, "Cầu tiền mặt cho giao dịch: một tiếp cận lý thuyết về kiểm kê" *Tạp chí kinh tế hàng quý* 66 (tháng 11/1952), tr. 545-536; James Tobin, "Sự cư dân lãi suất của cầu tiền mặt cho giao dịch" *Tạp chí kinh tế và thống kê* 38 (tháng 8/1956) tr. 241-247.

Trong mô hình của mình, tiền không mang lại một khoản lãi nào, được nắm giữ chỉ vì tiền có thể được dùng để tiến hành các giao dịch.

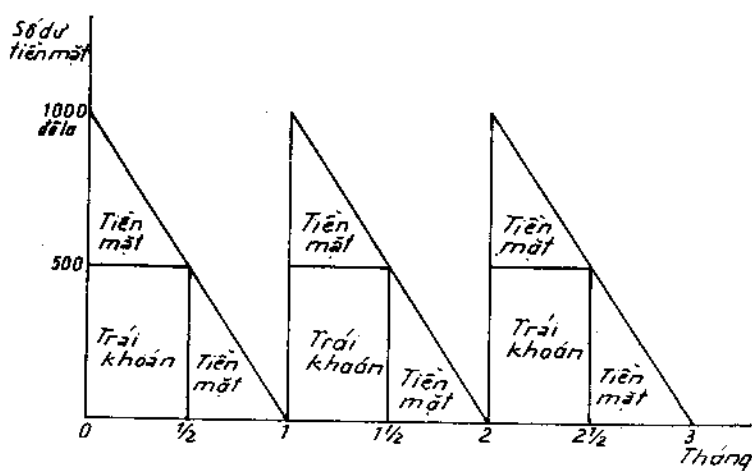
Để làm rõ hơn sự phân tích này, chúng ta giả định rằng Grant Smith nhận được 1000 đôla vào đầu tháng và chi số tiền đó trong các giao dịch xảy ra với một nhịp độ không đổi trong suốt tháng đó. Nếu Grant giữ 1000 đôla tiền mặt để tiến hành các giao dịch của mình, thì lúc đó số tiền mặt của nó theo hình răng cưa được mô tả trong Hình 23.2. Đầu tháng nó có 1000 đôla và cuối tháng nó không còn đồng nào bởi vì nó đã chi hết trong quá trình một tháng số tiền nó nắm giữ sẽ bình quân là 500 đôla (số tiền có đầu tháng 1000 đôla, cộng số tiền có cuối tháng không đôla, chia cho 2).

Đầu tháng tiếp theo, Grant lại nhận được 1000 đôla khác nữa, mà nó để vào tiền mặt, và sự sụt xuống tương tự của số tiền mặt còn lại của nó lại bắt đầu. Quá trình đó lặp lại hàng tháng và số dư tiền mặt bình quân của nó trong suốt một năm là 500 đôla. Vì thu nhập danh nghĩa hàng năm của nó là 12.000 đôla, và số tiền nó nắm giữ bình quân là 500 đôla, cho nên tốc độ của tiền tệ là ($V = PY/M$) $12.000/500 = 24$.



Hình 23.2. Số dư tiền mặt của một cá nhân giữ toàn bộ các khoản tiền thu được bằng tiền mặt. Khoản thu 1000 đôla vào đầu mỗi tháng được giữ toàn bộ bằng tiền mặt và được chi dùng theo một nhịp độ không đổi cho đến khi hết vào cuối tháng. Tại điểm này lại thu được một khoản 1000 đôla mới và toàn bộ quá trình lại bắt đầu.

Giả định rằng do kết quả theo một lớp học về tiền tệ và ngân hàng, Grant nhận thấy rằng nó có thể cải thiện tình hình của nó bằng cách không phải lúc nào cũng giữ tiền mặt. Vì vậy, tháng 1 nó quyết định giữ một phần của số 1000 đôla của nó bằng tiền mặt và một phần kia dưới hình thái chứng khoán có lãi như trái khoán chẳng hạn. Vào đầu mỗi tháng giữ 500 đôla bằng tiền mặt và dùng 500 đôla kia để mua trái phiếu kho bạc. Như bạn có thể thấy trong Hình 23.3, nó bắt đầu có mỗi tháng 500 đôla tiền mặt và 500 đôla trái phiếu, và vào giữa tháng, số dư tiền mặt của nó là bằng không. Bởi vì trái khoán không thể được dùng trực tiếp để tiến hành các giao dịch, cho nên Grant phải bán chúng và chuyển thành tiền mặt, như vậy nó có thể tiến hành những giao dịch trong thời gian còn lại của tháng. Vào giữa tháng, số trái khoán mà Grant nắm giữ tụt xuống số không và số dư tiền mặt của nó lại tăng lên 500 đôla. Vào cuối tháng, tiền mặt lại hết. Khi nó lại nhận được 1000 đôla tháng tiếp theo, nó lại chia thành 500 đôla tiền mặt và 500 đôla trái khoán, và quá trình tiếp tục. Kết quả ròng của quá trình này là số dư tiền mặt bình quân được giữ trong suốt tháng là $500/2 = 250$ đôla - đúng bằng một nửa số tiền nó có trước đó. Tốc độ tăng gấp đôi thành $48 = 12.000/250$.



Hình 23.3. Số dư tiền mặt và trái khoán của một cá nhân chỉ giữ bằng tiền mặt một nửa số tiền thu được hàng tháng. Một nửa số 1000 đôla thu được hàng tháng được dùng mua trái khoán và một nửa giữ bằng tiền mặt. Vào giữa tháng số dư tiền mặt bằng không và trái khoán có thể được bán đi để đưa số dư tiền mặt lên 500 đôla cuối tháng, số dư tiền mặt là bằng không.

Có phải đó là một giao dịch tốt không? Sự thật là, nếu nó giữ bằng tiền mặt 333,33 đôla vào đầu tháng, thì nó có thể giữ 666,67 đôla bằng trái khoán vào phần ba đầu tháng. Sau đó nó có thể bán 333,3 đôla trái khoán và giữ lại 333,34 đôla trái khoán cho phần ba thứ hai của tháng. Cuối cùng trong hai phần ba thời gian còn lại của tháng nó sẽ bán số trái khoán còn lại để nâng phần tiền mặt lên. Kết quả ròng của giao dịch này là Grant thu được 3,33 đôla mỗi tháng.

$[= 1/3 \times 1\% \times 666,67] + (1/3 \times 1\% \times 333,34)$. Đó là một kinh doanh tốt hơn. Trong trường hợp này số tiền mặt bình quân của nó sẽ là $33,32 \text{ đôla}/2 = 166,67$ đôla. Rõ ràng là số dư tiền mặt của nó càng thấp thì nó càng thu được lãi nhiều hơn.

Như chúng ta có thể dự đoán, có một việc vừa lợi vừa hại trong tất cả việc này khi mua trái khoán, Grant phải chịu hai loại phí giao dịch. Thứ nhất, nó phải trả phí môi giới trực tiếp về việc mua và bán trái khoán. Những phí này tăng lên khi số dư tiền mặt bình quân thấp hơn, bởi vì Grant sẽ mua và bán trái khoán thường xuyên nhiều hơn. Thứ hai, giữ tiền mặt ít hơn, nó phải đi lại ngân hàng nhiều lần hơn để lấy tiền mặt, mỗi lần nó bán một số trái khoán. Bởi vì "thời gian là tiền", nên điều đó phải được tính là một bộ phận của chi phí giao dịch.

Grant đối diện với một sự đổi chác. Nếu nó giữ rất ít tiền mặt, nó có thể thu được nhiều lãi về trái khoán, nhưng nó lại phải chịu chi phí giao dịch lớn hơn. Nếu lãi suất cao, thì lãi chứng khoán thu được sẽ cao so với chi phí giao dịch và nó sẽ giữ trái khoán nhiều hơn là giữ tiền mặt. Mặt khác, nếu lãi suất thấp, thì phí giao dịch do giữ nhiều trái khoán có thể nhiều hơn lãi thu được và Grant sẽ có lợi hơn nếu giữ nhiều tiền mặt hơn và giữ ít trái khoán hơn.

Kết quả của việc phân tích của Baumol - Tobin có thể được phát biểu như sau: vì lãi suất tăng lên, số tiền mặt được giữ để tiến hành các giao dịch sẽ giảm xuống; điều này có nghĩa là tốc độ sẽ tăng lên vì lãi suất tăng lên⁽⁸⁾.

(8) Lập luận tương tự đưa đến kết luận rằng vì phí môi giới tăng lên, nên cần tiền mặt để tiến hành giao dịch cũng tăng lên. Khi những phí đó tăng thì lợi thu được từ số dư tiền mặt để tiến hành giao dịch tăng lên bởi vì, bằng cách giữ số tiền dư đó, một cá nhân sẽ không phải bán trái khoán như thường vẫn hân, do đó tránh được phí môi giới cao. Lợi thu được từ việc giữ tiền mặt lớn hơn so với phí thời cơ của lãi đã có, do đó dẫn đến cầu cao hơn về tiền mặt cho giao dịch.

Nói một cách khác, bộ phận cấu thành cho giao dịch của cầu tiền tệ liên hệ âm với mức lãi suất.

Tư tưởng cơ bản trong sự phân tích của Baumol - Tobin là có một phí thời cơ của việc giữ tiền mặt - tiền lãi có thể thu được từ những tài sản khác. Mặt khác, có một khoản lợi của việc giữ tiền mặt - tránh được các phí giao dịch. Khi lãi suất tăng lên, người ta sẽ cố gắng tiết kiệm số tiền mặt được giữ để tiến hành giao dịch bởi vì phí thời cơ của việc giữ tiền tăng lên. Bằng cách sử dụng những mô hình đơn giản, Baumol và Tobin đã phát lộ ra một cái gì đó mà chúng ta có thể không thấy nếu làm khác đi, chính là cầu tiền tệ cho giao dịch, chứ không phải cầu tiền tệ để đầu cơ, sẽ nhạy cảm với lãi suất. Việc phân tích của Baumol - Tobin trình bày một cách rõ ràng tuyệt diệu giá trị của mô hình hóa kinh tế.

Hướng dẫn nghiên cứu

Ý tưởng cho rằng vì lãi suất tăng nên phí thời cơ của tiền cũng tăng làm cho cầu tiền tệ giảm xuống, có thể được phát biểu tương đương với thuật ngữ lợi tức dự tính được dùng trước đây. Vì lãi suất tăng cho nên lợi tức dự tính về các tài sản khác, trái khoán, tăng theo làm cho lợi tức dự tính tương đối về tiền tệ giảm xuống. Hai cách giải thích này thực tế là như nhau bởi vì chúng ta đã thấy trong Chương 6, những sự thay đổi trong phí thời cơ của một tài sản chính là sự mô tả của điều xảy ra cho lợi tức dự tính tương đối. Thuật ngữ phí thời cơ đã được Baumol và Tobin sử dụng trong tác phẩm của mình về cầu tiền tệ cho giao dịch và đó là lý do tại sao chúng ta sử dụng thuật ngữ đó trong bài này. Để đảm bảo cho bạn hiểu sự tương đương của hai thuật ngữ này, hãy thử chuyển cách lập luận trong mục cầu dự phòng từ thuật ngữ phí thời cơ sang thuật ngữ lợi tức dự tính.

Cần dự phòng

Các mô hình về động cơ dự phòng của cầu tiền tệ đã được phát triển theo những đường nét tương tự như phương pháp của Baumol - Tobin, vì vậy chúng ta sẽ không đi vào chi tiết về những mô hình đó ở đây. Chúng ta bàn luận về những khoản lợi thu được do giữ số dư tiền mặt để dự phòng, nhưng cân nhắc lợi hại đối với những lợi đó phải là phí thời cơ của lãi đã có về số tiền mặt được giữ.

Do vậy chúng ta có một sự đối chác tương tự với sự đối chác đối với số dư tiền mặt cho giao dịch. Vì lãi suất tăng, nên phí thời cơ về số dư tiền mặt dự phòng

tăng và vì vậy số dư tiền mặt đó giảm xuống. Vì vậy chúng ta đi đến kết quả tương tự như kết quả thu được đối với sự phân tích của Baumol - Tobin⁽⁹⁾. **Cầu tiền tệ dự phòng liên hệ âm với lãi suất.**

Cầu đầu cơ

Sự phân tích của Keynes về cầu tiền tệ đầu cơ đã gây nên nhiều sự chỉ trích gay gắt. Nó chỉ ra rằng một cá nhân chỉ giữ tiền để cất giữ của cải khi lợi tức về trái khoán ít hơn lợi tức dự tính về tiền mặt, và chỉ giữ trái khoán khi lợi tức dự tính về trái khoán lớn hơn lợi tức dự tính về tiền mặt. Chỉ trong rất ít trường hợp khi dân chúng dự tính là lợi tức về trái khoán và về tiền mặt là y như nhau thì họ mới giữ cả hai loại đó. Do vậy sự phân tích của Keynes hàm ý rằng trên thực tế không ai giữ một túi đa dạng trái khoán và tiền mặt nhằm để cất giữ tài sản - nghĩa là, cùng một lúc giữ tiền mặt và giữ trái khoán. Vì đa dạng hóa rõ ràng là một chiến lược nhạy cảm để chọn tài sản nên giữ (xin nhắc lại Chương 5), cho nên trong sự phân tích của Keynes ít xảy ra hiện tượng này là một nhược điểm của học thuyết của ông ta về cầu tiền tệ đầu cơ.

Tobin phát triển một mô hình của cầu tiền tệ đầu cơ nhằm tránh sự chỉ trích này đối với sự phân tích của Keynes. Tư tưởng cơ bản của Tobin là không những dân chúng chú ý đến lợi tức dự tính về một tài sản này đối lại với tài sản khác khi họ quyết định giữ cái gì trong túi của họ, mà họ còn quan tâm chú ý đến tính rủi ro của các lợi tức thu được từ mỗi loại tài sản đó. Đặc biệt là Tobin giả định rằng đa số dân chúng là ghét rủi ro - nghĩa là, họ không thích rủi ro. Một đặc điểm quan trọng của tiền mặt là lợi tức dự tính về tiền mặt là chắc chắn; Tobin cho rằng nó là số không. Mặt khác, trái khoán có thể có những biến động lớn về giá cả, và lợi tức về trái khoán là rất rủi ro và có thể là số âm. Do vậy, ngay cả khi lợi tức dự tính về trái khoán vượt quá lợi tức dự tính về tiền mặt, thì dân chúng có thể vẫn thích giữ tiền để cất giữ của cải, bởi vì tiền mặt ít bị rủi ro về số lợi tức thu được hơn là đối với trái khoán.

(9) Những mô hình về cầu tiền tệ dự phòng cũng phát lộ ra rằng vì sự tương tự tăng lên đối với mức giao dịch tương lai, nên cầu tiền tệ để dự phòng sẽ tăng lên. Điều đó là như vậy vì sự lớn hơn có nghĩa là các cá nhân rất có thể phải chịu phí giao dịch nếu họ không giữ số dư tiền mặt để dự phòng. Lợi của việc có số dư tiền mặt tăng lên so với phí thời cơ và như vậy cầu về tiền tệ này tăng lên.

Sự phân tích của Tobin cũng cho thấy dân chúng có thể giảm bớt tổng số rủi ro của một túi tài sản bằng cách đa dạng hóa, nghĩa là, bằng cách giữ cả trái khoán lẫn tiền mặt. Mô hình gợi cho thấy rằng các cá nhân sẽ giữ trái khoán và tiền cùng một lúc để cất giữ của cải. Vì có lẽ đó là một cách mô tả thực tế hơn về thái độ của dân chúng so với cách của Keynes, nên lập luận của Tobin về cầu tiền tệ để đầu cơ dường như có cơ sở vững chắc hơn.

Tuy nhiên, cố gắng của Tobin nhằm hoàn thiện lập luận của Keynes về cầu tiền tệ để đầu cơ chỉ thành công một phần. Thậm chí vẫn chưa được rõ là cầu tiền tệ để đầu cơ có tồn tại hay không. Nếu có những tài sản không có rủi ro - như tiền - nhưng lại đem lại lợi tức cao hơn, thì đó là cái gì? Liệu có cầu đầu cơ tiền tệ hay không? Không có, bởi vì một cá nhân sẽ luôn luôn giữ một tài sản như vậy tốt hơn là giữ tiền. Túi tài sản của họ sẽ được hưởng một lợi tức dự tính cao hơn, song không có rủi ro cao. Có những tài sản như vậy trong nền kinh tế Mỹ hay không? Câu trả lời là "có". Các trái phiếu kho bạc Mỹ, các cổ phiếu của quỹ tương tế thị trường tiền tệ và những tài sản khác mà không có rủi ro, mang lại một số lợi tức nhất định cao hơn những lợi tức về tiền. Vậy thì, tại sao ai cũng muốn giữ tiền mặt làm phương tiện cất giữ của cải? (Tuy nhiên xin nhớ lại, là chúng ta đã thấy rằng dân chúng muốn giữ tiền để giao dịch và để dự phòng).

Mặc dù sự phân tích của Tobin không giải thích tại sao tiền được giữ làm phương tiện cất giữ của cải, nhưng sự phân tích đó đã phát triển sự hiểu biết của chúng ta về việc dân chúng đã chọn như thế nào trong các tài sản đó. Thật vậy, việc phân tích của ông ta là một bước quan trọng trong việc phát triển lĩnh vực lý thuyết tài chính, lĩnh vực này xem xét việc định giá tài sản và lựa chọn túi tài sản (quyết định mua tài sản này mà không mua tài sản khác).

Tóm tắt. Những sự phát triển mới đây cách tiếp cận của Keynes có ý định giải thích chính xác hơn cầu tiền tệ để giao dịch, để dự phòng và để đầu cơ. Ý định hoàn thiện lập luận của Keynes về cầu tiền tệ để đầu cơ chỉ thành công một phần; vẫn còn chưa rõ là thậm chí cầu đó tồn tại hay không. Tuy nhiên, các mô hình về cầu tiền tệ để giao dịch và dự phòng chỉ ra rằng các bộ phận cấu thành đó của cầu tiền tệ liên hệ tiêu cực (âm) với lãi suất. Do vậy ý kiến đề xuất của Keynes rằng cầu tiền tệ là nhạy cảm với lãi suất - gợi ý rằng tốc độ không phải đứng yên, vì vậy thu nhập danh nghĩa có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác hơn là bởi lượng tiền tệ - vẫn được sự phân tích mới đó ủng hộ.

HỌC THUYẾT SỐ LƯỢNG TIỀN TỆ HIỆN ĐẠI CỦA FRIEDMAN

Năm 1956, Milton Friedman đã phát triển một học thuyết về cầu tiền tệ trong bài báo nổi tiếng của mình "Học thuyết số lượng tiền tệ : Một sự xác nhận lại" ⁽¹⁰⁾. Mặc dù Friedman thường xuyên dẫn chiếu đến Irving Fisher và học thuyết số lượng, nhưng sự phân tích của ông ta về cầu tiền tệ thực sự là sát với sự phân tích của Keynes và của cách tiếp cận của Cambridge hơn là với sự phân tích của Fisher.

Cũng giống như những người trước ông ta, Friedman đeo đuổi câu hỏi tại sao người ta chọn việc giữ tiền. Thay vì phân tích những động cơ đặc biệt thúc đẩy việc giữ tiền, như Keynes đã làm, Friedman đơn giản nêu lên rằng cầu tiền tệ phải bị ảnh hưởng bởi cùng những nhân tố ảnh hưởng đến cầu của bất kỳ tài sản nào. Vì vậy Friedman áp dụng học thuyết về cầu tài sản vào tiền tệ.

Học thuyết cầu tài sản (Chương 5) chỉ ra rằng cầu tiền tệ phải là một hàm số của những tài nguyên sẵn sàng được dùng cho các cá nhân (tức là, của cái của họ) và của lợi tức dự tính về các tài sản khác so với lợi tức dự tính về tiền. Cũng như Keynes, Friedman thừa nhận rằng người ta muốn giữ một số lượng nhất định cả số dư trên thực tế (lượng tiền theo giá trị thực). Từ sự phân tích đó, Friedman trình bày ý kiến của mình về cầu tiền tệ như sau : ⁽¹¹⁾

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m) \quad (23.6)$$

+ - - -

trong đó các dấu ở dưới phương trình chỉ ra rằng cầu tiền tệ liên hệ dương (+) hoặc (-) đến các số hạng ngay trên dấu đó, và

(10) Milton Friedman, "Học thuyết số lượng tiền tệ : Một sự xác nhận lại" trong tác phẩm của Milton Friedman, *Nghiên cứu về Học thuyết số lượng tiền tệ* (Chicago : University of Chicago Press, 1956)

(11) Friedman cũng đưa thêm vào ý kiến của mình số hạng h , số hạng này biểu thị tỷ lệ giữa các của cá nhân tính với của cái phi nhân tính. Ông ta lập luận rằng nếu một người mà có phần thu nhập thường xuyên nhiều hơn từ thu nhập bằng lao động và như vậy là từ vốn người của mình, thì anh ta sẽ ít lòng hơn nếu như anh ta nhận được thu nhập của mình từ các tài sản tài chính. Trong trường hợp này, người đó có thể muốn giữ nhiều tiền mặt bởi vì đó là một tài sản lỏng hơn những thứ khác. Số hạng h không đóng vai trò chính yếu trong học thuyết Friedman và không có ý nghĩa đối với học thuyết tiền tệ. Đó là lý do tại sao chúng ta quên nó đi trong hàm số cầu tiền tệ.

M^d/P = cầu về số dư tiền mặt thực tế

Y_p = cách đo của cái của Friedman được gọi là thu nhập thường xuyên (về mặt kỹ thuật, giá trị được chiết khấu hiện tại của các thu nhập tương lai dự tính, nhưng được mô tả dễ dàng hơn như là thu nhập dài hạn bình quân dự tính)

r_m = lợi tức dự tính về tiền mặt

r_b = lợi tức dự tính về trái khoán

r_e = lợi tức dự tính về vốn cổ phần (cổ phiếu thường)

π = tỷ lệ lạm phát dự tính.

Chúng ta hãy nhìn chi tiết hơn các biến số trong hàm số cầu tiền tệ của Friedman và chúng hàm ý gì đối với cầu tiền tệ.

Vì cầu đối với một tài sản là liên hệ dương với của cái, nên cầu tiền tệ liên hệ dương với khái niệm của cái của Friedman; thu nhập thường xuyên (được chỉ ra bằng dấu + phía dưới khái niệm đó). Khác với khái niệm thông dụng của chúng ta, thu nhập thường xuyên (có thể được coi là thu nhập dài hạn bình quân dự tính) có nhiều sự biến động ngắn hạn nhỏ hơn, bởi vì nhiều sự biến động của thu nhập là tạm thời (thời gian ngắn). Ví dụ, trong tình hình bành trướng của chu kỳ thu nhập tăng nhanh, nhưng do một vài sự tăng lên đó là tạm thời, nên thu nhập dài hạn bình quân không thay đổi quá nhiều. Như vậy, trong giai đoạn phồn vinh thu nhập thường xuyên tăng lên rất ít hơn so với thu nhập. Trong giai đoạn tiêu điều nhiều thu nhập sụt xuống tạm thời, và thu nhập dài hạn bình quân (từ đây gọi là thu nhập thường xuyên) giảm xuống ít hơn thu nhập. Một hàm ý của cách sử dụng của Friedman về khái niệm thu nhập thường xuyên như là một yếu tố quyết định cầu tiền tệ là cầu tiền tệ sẽ không biến động nhiều cùng với các chuyển động của chu kỳ kinh doanh.

Một cá nhân có thể giữ của cái dưới nhiều hình thức ngoài hình thức tiền :

Friedman sắp chúng thành 3 loại tài sản : trái khoán, cổ phiếu (cổ phiếu thường) và hàng hóa. Những động lực thúc đẩy giữ những tài sản đó hơn là giữ tiền được thể hiện bằng lợi tức dự tính về mỗi một tài sản đó so với lợi tức dự tính về tiền, ba số hạng sau cùng trong hàm số cầu tiền tệ. Dấu trừ phía dưới mỗi số hạng chỉ ra rằng, vì mỗi số hạng tăng lên, nên cầu tiền tệ sẽ giảm xuống.

Lợi tức dự tính về tiền (r_m) thể hiện trên tất cả 3 số hạng đó, bị ảnh hưởng bởi hai nhân tố :

1. Các dịch vụ do các ngân hàng tiến hành đối với các khoản tiền gửi bao gồm trong cung tiền tệ, chẳng hạn như số tiền thu được dưới hình thức các séc đã bị

hủy hoặc tự động trả tiền các tín phiếu, và v.v. Khi những dịch vụ này tăng lên, lợi tức dự tính về giữ tiền mặt tăng lên.

2. Trả tiền lãi cho số dư tiền mặt. Tài khoản NOW và các tiền gửi khác được gộp vào trong cung tiền tệ thường xuyên trả lãi. Do những việc trả lãi tăng lên, lợi tức dự tính về tiền tăng lên.

Các số hạng $r_b - r_m$ và $r_e - r_m$ biểu thị cho lợi tức dự tính về trái khoán và cổ phiếu so với lợi tức dự tính về tiền; vì chúng tăng lên, nên lợi tức dự tính tương đối về tiền giảm xuống và cầu tiền tệ giảm xuống. Số hạng sau cùng ($\pi^e - r_m$) biểu thị lợi tức dự tính về hàng hóa so với tiền. Lợi tức dự tính về giữ hàng hóa là tỷ lệ dự tính của khoản lợi về vốn phát sinh khi giá cả của chúng tăng lên và như vậy là bằng tỷ lệ lạm phát dự tính (π^e). Nếu tỷ lệ lạm phát dự tính là 10% chẳng hạn, thì giá cả hàng hóa cũng dự tính là sẽ tăng theo tỷ lệ 10% và lợi tức dự tính của chúng là 10%. Khi $\pi^e - r_m$ tăng lên, lợi tức dự tính về hàng hóa so với tiền tăng lên và cầu tiền tệ giảm xuống.

Phân biệt giữa học thuyết Friedman và học thuyết Keynes

Có vài sự khác nhau giữa học thuyết của Friedman về cầu tiền tệ với các học thuyết của Keynes. Một là bằng cách gộp nhiều tài sản thành những dạng thay cho tiền, Friedman thừa nhận rằng có nhiều cái chứ không phải chỉ có lãi suất là quan trọng đối với nghiệp vụ của nền kinh tế tổng hợp. Còn Keynes thì lại dồn các tài sản tài chính khác ngoài tiền vào thành một loại lớn - trái khoán - bởi vì ông ta cảm thấy rằng những lợi tức của chúng vận động khá cùng nhau. Nếu là như vậy thì lợi tức dự tính về trái khoán sẽ là một con số chỉ dẫn của các lợi tức dự tính về các tài sản tài chính khác và sẽ không có nhu cầu đưa chúng riêng rẽ vào hàm số cầu tiền tệ.

Cũng khác với Keynes, Friedman xem tiền và hàng hóa là thay thế nhau được, nghĩa là, người ta chọn giữa hai thứ đó khi quyết định giữ bao nhiêu tiền. Đó là lý do tại sao Friedman đưa lợi tức dự tính về hàng hóa so với tiền làm một số hạng trong hàm số cầu tiền tệ của ông ta. Việc giả định rằng tiền và hàng là những vật thay thế nhau chỉ ra rằng những thay đổi trong lượng tiền tệ có thể có một ảnh hưởng trực tiếp đến tổng chi tiêu.

Thêm vào đó, Friedman nhấn mạnh hai vấn đề trong việc thảo luận hàm số cầu tiền tệ của ông ta, hàm số này phân biệt với thuyết ưa thích tiền mặt. Thứ nhất, Friedman không coi lợi tức dự tính về tiền là một hàng số như Keynes. Khi lãi suất tăng lên trong nền kinh tế, các ngân hàng thu được nhiều lợi nhuận cho

vay hơn, và họ muốn thu hút nhiều tiền gửi để tăng khối lượng các khoản cho vay nhiều lãi hơn của mình hiện nay. Nếu không có những hạn chế trong việc trả lãi cho các khoản tiền gửi, thì các ngân hàng thu hút tiền gửi bằng cách trả lãi suất cao hơn cho những khoản tiền gửi đó. Bởi vì nền công nghiệp có sức cạnh tranh, cho nên lợi tức về tiền được giữ dưới dạng tiền gửi ngân hàng do vậy tăng lên cùng với lãi suất cao hơn về trái khoán và các khoản cho vay các ngân hàng cạnh tranh để thu hút tiền gửi cho đến khi không có lợi nhuận vượt quá, và làm như vậy thì các ngân hàng đã lập được khoảng cách giữa lãi thu được về cho vay đối lại với lãi phải trả cho tiền gửi. Kết quả ròng của sự cạnh tranh này trong nền công nghiệp ngân hàng là $r_b - r_m$ đứng yên tương đối khi lãi suất i tăng lên ⁽¹²⁾.

Khi có những hạn chế về số tiền lãi, thì cái gì có thể được các ngân hàng trả về số tiền gửi của mình? Có phải lợi tức dự tính về tiền sẽ là một hằng số hay không? Vì lãi suất tăng, thì $r_b - r_m$ cũng sẽ tăng lên hay không? Friedman nghĩ rằng không. Ông ta lập luận rằng mặc dù các ngân hàng có thể bị hạn chế trong việc trả bằng tiền về các khoản tiền gửi, nhưng các ngân hàng vẫn có thể cạnh tranh lẫn nhau về mặt chất lượng. Các ngân hàng có thể, chẳng hạn, cung cấp nhiều dịch vụ hơn cho một người gửi tiền bằng cách cung cấp nhiều người thu phát tiền hơn, tự động làm việc trả tiền các phiếu thay cho những người gửi tiền, cung cấp nhiều máy tiền mặt tại nhiều nơi thuận tiện và vân vân. Kết quả của những cải tiến đó về dịch vụ tiền là lợi tức dự tính về tiền gửi tăng lên. Do vậy, bất chấp những hạn chế trong việc trả lãi bằng tiền mặt, chúng ta vẫn có thể phát hiện ra rằng một sự tăng lên của lãi suất thị trường sẽ làm tăng lợi tức dự tính đủ để cho $r_b - r_m$ sẽ vẫn tương đối không thay đổi ⁽¹³⁾. **Khác với học thuyết Keynes chỉ ra rằng lãi suất là một yếu tố quyết định cầu tiền tệ, thì học thuyết Friedman gọi ý những thay đổi của lãi suất sẽ có ít tác dụng đến cầu tiền tệ.**

(12) Friedman không nêu lên là có một vài sự tăng lên trong $r_b - r_m$ khi i tăng lên vì một phần của cung tiền tệ (đặc biệt là tiền mặt) được giữ dưới những hình thức mà không thể trả lãi hoặc bằng tiền mặt hoặc không bằng tiền mặt. Xem, chẳng hạn, Milton Friedman, "Tại sao một lần sóng lạm phát có thể xảy ra trong năm sau", *Wall Street Journal* (Thứ năm, 1/9/1983).

(13) Cạnh tranh về mặt chất lượng các dịch vụ là một đặc điểm của nhiều ngành công nghiệp mà bị hạn chế trong việc cạnh tranh về giá cả. Chẳng hạn, trong những năm 1960 và đến những năm 1970 khi giá vé máy bay được Hội đồng hàng không dân dụng ấn định ở mức quá cao, thì các hãng hàng không được phép hạ giá vé của mình để thu hút khách hàng. Thay vào đó họ cải tiến chất lượng dịch vụ bằng cách cung cấp rượu vang không mất tiền, thức ăn ngon, chiếu phin, và ghế ngồi rộng hơn.

Do vậy, hàm số cầu tiền tệ của Friedman chủ yếu là một hàm số mà trong đó thu nhập thường xuyên là yếu tố quyết định đầu tiên của cầu tiền tệ, và phương trình cầu tiền tệ của ông ta có thể được tính gần với

$$\frac{M^d}{P} = f(Y_p) \quad (23.7)$$

Theo quan điểm của Friedman, cầu tiền tệ là không nhạy cảm với hai suất - không phải vì ông ta thấy rằng cầu tiền tệ không nhạy cảm với những thay đổi của những sự thúc đẩy giữ các tài sản khác so với giữ tiền, mà đúng hơn là vì những thay đổi của lãi suất sẽ có ít tác dụng đến những số hạng thúc đẩy đó trong hàm số cầu tiền tệ. Các số hạng thúc đẩy vẫn tương đối không thay đổi, bởi vì bất kỳ sự tăng lên nào trong lợi tức dự tính về các tài sản khác do kết quả của lãi suất tăng lên sẽ bị bù lại bằng việc tăng của lợi tức dự tính về tiền.

Vấn đề thứ hai mà Friedman nhấn mạnh là sự ổn định của hàm số cầu tiền tệ. Ngược lại với Keynes, Friedman gợi ý rằng những biến động ngẫu nhiên của cầu tiền tệ là nhỏ và rằng cầu tiền tệ có thể được dự đoán chính xác bằng hàm số cầu tiền tệ. Khi kết hợp với quan điểm của ông ta rằng cầu tiền tệ là nhạy cảm với những thay đổi của lãi suất, thì điều đó có nghĩa rằng tốc độ là rất có thể dự đoán. Chúng ta có thể nhìn thấy điều này bằng cách viết tốc độ theo phương trình cầu tiền tệ (23.7).

$$V = \frac{Y}{f(Y_p)} \quad (23.8)$$

Vì mối quan hệ giữa Y và Y_p thông thường là hoàn toàn dự đoán được, cho nên một hàm số cầu tiền tệ ổn định (nghĩa là hàm số cầu mà không bị những di chuyển rõ nét cho nên nó dự đoán cầu tiền tệ một cách chính xác) hàm ý rằng tốc độ cũng rất dễ dàng dự đoán. Nếu chúng ta có thể dự đoán tốc độ nào sẽ xảy ra trong thời kỳ tới, thì lúc đó một sự thay đổi trong lượng tiền tệ sẽ gây nên một sự thay đổi dự đoán được trong tổng chi tiêu. Ngay cả mặc dù tốc độ không còn được coi là đứng yên, thì cung tiền tệ tiếp tục là yếu tố quyết định đầu tiên của thu nhập danh nghĩa như trong học thuyết số lượng tiền tệ. Do đó, học thuyết cầu tiền tệ của Friedman thực sự là một sự phát biểu lại của học thuyết số lượng, bởi vì nó dẫn đến cùng một kết luận về tầm quan trọng của tiền đối với tổng chi tiêu.

Bạn có thể nhắc lại rằng chúng ta đã nói hàm số thích tiền mặt của Keynes (trong đó lãi suất là một yếu tố quan trọng của cầu tiền tệ) có thể giải thích những chuyển động chu kỳ của tốc độ mà chúng ta thấy trong dữ kiện. Cách

trình bày cầu tiền tệ của Friedman có giải thích được tốt hiện tượng tốc độ chu kỳ đó không?

Điểm mấu chốt để trả lời câu hỏi này là sự tồn tại của thu nhập thường xuyên chứ không phải là thu nhập được đo lường trong hàm số cầu tiền tệ. Cái gì xảy ra cho thu nhập thường xuyên trong thời kỳ bành trướng của chu kỳ kinh doanh? Bởi vì nhiều sự tăng lên của thu nhập sẽ là tạm thời, cho nên thu nhập thường xuyên tăng lên nhiều hơn thu nhập. Vì vậy hàm số cầu tiền tệ của Friedman chỉ ra rằng cầu tiền tệ chỉ tăng lên một số nhỏ so với sự tăng lên trong thu nhập được đo lường, và như phương trình (23.8) đã chỉ ra, tốc độ tăng lên. Tương tự như vậy, trong một cuộc tiêu điều, cầu tiền tệ giảm xuống ít hơn thu nhập, bởi vì sự sụt xuống của thu nhập thường xuyên là nhỏ so với thu nhập, và tốc độ giảm xuống. Theo cách đó chúng ta có chuyển động chu kỳ của tốc độ.

Tóm tắt. Học thuyết cầu tiền tệ của Friedman sử dụng cách tiếp cận tương tự với cách tiếp cận của Keynes và của những nhà kinh tế Cambridge trước đó, nhưng không đi vào chi tiết về những động cơ thúc đẩy giữ tiền. Thay vào đó, Friedman sử dụng học thuyết cầu tài sản để chỉ ra rằng cầu tiền tệ là một hàm số của thu nhập thường xuyên và lợi tức dự tính về các tài sản thay thế so với lợi tức dự tính về tiền. Có hai sự khác nhau chủ yếu giữa học thuyết của Friedman với học thuyết của Keynes. Friedman tin rằng những thay đổi trong lãi suất có ít ảnh hưởng đến lợi tức dự tính về các tài sản khác so với tiền. Như vậy, ngược lại với Keynes, ông ta cho rằng cầu tiền tệ không nhạy cảm với lãi suất. Hơn thế nữa, ông ta còn khác với Keynes trong việc nhấn mạnh rằng hàm số cầu tiền tệ không chịu những di chuyển lớn và như vậy là ổn định. Hai sự khác nhau đó cũng chỉ ra rằng tốc độ là dự đoán được, đưa đến một kết luận của thuyết số lượng là tiền là yếu tố quyết định đầu tiên của tổng chi tiêu.

TÓM TẮT

1. Irving Fisher phát triển một học thuyết cầu tiền tệ dựa trên cơ sở giao dịch theo đó cầu tiền mặt thực tế là tỷ lệ với thu nhập thực tế và không nhạy cảm với những chuyển động của lãi suất. Một hàm ý của học thuyết của ông ta là tốc độ, nhịp độ quay vòng của tiền là không thay đổi. Điều đó sinh ra học thuyết số lượng tiền tệ, học thuyết này hàm ý rằng tổng chi tiêu là chỉ do các chuyển động trong lượng tiền tệ quyết định.

2. Cách tiếp cận của trường phái Cambridge cổ điển cố gắng thử trả lời câu hỏi các cá nhân muốn giữ bao nhiêu tiền. Cách tiếp cận đó cũng cho rằng cầu tiền mặt là tỷ lệ với thu nhập thực tế, nhưng khác với sự phân tích của Fisher theo đó ông ta không bác bỏ những ảnh hưởng của lãi suất đối với cầu tiền tệ.

3. Quan điểm cổ điển rằng tốc độ có thể thực sự được coi là không thay đổi không

được chứng minh bằng các dữ kiện. Tính thay đổi của tốc độ đặc biệt rõ ràng đối với nghề nghiệp kinh tế sau việc sụt xuống nghiêm trọng của tốc độ trong những năm của cuộc Đại suy thoái.

4. Keynes đã mở rộng cách tiếp cận của Cambridge bằng cách nêu lên 3 động cơ thúc đẩy giữ tiền: động cơ giao dịch, động cơ dự phòng và động cơ đầu cơ. Học thuyết thích tiền mặt của ông ta cho rằng các giao dịch và bộ phận dự phòng của cầu tiền tệ là tỷ lệ với thu nhập. Tuy nhiên, bộ phận đầu cơ của cầu tiền tệ được cho là nhạy cảm với lãi suất cũng như với những dự đoán về các chuyển động tương lai của lãi suất. Do vậy, học thuyết này hàm ý rằng tốc độ là rất không ổn định và không thể được coi là một hằng số.

5. Những sự phát triển thêm trong cách tiếp cận của Keynes cung cấp một lập luận tốt hơn về 3 động cơ thúc đẩy giữ tiền mà

Keynes nêu lên. Lãi suất được thấy là quan trọng đối với bộ phận tiền tệ để giao dịch và để dự phòng của cầu tiền tệ cũng như của bộ phận để đầu cơ.

6. Học thuyết cầu tiền tệ của Milton Friedman sử dụng một tiếp cận tương tự với tiếp cận của Keynes và của các nhà kinh tế Cambridge cổ điển. Coi tiền như bất kỳ tài sản để rút ra một cầu tiền tệ, cầu này là một hàm số của lợi tức dự tính về các tài sản khác liên quan đến lợi tức dự tính về tiền và thu nhập thường xuyên. Ngược lại với Keynes, Friedman tin rằng cầu tiền tệ là ổn định và không nhạy cảm với các chuyển động của lãi suất. Ông ta tin rằng tốc độ là có thể dự đoán được (mặc dù không phải là không thay đổi), lại dẫn đến kết luận của học thuyết số lượng rằng tiền là yếu tố quyết định đầu tiên của tăng chi tiêu.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Cung tiền tệ tăng lên 10% mỗi năm và GNP danh nghĩa tăng lên 20% mỗi năm. Các dữ liệu như sau (tỷ đôla):

	1992	1993	1994
<i>M</i>	100	110	121
<i>PY</i>	1000	1200	1440

Hãy tính tốc độ trong mỗi năm. Tốc độ tăng trưởng theo tỷ lệ nào?

2. Hãy tính cái gì xảy ra cho GNP danh nghĩa nếu tốc độ vẫn không thay đổi tại 5 và cung tiền tệ tăng từ 200 tỷ đôla lên 300 tỷ đôla.

*3. Cái gì xảy ra cho GNP danh nghĩa nếu cung tiền tệ tăng 20% nhưng tốc độ giảm 30%.

4. Nếu thể tín dụng bị luật của quốc hội coi là bất hợp pháp thì cái gì xảy ra cho tốc độ? Hãy giải thích câu trả lời của bạn.

*5. Nếu tốc độ và tổng sản phẩm là đúng nguyên một cách hợp lý (như các nhà kinh tế cổ điển tin tưởng) thì cái gì xảy đến cho mức giá cả khi cung tiền tệ tăng từ 1000 tỷ đôla lên 4000 tỷ đôla?

6. Nếu tốc độ và tổng sản phẩm đúng yên tương ứng tại 5 và 1000, thì cái gì xảy ra cho mức giá cả nếu cung tiền tệ giảm từ 400 tỷ đôla xuống 300 tỷ đôla?

*7. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn: "Vi Fisher và cả những nhà kinh tế Cambridge cổ điển kết thúc bằng một phương trình như nhau về cầu tiền tệ $M^d = K \times PY$ cho nên học thuyết của họ là như nhau".

8. Sử dụng dữ liệu từ Báo cáo kinh tế của tổng thống, hãy tính tốc độ cho việc xác định $M2$ của cung tiền tệ trong 5 năm qua. Tốc độ này có thể hiện là không thay đổi hay

không ?

*9. Trong sự phân tích của Keynes về cầu tiền tệ đầu cơ, cái gì xảy ra cho cầu tiền tệ nếu bất thành linh dân chúng quyết định rằng mức "thông thường" của lãi suất đã sụt xuống ? Tại sao ?

10. Tại sao cách phân tích của Keynes về cầu tiền tệ để đầu cơ lại quan trọng đối với cách nhìn của ông ta rằng tốc độ sẽ chịu những biến động lớn và như vậy không thể được coi là không thay đổi ?

*11. Nếu lãi suất trái khoán là bằng không, thì sự phân tích của Baumol - Tobin cho thấy số dư tiền mặt bình quân mà Grant Smith nắm giữ sẽ là cái gì ?

12. Nếu phí môi giới là bằng không, thì sự phân tích của Baumol - Tobin cho thấy số dư tiền mặt bình quân mà Grant Smith nắm

giữ sẽ là cái gì ?

*13. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn : "Theo sự phân tích của Tobin về cầu tiền tệ để đầu cơ, dân chúng sẽ giữ cả tiền và trái khoán, ngay cả khi trái khoán được dự tính thu được lợi tức dương".

14. Cả hai học thuyết Keynes và cả Friedman về cầu tiền tệ gợi ý rằng vì lợi tức dự tính tương đối giảm xuống, nên cầu đối với nó sẽ giảm xuống. Tại sao Friedman cho rằng cầu tiền tệ không bị ảnh hưởng bởi những thay đổi trong lãi suất, trong khi Keynes nghĩ là cầu tiền tệ bị ảnh hưởng đó ?

*15. Tại sao cách nhìn của Friedman về cầu tiền tệ gợi ý rằng tốc độ là dự đoán được, trong khi cách nhìn của Keynes lại gợi ý điều ngược lại ?

PHỤ LỤC CHO CHƯƠNG 23

Chứng cứ thực nghiệm về cầu tiền tệ

Như chúng ta đã thấy những học thuyết khác nhau về cầu tiền tệ có thể cho nhiều ý nghĩa rất khác nhau đối với cách nhìn của chúng ta về vai trò của tiền tệ trong nền kinh tế. Học thuyết nào trong các học thuyết đó là một sự mô tả chính xác của thế giới thực tế, đó là một câu hỏi quan trọng, và đó là lý do tại sao chứng cứ về cầu tiền tệ đã là trung tâm của các cuộc tranh luận về tác động của chính sách tiền tệ đối với toàn bộ hoạt động kinh tế. Ở đây chúng ta xem xét chứng cứ thực nghiệm về hai vấn đề đầu tiên đã phân biệt các học thuyết khác nhau về cầu tiền tệ và đã ảnh hưởng đến những kết luận của các học thuyết đó về việc số lượng tiền tệ có phải là yếu tố quyết định tổng chi tiêu hay không : (1) cầu tiền tệ có nhạy cảm với những thay đổi của lãi suất hay không ? Và (2) hàm số cầu tiền tệ có ổn định qua thời gian hay không ?

Lãi suất và cầu tiền tệ

Trong Chương 23 chúng ta đã thấy rằng lãi suất không ảnh hưởng đến cầu tiền tệ, do vậy tốc độ có thể là một hằng số - hoặc ít nhất cũng dự đoán được - vì vậy học thuyết số lượng cho rằng tổng chi tiêu được quyết định bởi số lượng tiền tệ rất có thể là đúng. Mặt khác, cầu tiền tệ càng nhạy cảm với lãi suất bao nhiêu thì tốc độ càng không thể dự đoán được bấy nhiêu và mối liên hệ giữa cung tiền tệ và tổng chi tiêu sẽ ít rõ ràng. Thật vậy, có một trường hợp của nhạy cảm cực đoan của cầu tiền tệ với lãi suất được gọi là "cái bẫy thanh khoản" mà trong đó chính sách tiền tệ không có ảnh hưởng đến tổng chi tiêu.

James Tobin tiến hành một trong các cuộc nghiên cứu trước đây, về mối liên hệ giữa lãi suất và cầu tiền tệ bằng việc sử dụng các số liệu của Mỹ, Tobin tách các cán cân giao dịch ra khỏi các cán cân khác mà ông ta gọi là "cán cân nhân rồi", ông ta cho rằng các cán cân giao dịch chỉ tỷ lệ thuận với thu nhập, trong khi các cán cân nhân rồi chỉ liên quan đến lãi suất. Sau đó ông ta xem xét số liệu của cán cân nhân rồi có liên hệ ngược với lãi suất hay không trong thời kỳ 1922 - 1941 bằng cách đặt mức bình quân của cán cân nhân rồi trong mỗi năm đối lại với lãi suất bình quân của thương phiếu trong năm đó. Khi ông ta phát hiện ra một mối quan hệ đảo ngược rõ ràng giữa lãi suất và các cán cân nhân rồi, thì Tobin kết luận rằng cầu tiền tệ nhạy cảm với lãi suất ⁽¹⁾

Chúng cứ thực nghiệm bổ sung về cầu tiền tệ xác nhận mạnh mẽ sự phát hiện của Tobin. Sự nhạy cảm đó liệu có trở thành quá cao đến nỗi chúng ta tiếp cận trường hợp của cái bẫy thanh khoản trong đó chính sách tiền tệ không có hiệu lực? Câu trả lời hầu hết chắc chắn là "không". Trong cuốn sách *Học thuyết chung* Keynes đã gợi ý là cái bẫy thanh khoản có thể xảy ra khi lãi suất rất là cực kỳ thấp. (Tuy nhiên, ông ta không phát biểu rằng ông ta chưa bao giờ thấy xảy ra cái bẫy thanh khoản).

Chúng cứ điển hình chứng minh rằng cái bẫy thanh khoản chưa hề bao giờ xảy ra là chứng cứ của David Laidler, Karl Brunner, và Allan Meltzer; họ xem xét hiệu tính nhạy cảm của cầu tiền tệ đối với lãi có tăng lên hay không trong những thời kỳ mà lãi suất rất thấp". Laidler và Meltzer xem xét vấn đề này bằng

(1) Một vấn đề tồn tại với phương pháp của Tobin là các cán cân nhân rồi thực tế không thể phân biệt được các cán cân giao dịch. Như mô hình của Baumol - Tobin về nhu cầu về tiền tệ của các giao dịch chỉ rõ, các cán cân giao dịch sẽ liên quan đến cả thu nhập lẫn lãi suất đúng như các cán cân nhân rồi.

cách xem thử tính nhạy cảm với lãi suất của cầu tiền tệ có khác nhau qua các thời kỳ hay không, đặc biệt là trong những thời kỳ như những năm 1930 khi mà lãi suất ở mức đặc biệt thấp⁽²⁾. Họ phát hiện ra rằng không có khuynh hướng cho sự nhạy cảm với lãi tăng lên vì lãi suất giảm - sự thật, thì sự nhạy cảm với lãi không thay đổi từ thời kỳ này qua thời kỳ khác. Brunner và Meltzer khai thác vấn đề này bằng cách thừa nhận rằng một sự nhạy cảm cao hơn với lãi trong những năm 1930 là kết quả của cái bẫy thanh khoản hàm ý rằng chức năng cầu tiền tệ dự tính cho thời kỳ đó sẽ không dự đoán được tốt trong những thời kỳ bình thường khác. Điều mà Brunner và Meltzer phát hiện ra là một hàm số của cầu tiền tệ được dự tính chủ yếu trên cơ sở các dữ liệu từ những năm 1930, đã dự đoán chính xác cầu tiền tệ của những năm 1950. Kết quả này cung cấp ít chứng cứ về việc tồn tại một cái bẫy thanh khoản trong thời kỳ Đại suy thoái.

Chứng cứ về tính nhạy cảm của cầu tiền tệ đối với lãi được các nhà khảo sát khác nhau phát hiện ra là đặc biệt khớp với nhau. Số liệu không cho thấy một trường hợp cực đoan nào cả : cầu tiền tệ là nhạy cảm với lãi suất, nhưng có ít chứng cứ rằng đã từng có tồn tại một cái bẫy thanh khoản.

Tính ổn định của cầu tiền tệ

Nếu hàm số cầu tiền tệ không ổn định và chịu những sự di chuyển lớn không đoán trước được, như Keynes đã suy nghĩ, thì tốc độ không thể dự đoán trước được và lượng tiền tệ không thể bị gắn chặt với tổng chi tiêu như trong thuyết số lượng hiện đại. Tính ổn định của hàm số cầu tiền tệ cũng quan trọng đối với việc liệu Fed đặt chi tiêu về lãi suất hay về cung tiền tệ (xem Chương 25). Như vậy điều quan trọng là xem xét vấn đề hàm số cầu tiền tệ có ổn định hay không, bởi vì nó có những mối liên quan quan trọng đối với việc chính sách tiền tệ sẽ được chỉ đạo như thế nào.

Như việc thảo luận của chúng ta về bài báo của Brunner và Meltzer đã chỉ ra, chứng cứ về tính ổn định của hàm số cầu tiền tệ liên quan đến chứng cứ về sự tồn tại của cái bẫy thanh khoản. Sự phát hiện của Brunner và Meltzer rằng hàm số cầu tiền tệ dự tính sự dụng dữ liệu chủ yếu từ những năm 1930 đã dự đoán rất tốt cầu tiền tệ trong thời kỳ sau chiến tranh. Không những gợi ý rằng cái bẫy

(2) Tính nhạy cảm với lãi được đo lường bằng sự co dãn của cầu tiền tệ đối với lãi như sau :

$\frac{\text{Số phần trăm thay đổi trong cầu tiền tệ}}{\text{số phần trăm thay đổi trong lãi suất}}$

thanh khoản không tồn tại trong những năm 1930 mà còn chỉ ra rằng hàm số cầu tiền tệ được ổn định qua những thời kỳ dài. Chứng cứ rằng tính nhạy cảm của cầu tiền tệ đối với lãi không thay đổi từ thời kỳ này qua thời kỳ khác cũng gợi ý rằng hàm số cầu tiền tệ là ổn định, bởi vì một sự thay đổi tính nhạy cảm đối với lãi sẽ có nghĩa là hàm số cầu tiền tệ được dự tính trong một thời kỳ này sẽ không có thể dự đoán tốt trong một thời kỳ khác.

Vào đầu những năm 1970, chứng cứ sử dụng dữ liệu quý từ thời kỳ sau chiến tranh đã ủng hộ một cách mạnh mẽ tính ổn định của hàm số cầu tiền tệ khi $M1$ được sử dụng để xác định cung tiền tệ. Ví dụ, một công trình nghiên cứu của Stephen Goldfeld công bố năm 1973 phát hiện rằng không những tính nhạy cảm với lãi của cung tiền tệ $M1$ không bị thay đổi trong thời kỳ sau chiến tranh, mà hàm số cầu tiền tệ $M1$ còn dự đoán cực kỳ tốt trong suốt thời kỳ sau chiến tranh là kết quả của chứng cứ đó, hàm số cầu tiền tệ $M1$ trở thành hàm số cầu tiền tệ quy ước được các nhà kinh tế sử dụng.

Trường hợp thiếu tiền. Tính ổn định của cầu tiền tệ, do vậy, là một sự việc được hình thành rất tốt khi bắt đầu từ năm 1974 hàm số cầu tiền tệ $M1$ quy ước đã dự đoán quá cao về cầu tiền tệ. Stephen Goldfeld đặt tên cho hiện tượng của tính không ổn định đó của hàm số cầu tiền tệ là "Trường hợp thiếu tiền". Nó đã trình bày một sự thử thách nghiêm trọng đối với tính hữu ích của hàm số cầu tiền tệ như là một công cụ để hiểu được chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế tổng hợp như thế nào. Thêm vào đó, nó có những liên quan quan trọng về việc chính sách tiền tệ sẽ được chỉ đạo như thế nào. Kết quả là, tính không ổn định của hàm số cầu tiền tệ $M1$ khuyến khích một cuộc tìm kiếm sôi nổi một giải pháp cho sự bí ẩn của việc thiếu tiền do vậy một hàm số cầu tiền tệ ổn định có thể được sống lại.

Việc tìm kiếm một hàm số cầu tiền tệ ổn định đi theo hai hướng. Hướng thứ nhất làm nổi bật định nghĩa chẳng không đúng về tiền tệ có thể là nguyên nhân tại sao hàm số cầu tiền tệ trở thành không ổn định như vậy. Do lạm phát, lãi suất danh nghĩa cao, và những tiến bộ trong công nghệ máy tính, cho nên cơ chế trả tiền và kỹ thuật quản lý tiền mặt đã chịu nhiều sự thay đổi nhanh chóng từ 1974. Hơn nữa, nhiều công cụ tài chính mới đã nổi lên và tầm quan trọng của chúng tăng lên. Điều đó đưa các nhà khảo sát đến chỗ nghi ngờ rằng bước cải tổ tài chính nhanh chóng từ năm 1974 có nghĩa là các định nghĩa quy ước về cung tiền tệ không còn được áp dụng nữa. Họ đi tìm một hàm số cầu tiền tệ ổn định bằng cách thực sự tìm kiếm trực tiếp việc thiếu tiền tức là họ tìm kiếm các công

cụ tài chính mà đã sai lầm bị để ra ngoài định nghĩa về tiền tệ.

Các Hiệp định mua lại qua đêm (RP) là một ví dụ. Đó là những khoản cho vay một ngày với ít rủi ro không được hoàn trả, bởi vì chúng được thiết kế có sự bảo đảm bằng trái phiếu kho bạc (Chương 3 bàn chi tiết hơn việc cấu trúc loại hình cho vay này). Các công ty có tài khoản tiền gửi không kỳ hạn tại ngân hàng thương nghiệp thường xuyên cho vay những khoản tiền lớn trong số dư tài khoản đêm hôm trước của mình cho những RP đó, làm giảm xuống cung tiền tệ. Tuy nhiên, những khoản cho vay đó là những vật thay thế rất gần với tiền ; bởi vì công ty có thể nhanh chóng quyết định giảm bớt những khoản cho vay đó nếu công ty cần tiền nhiều hơn trong tài khoản tiền gửi không kỳ hạn của mình để trả những hối phiếu của mình. Ví dụ, Gillian Garcia và Simon Pak, phát hiện ra rằng gộp các RP qua đêm vào trong cách tính cung tiền tệ, giảm bớt rất nhiều mức độ mà các hàm số cầu tiền tệ dự đoán quá mức cung tiền tệ. Một bằng chứng mới nhất sử dụng các dữ liệu từ 1979 đến 1981 đưa ra một vài sự hoài nghi về việc phải chăng việc gộp các RP qua đêm và các tài sản rất lỏng khác vào cách tính cung tiền tệ tạo nên những hàm số cầu tiền tệ ổn định.

Hướng thứ hai của việc tìm kiếm một hàm số cầu tiền tệ ổn định là đi tìm những biến số mới để đưa vào hàm số cầu tiền tệ làm cho nó ổn định. Ví dụ, Michael Hamburger, phát hiện rằng việc gộp tỷ lệ bình quân giữa lợi tức cổ phiếu với giá cổ phiếu của các cổ phiếu thường (lợi tức cổ phiếu bình quân chia cho giá cả bình quân) vào làm một số đo của lãi suất của các cổ phiếu đó đưa đến kết quả một hàm số cầu tiền tệ ổn định⁽³⁾. Những nhà khảo sát khác như H. Heller và Moshin Khan, đưa toàn bộ cấu trúc lãi suất vào hàm số tiền tệ của mình và phát hiện ra rằng điều đó cho ra một hàm số cầu tiền tệ ổn định.

Những cố gắng nhằm tạo ra được một hàm số cầu tiền tệ ổn định bị chỉ trích dựa trên cơ sở rằng những biến số bổ sung thêm vào đó không đo lường một cách chính xác phí thời cơ của việc giữ tiền, và như vậy việc chứng minh về mặt lý thuyết cho việc đưa chúng vào hàm số cầu tiền tệ là rất yếu. Cũng như vậy, những nghiên cứu sau này về vấn đề những thay đổi hàm số cầu tiền tệ thực tế đó có dẫn đến việc ổn định tiếp tục trong tương lai hay không.

(3) Michael Hamburger, "Vận động của tồn lượng tiền tệ : Có một tình trạng bối rối hay không ?" *Journal of Monetary Economics* 3 (7/1977) tr. 265 - 288. Tính ổn định của hàm số cầu tiền tệ của ông ta cũng phụ thuộc vào việc ông ta giả định rằng sự co dãn của cầu tiền tệ với thu nhập là 1. Sự giả định này bị chỉ trích kịch liệt bởi nhiều nhà phê bình, bao gồm cả R. W. Hafer và Scott L. Hein, "Bằng chứng về tính ổn định có tính chất thời gian của mối quan hệ của cầu tiền tệ tại Mỹ", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (12/1979) tr. 3 - 14, họ thấy rằng giả định này bị các dữ kiện bác bỏ mạnh mẽ.

Tốc độ giảm xuống trong những năm 1980. Những sự phiên toái về hàm số cầu tiền tệ quy ước trong những năm 1980 tăng lên. Chúng ta đã thấy rằng những hàm số đó dự đoán quá mức cầu tiền tệ trong những năm 1970 ; tức là, chúng dự đoán dưới mức tốc độ (PY/M), tốc độ này tăng nhanh hơn dự định. Năm 1982 các hãng bắt đầu quay lại : như có thể thấy trong Hình 23.1, các nhà kinh tế bấy giờ đứng trước một sự giảm xuống đáng ngạc nhiên của tốc độ $M1$ mà các hàm số cầu tiền tệ quy ước cũng không thể dự đoán trước được. Mặc dù các nhà khảo sát đã cố gắng thử giải thích sự giảm tốc độ này, nhưng họ đã không thành công.

$M2$ kêu cứu ? Như chúng ta đã thấy trong Hình 23.1 trong chương này, tốc độ $M2$ vẫn được ổn định hơn nhiều so với $M1$ trong những năm 1980. Tính ổn định tương đối của tốc độ $M2$ gợi ý rằng các hàm số cầu tiền tệ trong đó cung tiền tệ được định nghĩa là $M2$ có thể thực hiện tốt hơn rất nhiều so với các hàm số mà trong đó cung tiền tệ được định nghĩa là $M1$. Các nhà khảo sát tại Dự trữ Liên bang phát hiện rằng các hàm số cầu tiền tệ $M2$ thực hiện tốt trong những năm gần đây, với tốc độ $M2$ vận động hoàn toàn sát với phí thời cơ của $M2$ (lãi suất thị trường trừ đi tiền lãi bình quân trả cho tiền gửi và cho các công cụ tài chính thành ra $M2$). Tuy nhiên, do những khó khăn trong việc phát hiện là các hàm số cầu tiền tệ $M1$ vẫn ổn định sau khi chúng được dự tính, nên có sự lo ngại rằng các hàm số cầu tiền tệ $M2$ dự tính vẫn có thể trở thành không ổn định trong tương lai.

Kết luận. Kết luận chính của việc khảo sát tìm kiếm hàm số cầu tiền tệ dường như rất có thể là nguyên nhân của sự không ổn định của hàm số, là bước đi nhanh của việc đổi mới tài chính xảy ra sau năm 1973. Tuy nhiên, chúng cứ vẫn phân nào có tính thử nghiệm, và vẫn chưa tìm thấy được hàm số cầu tiền tệ thực sự ổn định và thỏa đáng. Và như vậy việc tìm kiếm một hàm số cầu tiền tệ ổn định vẫn đang tiếp tục.

Việc không ổn định hiện nay của hàm số cầu tiền tệ đặt ra vấn đề liệu những lý thuyết và phân tích thực nghiệm của chúng ta đã thích hợp chưa. Nó cũng có những mối liên quan quan trọng đối với cách chỉ đạo chính sách tiền tệ ; bởi vì nó gây nên sự hoài nghi về tính hữu ích của hàm số cầu tiền tệ như là một công cụ hướng dẫn các nhà hoạch định chính sách. Đặc biệt, bởi vì hàm số cầu tiền tệ đã trở thành không ổn định, nên tốc độ bây giờ khó dự đoán, và việc ổn định các chỉ tiêu cung tiền tệ cũng nhắc nhở kiểm soát tổng chi tiêu trong nền kinh tế không thể là một cách chỉ đạo chính sách tiền tệ có hiệu quả.

CHƯƠNG 24

Khuôn mẫu học thuyết Keynes và mô hình *ISLM*

LỜI DẪN

Trên các phương tiện thông tin đại chúng bạn thường thấy những dự báo về GNP và lãi suất của các nhà kinh tế và của các cơ quan nhà nước. Đôi khi, những dự báo đó dường như đến từ một quả bóng thủy tinh, nhưng những nhà kinh tế thực tế tiến hành các dự đoán của mình rằng các sử dụng một số mô hình kinh tế. Một mô hình được các nhà dự đoán kinh tế sử dụng rộng rãi nhất là mô hình *ISLM* được John Hicks phát triển năm 1937 dựa trên cơ sở phân tích trong cuốn sách có ảnh hưởng của John Maynard Keynes nhan đề *Lý thuyết chung về Công ăn việc làm, Lãi và Tiền tệ*, xuất bản năm 1936. Mô hình *ISLM* giải thích lãi suất và tổng sản phẩm được sản xuất trong nền kinh tế (tổng sản phẩm hoặc, tương đương, tổng thu nhập) được xác định như thế nào, với một mức giá cả đã cho biết.

Mô hình *ISLM* có giá trị không phải chỉ vì nó được sử dụng trong việc dự đoán kinh tế, mà còn bởi vì nó cho chúng ta một sự hiểu biết sâu sắc hơn về việc chính sách của chính phủ có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế tổng hợp như thế nào. Trong Chương 25 chúng ta sẽ sử dụng mô hình đó để đánh giá các ảnh hưởng của chính sách tiền tệ và chính sách thuế đối với kinh tế và rút ra một vài bài học về việc chính sách tiền tệ có thể được chỉ đạo tốt nhất như thế nào.

Trong chương này chúng ta bắt đầu bằng việc phát triển khuôn mẫu đơn giản nhất để xác định tổng sản phẩm, trong đó các "diễn viên" kinh tế (người tiêu dùng, các hãng kinh doanh, v.v...) trừ chính phủ, đều có đóng một vai trò nhất định. Chính sách tài chính của chính phủ (chi tiêu và thuế) sau đó được đưa thêm vào khuôn mẫu để xem nó ảnh hưởng như thế nào đến việc xác định tổng sản phẩm. Cuối cùng, chúng ta có được một bức tranh hoàn chỉnh của mô hình *ISLM* bằng cách đưa thêm vào đó các biến số của chính sách tiền tệ : cung tiền tệ và lãi suất.

VIỆC XÁC ĐỊNH TỔNG SẢN PHẨM

Keynes đặc biệt quan tâm đến việc giải thích các vận động của tổng sản phẩm bởi vì ông ta muốn giải thích tại sao cuộc Đại suy thoái đã xảy ra và chính sách của chính phủ có thể được sử dụng như thế nào để tăng công ăn việc làm trong một tình hình kinh tế tương tự. Sự phân tích của Keynes xuất phát từ sự thừa nhận rằng tổng lượng cầu của sản phẩm của một nền kinh tế là tổng số của 4 loại chi tiêu : (1) **chi tiêu tiêu dùng (*C*)** tức là tổng cầu về hàng tiêu dùng và dịch vụ (bánh nhân thịt, stereo, dàn nhạc rock, v.v...) ; (2) **chi tiêu đầu tư đã được kế hoạch (*I*)**, tức là tổng chi tiêu theo kế hoạch của các hãng kinh doanh vào các vốn hiện vật mới (máy móc, máy tính, nhà xưởng, nguyên liệu, nhà cửa v.v...) cộng với chi tiêu đã được kế hoạch vào các nhà ở mới ; (3) **chi tiêu của chính phủ (*G*)**, tức là chi tiêu của mọi cấp chính phủ về hàng hóa và dịch vụ (máy đánh chữ, xe đẩy hàng, máy bay, các nhân viên nhà nước, giấy tờ v.v...) ; (4) **xuất khẩu ròng (*NX*)**, tức là chỉ ra nước ngoài ròng về hàng hóa và dịch vụ của nước mình, bằng xuất khẩu trừ đi nhập khẩu⁽¹⁾. Tổng lượng cầu sản phẩm của một nền kinh tế, gọi là **tổng cầu (*Y^d*)**, có thể được viết như sau :

$$Y^d = C + I + G + NX \quad (24-1)$$

(1) Nhập khẩu được trừ đi khỏi xuất khẩu khi đi đến bộ phận cấu thành xuất khẩu ròng của tổng lượng cầu của sản phẩm nền kinh tế, bởi vì nhập khẩu đã được tính vào *C*, *I* và *G* (chi tiêu cho tiêu dùng, chi tiêu đầu tư được kế hoạch, và chi tiêu của chính phủ), nhưng không cộng thêm vào cầu cho sản phẩm nền kinh tế đó.

Sử dụng khái niệm thông dụng của việc phân tích cung và cầu, Keynes thừa nhận rằng sự thăng bằng sẽ xảy ra trong nền kinh tế khi tổng lượng của sản phẩm được cung ứng (tổng sản phẩm được sản xuất ra, Y) bằng lượng của sản phẩm được yêu cầu (Y^{ad} , nghĩa là khi

$$Y = Y^{ad} \quad (24.2)$$

Khi điều kiện thăng bằng đó được thỏa mãn, khi các nhà sản xuất có thể bán mọi sản phẩm của mình và không có lý do để thay đổi sản xuất của mình. Sự phân tích của Keynes kéo theo sự giải thích tại sao tổng sản phẩm đạt đến một mức nhất định bằng cách nhận thức được những nhân tố nào ảnh hưởng đến mỗi yếu tố cấu thành của tổng cầu và tổng số của những yếu tố cấu thành đó có thể làm thế nào để cộng thêm vào một sản phẩm bé hơn cái mà nền kinh tế có thể sản xuất ra, đưa đến kết quả là không đem lại công an việc làm đầy đủ.

Keynes đặc biệt quan tâm đến việc giải thích mức sản phẩm và công việc thấp trong thời kỳ Đại suy thoái. Bởi vì lạm phát không là một vấn đề nghiêm trọng trong thời kỳ đó, ông ta cho rằng sản phẩm có thể thay đổi mà không gây nên thay đổi trong giá cả... **Sự phân tích của Keynes cho rằng mức giá cả là cố định** ; nghĩa là, số tiền dùng cho những biến cố đó như chi tiêu cho tiêu dùng, cho đầu tư, cho tổng sản phẩm và v.v..., không cần phải điều chỉnh do những thay đổi trong mức giá cả để nói cho chúng ta biết lượng thực tế của những biến số đó thay đổi bao nhiêu. Bởi vì mức giá cả được coi là cố định, nên khi chúng ta nói trong chương này về những thay đổi của lượng danh nghĩa, cũng tức là chúng ta nói về những thay đổi trong lượng thực tế.

Cuộc bàn luận của chúng ta về sự phân tích của Keynes bắt đầu bằng một khuôn mẫu đơn giản của việc xác định tổng sản phẩm, trong đó không đề cập đến vai trò của chính phủ, của xuất khẩu ròng và những ảnh hưởng có thể có của tiền tệ và lãi suất. Bởi vì chúng ta giả định rằng chi tiêu của chính phủ và xuất khẩu ròng là bằng không ($G = 0$ và $NX = 0$), chúng ta chỉ cần xem xét chi tiêu cho tiêu dùng và chi tiêu cho đầu tư để giải thích tổng sản phẩm được xác định như thế nào. Khuôn mẫu đơn giản này là không hiện thực bởi vì cả chính phủ và chính sách tiền tệ bị đặt ra ngoài bức tranh đó, và có những giả định để đơn giản hóa khác, như là mức giá cố định. Song, mô hình cũng đáng cho ta nghiên cứu bởi vì nó cho một cái nhìn được đơn giản đi, giúp chúng ta hiểu những nhân tố then chốt giải thích nền kinh tế hoạt động như thế nào. Nó cũng minh họa rõ

ràng tư tưởng của Keynes rằng nền kinh tế có thể dừng lại ở mức tổng sản phẩm dưới mức công ăn việc làm hoàn toàn. Một khi bạn hiểu được khuôn mẫu đơn giản đó, bạn có thể tiến hành những mô hình phức hợp hơn, hiện thực hơn.

Chi tiêu cho tiêu dùng và hàm số tiêu dùng

Giả định rằng bạn tự hỏi mình cái gì quyết định bạn phải chi bao nhiêu tiền cho hàng tiêu dùng và cho các dịch vụ. Câu trả lời của bạn có lẽ là thu nhập của bạn là yếu tố quan trọng nhất, bởi vì thu nhập của bạn tăng lên thì bạn sẽ thích chi tiêu nhiều hơn. Keynes lập luận tương tự như vậy, rằng chi tiêu cho tiêu dùng liên quan đến thu nhập sẵn sàng để sử dụng, tức là tổng số thu nhập sẵn sàng để chi tiêu, bằng tổng thu nhập trừ đi thuế ($Y - T$). Ông ta gọi mối quan hệ đó giữa thu nhập sẵn sàng để sử dụng (DI) với chi tiêu cho tiêu dùng (C) là hàm số tiêu dùng và được biểu thị như sau :

$$C = a + mpc \times DI \quad (24.3)$$

Số hạng mpc , gọi là **khuyňh hướng cận biên cho tiêu dùng**, là độ nghiêng của đường hàm số tiêu dùng ($\Delta C/\Delta DI$) và phản ánh sự thay đổi trong chi tiêu cho tiêu dùng, điều này là do kết quả của khoản đôla bổ sung của thu nhập sẵn sàng để sử dụng. Keynes giả định rằng mpc là một hằng số giữa các giá trị của 0 và 1. Ví dụ, nếu 1 đôla tăng lên của thu nhập sẵn sàng để sử dụng dẫn đến 0,50 đôla tăng lên trong chi tiêu cho tiêu dùng, thì $mpc = 0,5$.

Số hạng a là ký hiệu **chi tiêu cho tiêu dùng tự định** là số tiền của chi tiêu cho tiêu dùng mà độc lập với thu nhập sẵn sàng để sử dụng. Số hạng này cho chúng ta biết có bao nhiêu người tiêu dùng sẽ tiêu bao nhiêu tiền khi thu nhập sẵn sàng để sử dụng là 0 (họ vẫn cần thực phẩm, quần áo, và nhà ở). Nếu a là 200 tỷ đôla, thì khi thu nhập sẵn sàng để sử dụng là 0, chi tiêu cho tiêu dùng sẽ bằng 200 tỷ đôla ⁽²⁾.

(2) Người ta có thể có chi tiêu cho tiêu dùng lớn hơn thu nhập của mình nếu họ có tích lũy tiền để dành để vượt qua những lúc khó khăn. Một trường hợp khác là có bà con cho bạn tiền ăn (hoặc để trả tiền học), khi bạn không có thu nhập. Khi mà chi tiêu cho tiêu dùng lớn hơn thu nhập sẵn sàng để sử dụng được gọi là thâm hụt.

Một ví dụ bằng con số của hàm số tiêu dùng sử dụng các trị giá của $mpc = 0,5$ và $a = 200$ sẽ làm sáng tỏ khái niệm trên đây.

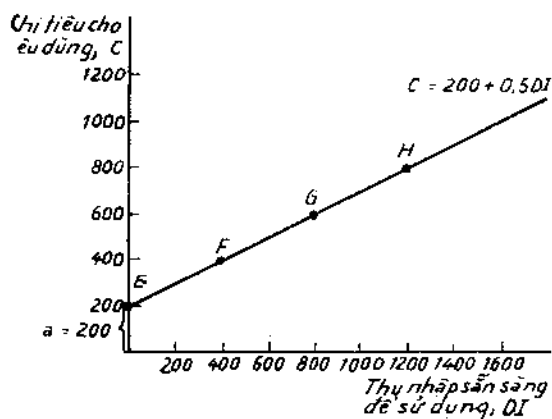
Bảng 24.1. Ví dụ về hàm số tiêu dùng (đường biểu diễn của chi tiêu cho tiêu dùng (C), khi $mpc = 0,5$ và $a = 200$ (tỷ đôla)

Các điểm trong Hình 24.1	DI (thu nhập sẵn sàng sử dụng)	ΔDI	ΔC $0,5 \times \Delta DI$	C
	(1)	(2)	(3)	(4)
E	0	—	—	$200 (= a)$
F	400	400	200	400
G	800	400	200	600
H	1.200	400	200	800

Hình 24.1.

Ví dụ về một hàm số tiêu dùng.

Hàm số tiêu dùng mô tả ở đây là từ Bảng 24.1 và có $mpc = 0,5$ và $a = 200$



Số tiền 200 tỷ đôla của chi tiêu cho tiêu dùng khi thu nhập sẵn sàng để sử dụng bằng 0 được ghi vào dòng đầu của Bảng 24.1 và được mô tả bằng điểm E trên Hình 24.1. (Nhắc lại rằng trong suốt chương này số tiền đôla của mọi biến số trong các hình là tương ứng với số lượng thực tế bởi vì Keynes giả định là mức giá cả là cố định). Bởi vì $mpc = 0,5$ khi thu nhập sẵn sàng để sử dụng tăng lên 400 tỷ đôla, sự thay đổi trong chi tiêu cho tiêu dùng [ΔC trong cột (3) của Bảng 24.1] là 200 tỷ đôla ($0,5 \times 400$ tỷ đôla). Như vậy khi thu nhập sẵn sàng để sử dụng là 400 tỷ đôla, chi tiêu cho tiêu dùng là 400 tỷ đôla (giá trị ban đầu 200 tỷ đôla khi thu

nhập là không, cộng với 200 tỷ đôla thay đổi trong chi tiêu cho tiêu dùng). Việc kết hợp của chi tiêu cho tiêu dùng và thu nhập sẵn sàng để sử dụng được ghi trên dòng thứ hai của Bảng 24.1 và được ghi vào điểm F trong Hình 24.1. Tương tự như vậy, tại điểm G, khi thu nhập sẵn sàng để sử dụng tăng thêm 400 tỷ đôla thành 800 tỷ đôla, chi tiêu cho tiêu dùng sẽ tăng thêm 200 tỷ đôla nữa đến 600 tỷ đôla. Cũng với cách lập luận như vậy, tại điểm H, tại đó thu nhập sẵn sàng để sử dụng là 1.200 tỷ đôla, thì chi cho tiêu dùng sẽ là 800 tỷ đôla. Đường nối những điểm trên Hình 24.1 vẽ đồ hình hàm số tiêu dùng.

Hướng dẫn nghiên cứu

Hàm số tiêu dùng là một khái niệm trực giác mà bạn có thể hiểu ngay nếu bạn hình dung thái độ chi tiêu của bản thân thay đổi như thế nào, khi mà bạn nhận được nhiều hơn các khoản thu nhập sẵn sàng để sử dụng. Một cách để làm cho bạn yên tâm hơn với khái niệm đó là dự tính khuynh hướng cận biên cho tiêu dùng của bạn (ví dụ, nó có thể là 0,8) và nếu chi tiêu cho tiêu dùng của bạn khi thu nhập sẵn sàng để sử dụng của bạn bằng không (nó có thể bằng 2000 đôla) và như vậy lập ra một hàm số tiêu dùng giống như hàm số trong Bảng 24.1.

Chi tiêu đầu tư

Điều quan trọng là phải hiểu có hai loại đầu tư. Loại thứ nhất, **đầu tư cố định**, là việc chi tiêu của các hãng kinh doanh vào thiết bị (máy, máy tính, máy bay) và các công trình kiến trúc (xí nghiệp, nhà làm việc, cửa hàng) và chi tiêu theo kế hoạch cho nhà ở. Loại thứ hai là loại **đầu tư lưu động**, đó là chi tiêu của các hãng kinh doanh cho nguyên liệu bổ sung, phụ tùng, thành phẩm, được tính toán như sự thay đổi của việc nắm giữ các tư liệu đó trong một thời kỳ nhất định, chẳng hạn một năm. (Bài đọc thêm 24.1 giải thích việc sử dụng từ đầu tư của các nhà kinh tế khác với việc sử dụng từ này trong cuộc sống hàng ngày).

Giả định, Texas Instruments, một công ty sản xuất máy tính cá nhân, có (100.000 máy tính nằm trong kho vào ngày 31/12/1991, đã sẵn sàng chờ đi cho các nhà buôn. Nếu giá bán buôn của mỗi máy 1000 đôla, thì như vậy công ty có một lượng hàng lưu động giá trị 100 triệu đôla. Nếu vào ngày 31/12/1992 lượng hàng lưu động máy tính cá nhân đó tăng lên 150 triệu đôla, thì như vậy đầu tư lưu động của công ty trong năm 1992 là 50 triệu đôla, tức là sự thay đổi trong

mức hàng lưu động của nó trong quá trình một năm (150 triệu đôla trừ đi 100 triệu đôla). Mặt khác, giả định, lượng hàng lưu động giảm xuống, thì đầu tư lưu động sẽ là âm.

Công ty Texas Instruments cũng có thể có đầu tư bổ sung nếu mức nguyên liệu và phụ tùng mà nó nắm giữ để sản xuất ra máy tính tăng lên trong năm. Nếu vào ngày 31/12/1991 nó có 20 triệu đôla chi tiết máy tính được sử dụng để sản xuất ra máy tính và vào ngày 31/12/1992 nó có 30 triệu đôla, như vậy thì nó có thêm 10 triệu đôla nữa của đầu tư lưu động năm 1992.

Một điểm quan trọng của đầu tư lưu động là ở chỗ, khác với đầu tư cố định là loại đầu tư lúc nào cũng được lên kế hoạch, đầu tư lưu động có thể không cần được lập kế hoạch. Ví dụ, lý do mà công ty Texas Instruments thấy rằng có thêm 50 triệu đôla máy tính ngày 31/12/1992 là do nó bán năm 1989 ít hơn đi 50 triệu đôla máy tính như đã dự tính. Số 50 triệu đôla đầu tư lưu động năm 1992 như vậy là không được dự kiến trước. Trong tình hình đó, Công ty đã sản xuất nhiều máy tính hơn là số nó có thể bán được nên nó sẽ phải cắt giảm sản xuất. Thực vậy, đó là điều đã xảy ra đúng như vậy cho công ty Texas Instruments năm 1983 khi một lượng hàng lưu động rất lớn không được dự kiến trước của máy tính gia đình TI-99 đọng lại và công ty quyết định bỏ sản xuất những máy này.

Chi tiêu đầu tư có kế hoạch, một bộ phận cấu thành của tổng cầu (Y^d), bằng đầu tư cố định có kế hoạch cộng với số đầu tư lưu động có dự kiến bởi các hãng kinh doanh. Keynes nêu lên hai yếu tố ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư có kế hoạch, lãi suất và dự đoán của các nhà kinh doanh về tương lai. Những yếu tố đó ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư như thế nào sẽ được bàn đến sau này trong chương. Còn bây giờ, thì chi tiêu đầu tư có kế hoạch sẽ được coi là một giá trị đã được biết. Tại mức này, chúng ta muốn tổng sản phẩm được quyết định như thế nào đối với một mức chi tiêu đầu tư được kế hoạch đã cho trước; một khi chúng ta hiểu điều đó, chúng ta có thể xem xét lãi suất và dự đoán kinh doanh ảnh hưởng như thế nào đến tổng sản phẩm bằng cách ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư có kế hoạch.

Thăng bằng

Bây giờ chúng ta đã tập hợp những khối xây dựng (chi tiêu tiêu dùng và chi tiêu đầu tư có kế hoạch) sẽ có thể giúp chúng ta hiểu được tổng sản phẩm được xác định như thế nào khi không có vai trò của nhà nước.

BÀI ĐỌC THÊM 24.1

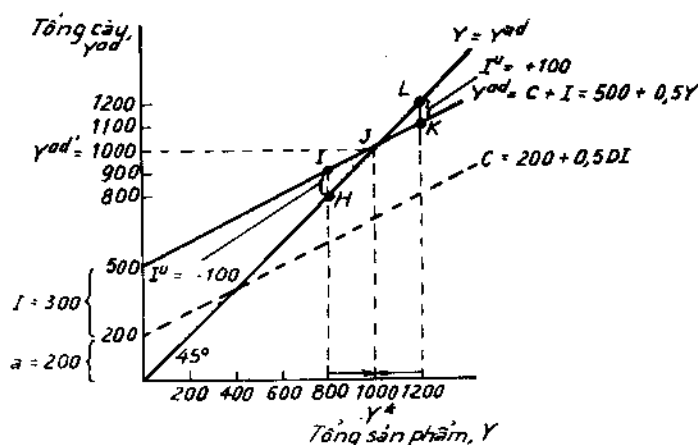
Cách sử dụng từ đầu tư

Cách các nhà kinh tế sử dụng từ *đầu tư* có hơi khác với cách sử dụng thông thường hàng ngày. Khi dân chúng nói họ đầu tư, thì họ thường nói đến việc mua một cổ phiếu thường hay một trái khoán. Cách sử dụng này khác với cách sử dụng của một nhà kinh tế trong chữ *chỉ tiêu đầu tư*, bởi vì những việc mua này không kéo theo

một sự tăng lên của cầu đối với hàng hóa và dịch vụ mới sản xuất ra. Khi các nhà kinh tế nói đến chỉ tiêu đầu tư, họ nói đến việc mua một tài sản hiện vật mới chẳng hạn như một cái máy mới hoặc một cái nhà mới - những việc mua này cộng thêm vào tổng cầu.

Mặc dù là không thực tế, cách phân tích thể hiện bằng đường đứt đoạn đi xuống này làm sáng tỏ những nguyên lý cơ bản của việc xác định sản phẩm. Trong tiết sau chính phủ sẽ tham gia vào bức tranh và mô hình của chúng ta sẽ thực tế hơn.

Đồ hình chéo của Keynes. Đồ thị trong Hình 24.2. được gọi là đồ hình chéo của Keynes, mô tả tổng sản phẩm được xác định như thế nào. Trục đứng đo tổng cầu còn trục ngang đo mức tổng sản phẩm. Đường 45° chỉ cho thấy tất cả những điểm mà tại đó tổng sản phẩm (Y) bằng tổng cầu (Y^{ad}); tức là, nó cho thấy tất cả



Hình 24.2 Đồ thị chéo của Keynes với $I = 300$ và $C = 200 + 0.5Y$ sản phẩm bằng hình thành tại $Y = 1000$, tại đó hàm số tổng cầu $Y^{ad} = C + I$ cắt ở góc 45° đường $Y = Y^{ad}$.

các điểm mà tại đó điều kiện thăng bằng $Y = Y^{ad}$ được thỏa mãn. Bởi vì chi tiêu của chính phủ bằng không ($G = 0$) cho nên tổng cầu là

$$Y^{ad} = C + I$$

Bởi vì không có khu vực nhà nước thu thuế, cho nên không có thuế trong nền kinh tế được đơn giản hóa; do vậy thu nhập sẵn để sử dụng bằng tổng sản phẩm ($DI = Y$) (xin nhắc lại là tổng thu nhập và tổng sản phẩm là tương đương. Xem phụ lục của Chương I). Như vậy hàm số tiêu dùng với $a = 200$ và $mpc = 0,5$ mô tả trong Hình 24.1 có thể được viết là $C = 200 + 0,5Y$ và được mô tả trong Hình 24.2. Giả định rằng chi tiêu đầu tư có kế hoạch là 300 tỷ đôla, thì tổng cầu có thể được biểu thị như sau:

$$\begin{aligned} Y^{ad} &= C + I \\ &= 200 + 0,5Y + 300 \\ &= 500 + 0,5Y \end{aligned}$$

Phương trình trước đây, mô tả trong Hình 24.2, đại diện cho lượng tổng cầu tại một mức tổng sản phẩm đã cho và được gọi là **hàm số tổng cầu**.

Hàm số tổng cầu này, $Y^{ad} = C + I$ là tổng số chiều dọc đứng của đường hàm số tiêu dùng ($C = 200 + 0,5Y$) và chi tiêu đầu tư là ($I = 300$). Điểm mà tại đó hàm số tổng cầu cắt đường 45° , $Y = Y^{ad}$ chỉ ra mức thăng bằng của tổng cầu và tổng sản phẩm. Trong Hình 24.2, thăng bằng xuất hiện tại điểm J với tổng sản phẩm (Y^*) và tổng cầu (Y^{ad*}) tại 1.000 tỷ đôla.

Như bạn đã học trong Chương 6, khái niệm thăng bằng chỉ có ích khi có một xu hướng cho nền kinh tế phải giải quyết tại đó. Để xem thử nền kinh tế có hướng về mức sản phẩm thăng bằng 1000 tỷ đôla hay không, chúng ta hãy xem cái gì xảy ra nếu sản phẩm được sản xuất ra trong nền kinh tế là 1.200 tỷ đôla, và do đó nằm trên mức thăng bằng. Tại mức này của sản phẩm, tổng cầu là 1.100 tỷ đôla (điểm K). Kém hơn 100 tỷ đôla so với 1.200 tỷ đôla sản phẩm (điểm L trên đường 45°). Bởi vì sản phẩm vượt quá tổng cầu 100 tỷ đôla, nên các hãng kinh doanh buộc phải giải quyết 100 tỷ đôla hàng lưu động không bán được. Để tránh khỏi phải ứ đọng hàng không bán được, các hãng kinh doanh sẽ cắt giảm sản xuất, giống như công ty Texas Instruments đã làm khi nó không thể bán được số máy tính gia đình TI-99 của mình. Khi mà nó vẫn còn nằm trên mức thăng bằng, thì sản phẩm vượt quá tổng cầu và các hãng sẽ cắt giảm sản xuất, đưa tổng sản phẩm đạt mức thăng bằng.

Một cách khác để quan sát xu hướng nền kinh tế hướng về thăng bằng tại

điểm J là xuất phát từ quan điểm đầu tư lưu động. Khi các hãng không bán được hết sản phẩm đã được sản xuất, thì họ cộng thêm số sản phẩm không bán được vào tồn kho của mình, và đầu tư lưu động tăng lên. Ví dụ, tại một mức sản phẩm 1.200 tỷ đôla, thì số 100 tỷ đôla hàng không bán được chuyển sang 100 tỷ đôla của đầu tư lưu động không có kế hoạch, mà các hãng kinh doanh không muốn. Các công ty sẽ giảm sản xuất để giảm tồn kho đến mức mong muốn, và tổng sản phẩm sẽ giảm xuống (chỉ bằng mũi tên). Quan điểm này có nghĩa là đầu tư lưu động không có kế hoạch cho toàn bộ nền kinh tế (I^u) bằng số sản phẩm vượt quá tổng cầu. Trong ví dụ của chúng ta, tại một mức sản phẩm 1.200 tỷ đôla, $I^u = 100$ tỷ đôla. Nếu I^u là dương, thì các hãng sẽ cắt giảm sản xuất và sản phẩm sẽ giảm xuống. Sản phẩm sẽ ngừng giảm xuống khi nó quay trở lại mức thăng bằng của nó tại điểm J khi tại đó $I^u = 0$.

Cái gì xảy đến nếu tổng sản phẩm ở dưới mức thăng bằng của sản phẩm ? Chúng ta hãy xem sản phẩm ở mức 800 tỷ đôla. Tại mức này của sản phẩm, tổng cầu nằm tại điểm I là 900 tỷ đôla, cao hơn 100 tỷ đôla so với sản phẩm (điểm H trên đường 45°). Tại mức này các hãng bán 100 tỷ đôla hàng hóa nhiều hơn là nó đã sản xuất ra, do vậy tồn kho giảm xuống dưới mức mong muốn. Đầu tư âm vì không có kế hoạch, không được kế hoạch ($I^u = 100$ tỷ đôla) sẽ làm cho các hãng tăng sản xuất của mình nhằm tăng tồn kho đến mức mong muốn. Kết quả là, sản phẩm tăng lên đến mức thăng bằng, được chỉ ra bằng mũi tên trong hình 24.2. Khi mà sản phẩm vẫn còn thấp hơn mức thăng bằng, thì đầu tư lưu động không có kế hoạch vẫn là âm, các hãng sẽ tiếp tục tăng sản xuất, và sản phẩm sẽ tiếp tục tăng lên. Chúng ta lại thấy xu hướng cho nền kinh tế phải giải quyết tại điểm J , tại đó tổng cầu bằng sản phẩm ($Y = Y^u$) và đầu tư lưu động không có kế hoạch là bằng không ($I^u = 0$).

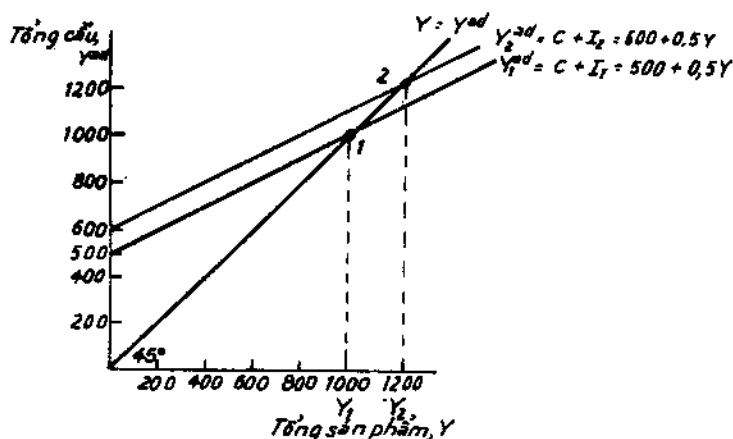
Số nhân chi tiêu

Bây giờ khi chúng ta đã hiểu rằng tổng sản phẩm thăng bằng là do vị trí của hàm số tổng cầu xác định, thì chúng ta có thể xem xét các nhân tố khác nhau làm di chuyển hàm số đó như thế nào và do đó làm thay đổi tổng sản phẩm. Bạn sẽ phát hiện ra rằng : (1) một sự tăng lên trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch hoặc (2) một sự tăng lên trong chi tiêu tiêu dùng tự định làm di chuyển hàm số tổng cầu và dẫn đến một sự tăng lên trong tổng sản phẩm.

Sản phẩm đáp lại một sự thay đổi trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch.
Giả định rằng một số động cơ điện mới được phát minh làm cho mọi máy nước của nhà máy tăng hiệu quả gấp 3 lần. Bởi vì các hãng kinh doanh bất thành linh lạc

quan hơn về doanh lợi trong việc đầu tư vào các máy mới sử dụng động cơ mới này, nên chi tiêu đầu tư có kế hoạch tăng lên 100 tỷ đôla từ mức đầu tiên $I_1 = 300$ tỷ đôla lên $I_2 = 400$ tỷ đôla. Vậy việc này có ảnh hưởng gì đến sản phẩm?

Những ảnh hưởng của việc tăng lên này trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch được phân tích trong Hình 24.3, sử dụng đồ thị chéo của Keynes. Ban đầu, khi chi tiêu đầu tư có kế hoạch (I_1) là 300 tỷ đôla, thì hàm số tổng cầu là Y_1^{ad} và thẳng bằng xảy ra tại điểm 1. Tại đó sản phẩm là 1.000 tỷ đôla. Số tăng lên 100 tỷ đôla trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch cộng thêm trực tiếp vào tổng cầu và di chuyển hàm số tổng cầu sang Y_2^{ad} . Tổng cầu bây giờ bằng sản phẩm tại điểm cắt nhau của Y_2^{ad} với đường 45° , $Y = Y^{ad}$ (điểm 2).



Hình 24.3. Đáp lại của tổng sản phẩm với thay đổi trong đầu tư có kế hoạch. Số 100 tỷ đôla tăng lên trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch từ $I_1 = 300$ lên $I_2 = 400$, di chuyển hàm số tổng cầu Y_1^{ad} lên Y_2^{ad} . Thẳng bằng chuyển từ điểm 1 đến điểm 2 và sản phẩm thẳng bằng tăng từ $Y_1 = 1.000$ sang $Y_2 = 1.200$.

Là kết quả của việc tăng 100 tỷ đôla trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch, sản phẩm thẳng bằng tăng 200 tỷ đôla lên thành 1.200 tỷ đôla (Y_2). Với mỗi đôla tăng lên trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch, thì tổng sản phẩm tăng hai lần.

Tỷ lệ giữa sự thay đổi trong tổng sản phẩm với sự thay đổi trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch ($\Delta Y / \Delta I$) gọi là số nhân chi tiêu. (Số nhân này không được nhầm lẫn với số nhân cung tiền tệ đã được trình bày trong Chương 15, nó đo lường tỷ lệ thay đổi trong cung tiền tệ từ một thay đổi trong cơ sở tiền tệ). Trong Hình 24.3 số nhân chi tiêu là 2.

Tại sao một sự thay đổi trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch dẫn đến một sự thay đổi thậm chí lớn hơn trong tổng sản phẩm làm cho số nhân chi tiêu là lớn hơn 1? Số nhân chi tiêu là lớn hơn 1 bởi vì một sự thay đổi trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch, mà điều này làm tăng sản phẩm, cũng dẫn đến một sự tăng lên bổ sung trong chi tiêu tiêu dùng ($mpc \times \Delta Y$). Việc tăng lên trong chi tiêu tiêu dùng đến lượt mình lại làm tăng tổng cầu và sản phẩm hơn nữa, đưa đến một sự thay đổi gấp bội lần của sản phẩm từ một sự thay đổi đã cho trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch. Kết luận này có thể được rút ra theo cách đại số bằng cách giải trị giá chưa biết của Y theo các số hạng a , mpc và I đưa đến kết quả là ⁽³⁾.

$$Y = (a + I) \times \frac{1}{1 - mpc} \quad (24.4)$$

Bởi vì I được nhân với số hạng ($1/(1-mpc)$), nên phương trình này nói cho ta biết rằng 1 đôla thay đổi trong I đưa đến 1 đôla $/ (1 - mpc)$ thay đổi trong tổng sản phẩm; như vậy $1/(1 - mpc)$ là số nhân chi tiêu. Khi $mpc = 0,5$, thì sự thay đổi trong sản phẩm đối với 1 đôla thay đổi trong I là 2 đôla [$= 1/(1 - 0,5)$]; nếu $mpc = 0,8$, thì thay đổi trong sản phẩm đối với 1 đôla thay đổi trong I là 5 đôla. Khuynh hướng tiêu dùng cận biên càng lớn thì số nhân chi tiêu càng cao.

Đáp lại những thay đổi trong chi tiêu tự định. Bởi vì a cũng được nhân với số hạng $1/(1 - mpc)$ trong phương trình (24.4), nên 1 đôla thay đổi trong chi tiêu tiêu dùng tự định (a), cũng thay đổi tổng sản phẩm bằng $1/(1 - mpc)$, con số của số nhân chi tiêu. Do đó, chúng ta thấy rằng số nhân chi tiêu cũng áp dụng rất tốt cho những thay đổi trong chi tiêu tiêu dùng tự định. Thực tế là phương trình (24.4) có thể được viết như sau

$$Y = A \times \frac{1}{1 - mpc} \quad (24.5)$$

Trong đó $A =$ chi tiêu tự định $= a + I$

(3) Thay hàm số tiêu dùng, ($C = a + mpc \times Y$), vào hàm số tổng cầu $Y^d = C + I$, cho ta $Y^d = a + mpc \times Y + I$.

Trong thành bằng, khi tổng sản phẩm bằng tổng cầu,

$$Y = Y^d = a + mpc \times Y + I$$

trừ số hạng $mpc \times Y$ khỏi hai vế của phương trình này để thu những số hạng kèm theo Y ở bên vế trái, chúng ta có $Y - mpc \times Y = Y \times (1 - mpc) = a + I$

chia cả hai vế cho $(1 - mpc)$ để giải Y đưa đến phương trình (24.4.) trong bài).

Phương trình được viết lại này nói cho chúng ta biết rằng bất kỳ một thay đổi nào trong chi tiêu tự định, hoặc từ sự thay đổi của a , thay đổi của I , hay thay đổi trong cả hai, đều đưa đến một sự thay đổi gấp bội trong Y . Nếu cả hai a và I giảm xuống 100 tỷ đôla mỗi loại và $mpc = 0,5$ thì số nhân chi tiêu là $2 [= 1/(1 - 0,5)]$ và tổng sản phẩm (Y) sẽ giảm xuống 2×200 tỷ đôla = 400 tỷ đôla. Mặt khác một sự tăng lên trong I bằng 100 tỷ đôla mà được bù lại bằng sự sụt xuống 100 tỷ đôla trong a sẽ để cho chi tiêu tự định (A) và do đó Y không thay đổi. Số nhân chi tiêu $1/(1 - mpc)$ do đó có thể được định nghĩa một cách chung hơn là tỷ lệ giữa sự thay đổi trong tổng sản phẩm với sự thay đổi trong chi tiêu tự định ($\Delta Y/\Delta A$).

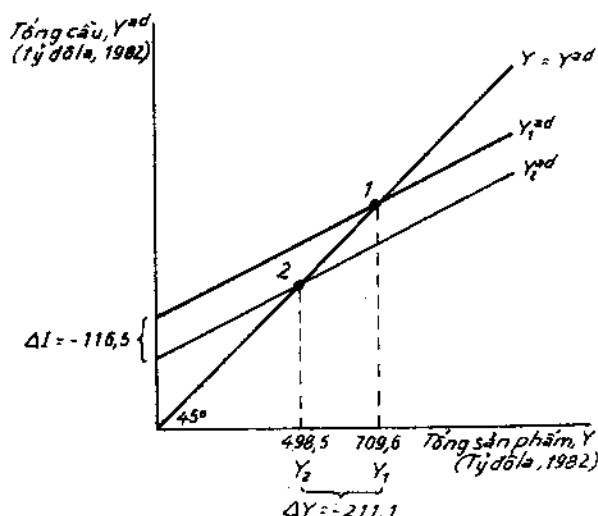
Một cách khác để đi đến kết luận này - bất kỳ sự thay đổi nào trong chi tiêu tự định cũng sẽ đưa đến một số thay đổi gấp bội trong tổng sản phẩm - là thừa nhận rằng sự di chuyển trong hàm số tổng cầu trong Hình 24.3 không phải sinh ra từ một sự thay đổi trong I ; nó cũng có thể sinh ra từ một sự thay đổi của a , mà a thì trực tiếp làm tăng chi tiêu tiêu dùng và do đó làm tăng tổng cầu. Một cách khác thay vào đó, nó có thể sinh từ một sức tăng lên của cả a và I . Những thay đổi trong thái độ của người tiêu dùng và của các hãng kinh doanh về tương lai, làm thay đổi chi tiêu của họ, sẽ đưa đến kết quả những thay đổi gấp bội trong tổng sản phẩm.

Keynes tin tưởng rằng những thay đổi trong chi tiêu tự định chi phối bởi những thay đổi không ổn định trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch, mà sự chi tiêu này bị ảnh hưởng bởi những làn sóng xúc động của chủ nghĩa lạc quan hay bi quan - là những nhân tố mà ông ta coi là "tính năng nổ". Quan điểm của ông ta được tô điểm bởi sự sụp đổ trong chi tiêu đầu tư trong thời kỳ Đại suy thoái, mà chúng ta coi đó là lý do đầu tiên của việc co hẹp kinh tế. Chúng ta sẽ xem xét những hậu quả của việc tụt xuống trong chi tiêu đầu tư cho ứng dụng sau đây.

ỨNG DỤNG SỰ SỤP ĐỔ CỦA CHI TIÊU ĐẦU TƯ VÀ CUỘC ĐẠI SUY THOÁI

Từ năm 1929 đến năm 1933, nền kinh tế Mỹ trải qua một tỷ lệ suy sụp lớn nhất chưa từng thấy trong chi tiêu đầu tư. Tính theo đôla 1982 chi tiêu đầu tư đã tụt từ 139,2 tỷ đôla xuống còn 22,7 tỷ đôla - một mức tụt xuống trên 80%. Cách phân tích của Keynes đã phát triển đến đây gợi điều gì đã xảy ra cho tổng sản phẩm trong thời gian đó?

Hình 24.4 chứng minh sự sụt xuống 116,5 tỷ đôla trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch đã di chuyển như thế nào hàm số tổng cầu từ Y_1^{ad} xuống Y_2^{ad} , chuyển nền kinh tế từ điểm 1 sang điểm 2. Tổng sản phẩm do vậy đã sụt nghiêm trọng; GNP thực tế đã sụt xuống 211,1 tỷ đôla (một bội số của 116,5 tỷ đôla sụt xuống trong chi tiêu đầu tư), từ 709,6 tỷ xuống 498,5 tỷ đôla (đôla năm 1982). Bởi vì nền kinh tế đang ở tình trạng công ăn việc làm đầy đủ năm 1929, sự sụt xuống trong sản phẩm đưa đến kết quả thất nghiệp hàng loạt, với trên 25% sức lao động không được sử dụng năm 1933.



Hình 24.4. Đáp lại của tổng sản phẩm đối với sự sụp đổ của chi tiêu đầu tư 1929 - 1933. Sự sụt xuống 116,5 tỷ đôla của chi tiêu đầu tư có kế hoạch từ 1929 đến 1933 di chuyển hàm số tổng cầu Y_1^{ad} xuống Y_2^{ad} và gây nên sự di chuyển nền kinh tế từ điểm 1 sang điểm 2, tại đó sản phẩm giảm xuống 211,1 tỷ đôla.

ng nghiêm trọng, như đã xảy ra trong thời kỳ Đại suy thoái, thì một nền kinh tế có thể được phục hồi như thế nào lên những mức cao hơn của sản phẩm và những mức thất nghiệp hợp lý? Không phải bằng việc tăng chi tiêu tự định, bởi vì viên cảnh kinh doanh thì thâm đến như vậy. Câu trả lời của Keynes cho vấn đề này đòi hỏi phải nhìn vào vai trò của chính phủ trong việc xác định tổng sản phẩm.

Vai trò của chính phủ

Keynes nhận thấy rằng chi tiêu của chính phủ và thuế cũng có thể ảnh hưởng

Sau khi chứng kiến những sự kiện trong cuộc Đại suy thoái, Keynes giữ quan điểm rằng một nền kinh tế sẽ tiếp tục chịu đựng những biến động lớn của sản phẩm do tính rất dễ biến động của chi tiêu tự định. Đặc biệt là chi tiêu đầu tư có kế hoạch. Ông ta đặc biệt lo lắng về sự sụt mạnh của chi tiêu tự định, điều này không tránh khỏi đưa đến những sự sụt xuống mạnh trong sản phẩm và đưa đến một sự thăng bằng với một tình trạng thất nghiệp cao. Nếu chi tiêu tự định sụt xuống

đến vị trí của hàm số tổng cầu và do đó được sử dụng để khôi phục nền kinh tế lên có công ăn việc làm đầy đủ. Như được chỉ ra trong phương trình $Y^{ad} = C + I + G + NX$, chi tiêu của chính phủ (G) cộng trực tiếp vào tổng cầu. Tuy nhiên, thuế không ảnh hưởng trực tiếp đến tổng cầu như chi tiêu của chính phủ đã ảnh hưởng đến. Thay vào đó, thuế làm giảm số thu nhập mà những người tiêu dùng có thể dùng để chi tiêu và ảnh hưởng đến tổng cầu bằng cách ảnh hưởng đến chi tiêu tiêu dùng; nghĩa là khi có thuế, thì thu nhập sẵn sàng để sử dụng (DI) không thể bằng tổng sản phẩm; nó bằng tổng sản phẩm (Y) trừ đi thuế (T), $DI = Y - T$. Hàm số tiêu dùng $C = a + mpc \times DI$ có thể được viết lại như sau,

$$C = a + mpc \times (Y - T) = a + mpc \times Y - mpc \times T \quad (24.6)$$

Hàm số tiêu dùng này trông giống như hàm số được sử dụng mà không có thuế ($C = a + mpc \times Y$), nhưng nó có thêm một số hạng bổ sung ($-mpc \times T$) ở vế phải. Số hạng chỉ ra rằng nếu thuế tăng 100 đôla, thì chi tiêu tiêu dùng giảm xuống bằng mpc lần số đó; nếu $mpc = 0,5$ thì chi tiêu tiêu dùng giảm 50 đôla. Điều này xảy ra vì những người tiêu dùng coi 100 đôla thuế như là tương đương với việc giảm đi 100 đôla thu nhập rồi giảm chi tiêu của họ bằng khuynh hướng cận biên để tiêu dùng nhân cho số đó.

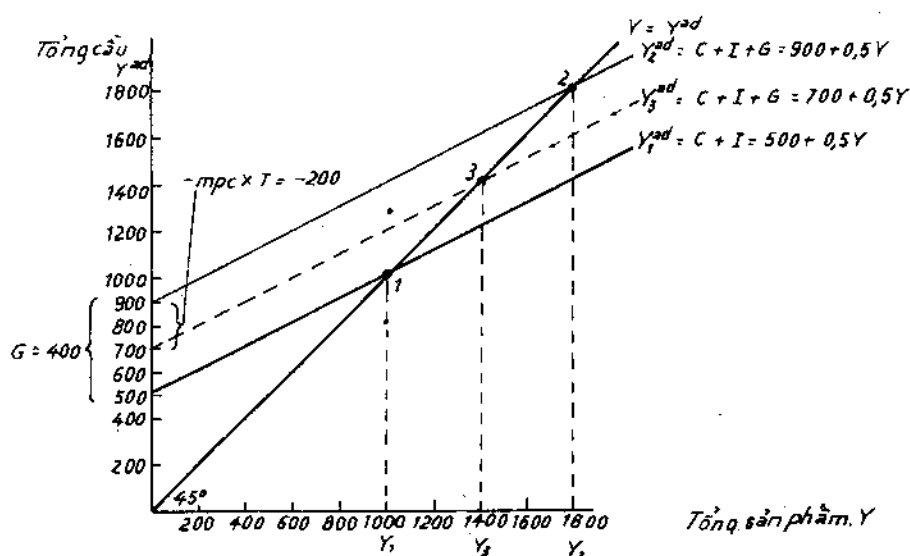
Để biết việc đưa chi tiêu của chính phủ và thuế thêm vào sẽ làm thay đổi sự phân tích của chúng ta như thế nào, trước hết chúng ta hãy quan sát xem ảnh hưởng của một việc chi tiêu tích cực của chính phủ ảnh hưởng đến tổng sản phẩm như thế nào trong đồ hình chéo của Keynes ở Hình 24.5. Chúng ta giả định rằng khi không có chi tiêu của chính phủ và thuế, thì nền kinh tế nằm tại điểm 1, tại đó hàm số tổng cầu, $Y_1^{ad} = C + I = 500 + 0,5Y$ vượt qua đường 45° , $Y = Y_1^{ad}$. Tại đây, sản phẩm thanh bằng là ở mức 1.000 tỷ đôla. Tuy nhiên, giả định rằng nền kinh tế đạt đến mức công ăn việc làm đầy đủ tại mức tổng sản phẩm 1.800 tỷ đôla. Chi tiêu của chính phủ có thể được sử dụng như thế nào để khôi phục nền kinh tế đến mức công ăn việc làm đầy đủ với tổng sản phẩm 1.800 tỷ đôla?

Nếu chi tiêu của chính phủ được ấn định là 400 tỷ đôla, thì hàm số tổng cầu di chuyển từ $Y_2^{ad} = C + I + G = 900 + 0,5Y$. Nền kinh tế chuyển tới điểm 2 và tổng sản phẩm tăng 800 tỷ đôla lên đến 1.800 tỷ đôla. Hình 24.5 chỉ ra rằng tổng sản phẩm là tích cực so với chi tiêu của chính phủ và rằng thay đổi trong chi tiêu của chính phủ đưa đến một sự thay đổi gấp bội trong tổng sản phẩm, bằng số nhân chi tiêu, $2 = 1/(1 - mpc) = 1/(1 - 0,5)$. Do đó, những sự sụt xuống trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch mà gây ra thất nghiệp cao (như đã xảy ra trong thời kỳ Đại suy thoái) có thể được bù lại bằng việc tăng chi tiêu của chính phủ.

Cái gì xảy ra nếu chính phủ quyết định rằng chính phủ cần phải thu 400 tỷ đôla thuế để cân bằng ngân sách? Trước khi thuế được tăng lên, thì nền kinh tế thăng bằng tại cùng điểm 2 trong Hình 24.5. Cuộc bàn luận của chúng ta về hàm số tiêu dùng (mà lưu ý đến thuế) chỉ ra rằng thuế (T) làm giảm chi tiêu tiêu dùng bằng $mpc \times T$, do bây giờ thu nhập sẵn sàng để chi tiêu bị tụt đi một khoảng T đôla. Trong ví dụ của chúng ta $mpc = 0,5$, vậy chi tiêu tiêu dùng và hàm số tổng cầu di chuyển xuống 200 tỷ đôla ($= 0,5 \times 400$) ở mức thăng bằng mới tại điểm 3, mức sản phẩm đã giảm số đó xuống hai lần (số nhân chi tiêu) còn 1.400 tỷ đôla.

Mặc dù bạn có thể thấy rằng tổng sản phẩm là tiêu cực so với mức của thuế, nhưng điều quan trọng là phải thừa nhận sự thay đổi trong tổng sản phẩm từ 400 tỷ đôla tăng trong thuế ($\Delta Y = -400$ tỷ đôla) là ít hơn sự thay đổi trong tổng sản phẩm từ 400 tỷ đôla tăng trong chi tiêu của chính phủ ($\Delta Y = 800$ tỷ đôla). Nếu cả thuế và chi tiêu của chính phủ cũng tăng lên như nhau 400 tỷ đôla, như đã xảy ra đi từ điểm 1 đến điểm 3 trên Hình 24.5, thì tổng sản phẩm sẽ tăng.

Khuôn mẫu của Keynes chỉ ra rằng chính phủ có thể đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định tổng sản phẩm bằng cách thay đổi mức chi tiêu của chính phủ hoặc thuế. Nếu nền kinh tế đi vào tiêu điều sâu sắc trong đó sản phẩm tụt xuống rất mạnh và thất nghiệp leo thang, việc phân tích mà chúng ta vừa

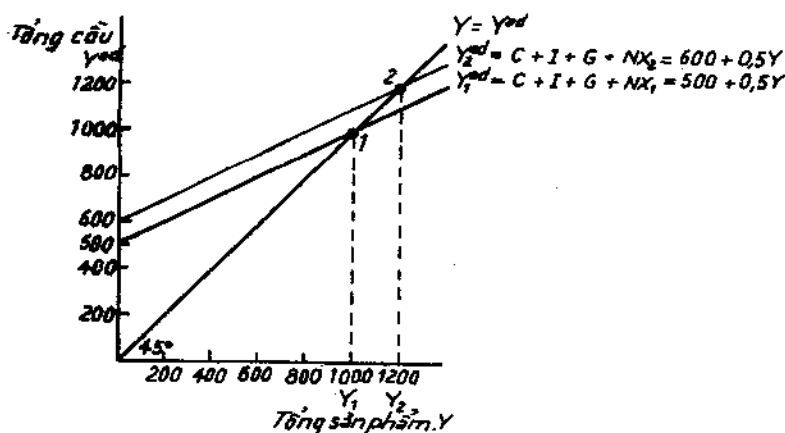


Hình 24.5. Đáp lại tổng sản phẩm đối với chi tiêu của chính phủ và thuế. Khi không có chi tiêu của chính phủ và thuế, thì hàm số tổng cầu là Y_1^{ad} và sản phẩm thăng bằng là $Y_1 = 1000$. Với chi tiêu của chính phủ là 400 tỷ đôla, hàm số tổng cầu di chuyển sang Y_2^{ad} và tổng sản phẩm tăng lên 800 tỷ đôla đến $Y_2 = 1800$ tỷ đôla. Thuế 400 tỷ đôla giảm chi tiêu tiêu dùng và hàm số tổng cầu 200 tỷ đôla từ Y_2^{ad} sang Y_3^{ad} , và tổng sản phẩm giảm 400 tỷ đôla đến $Y_3 = 1400$ tỷ đôla.

mới phát triển cung cấp một sự mô tả để phục hồi sức khỏe nền kinh tế. Chính phủ có thể tăng tổng sản phẩm bằng việc tăng chi tiêu của chính phủ, hoặc có thể hạ thấp thuế và làm đảo ngược quá trình được mô tả trong Hình 24.5 (tức là cắt thuế làm cho thu nhập sử dụng được nhiều hơn cho việc chi tiêu tại bất cứ mức nào của sản phẩm, di chuyển hàm số tổng cầu và làm cho mức thăng bằng của sản phẩm tăng lên).

Vai trò của buôn bán quốc tế

Buôn bán quốc tế cũng đóng một vai trò trong việc xác định tổng sản phẩm bởi vì xuất khẩu ròng (xuất trừ nhập) là một bộ phận cấu thành của tổng cầu. Để phân tích ảnh hưởng của xuất khẩu ròng trong đồ hình chéo của Keynes Hình 24.6, giả định rằng ban đầu xuất khẩu ròng là bằng không ($NX_1 = 0$) do vậy nền kinh tế ở tại điểm 1, tại đó hàm số tổng cầu $Y_1^{ad} = C + I + G + NX_1 = 500 + 0,5Y$, vượt đường 45° , $Y = Y_1^{ad}$. Sản phẩm thăng bằng lại ở mức 1.000 tỷ đôla.



Hình 24.6 Đáp lại tổng sản phẩm đối với một sự thay đổi trong xuất khẩu ròng. Việc tăng 100 tỷ đôla trong xuất khẩu ròng từ $NX_1 = 0$ lên $NX_2 = 100$ di chuyển hàm số tổng cầu từ Y_1^{ad} đến Y_2^{ad} . Mức thăng bằng từ điểm 1 đến điểm 2 và sản phẩm thăng bằng từ $Y_1 = 1000$ lên $Y_2 = 1200$.

Bây giờ người ngoại quốc bỗng nhiên bị thôi thúc mua nhiều hàng Mỹ làm cho xuất khẩu ròng tăng lên 100 tỷ đôla ($NX_2 = 100$). Việc tăng 100 tỷ đôla trong xuất khẩu ròng cộng trực tiếp vào tổng cầu và di chuyển hàm số tổng cầu lên $Y_2^{ad} = C + I + G + NX_2 = 600 + 0,5Y$. Nền kinh tế chuyển sang điểm 2 và tổng sản phẩm tăng 200 tỷ đôla thành 1.200 tỷ đôla (Y_2). Hình 24.6 chỉ ra rằng như chúng ta

phát hiện đối với chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch và chỉ tiêu của chính phủ, một sự tăng trong xuất khẩu ròng đưa đến một sự tăng gấp bội trong tổng sản phẩm, bằng số nhân chỉ tiêu, $2 = 1/(1 - mpc) = 1/(1 - 0,5)$. Do đó, những thay đổi trong xuất khẩu ròng có thể là một nhân tố quan trọng khác ảnh hưởng đến sự biến động trong tổng sản phẩm.

Tóm tắt những yếu tố quyết định của tổng sản phẩm

Sự phân tích của chúng ta về khuôn mẫu của Keynes đến đây đã xác định 5 yếu tố dự định (yếu tố độc lập với thu nhập) làm di chuyển hàm số tổng cầu và do đó mức tổng sản phẩm :

1. Những thay đổi trong chỉ tiêu tiêu dùng tự định (a).
2. Những thay đổi trong chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch (I)
3. Những thay đổi trong chỉ tiêu của chính phủ (G)
4. Những thay đổi trong thuế (T)
5. Những thay đổi trong xuất khẩu ròng (N)

Những ảnh hưởng của những thay đổi của từng cái trong các biến số đó đối với tổng sản phẩm được tóm tắt trong Bảng 24.2.

Những thay đổi trong chỉ tiêu tiêu dùng tự định (a)

Một sự tăng lên trong chỉ tiêu tiêu dùng tự định, a (chúng ta hãy cho rằng bởi vì những người tiêu dùng trở thành lạc quan hơn về nền kinh tế khi thị trường chứng khoán phồn vinh), trực tiếp làm tăng chỉ tiêu tiêu dùng và di chuyển hàm số tổng cầu lên, kết quả là một sự tăng lên trong tổng sản phẩm. Một sự giảm xuống của a làm cho chỉ tiêu tiêu dùng giảm xuống, cuối cùng đưa đến việc giảm xuống của tổng sản phẩm. Do đó, **tổng sản phẩm liên hệ dương với chỉ tiêu tiêu dùng tự định, a .**

Bảng 24.2 Tóm tắt : Sự đáp lại của tổng sản phẩm đối với những thay đổi tự định trong a , I , G , T và NX .

Thay đổi trong biến số	Sự đáp lại của tổng sản phẩm
$a \uparrow$	$Y \uparrow$
$I \uparrow$	$Y \uparrow$
$G \uparrow$	$Y \uparrow$
$T \uparrow$	$Y \uparrow \quad ? \downarrow$
$NX \uparrow$	$Y \uparrow$

Ghi chú : Chỉ tăng lên ($\uparrow$) trong biến số như đã chỉ ra ; những ảnh hưởng của tụt xuống trong các biến số đối với tổng sản phẩm sẽ là cái đối ngược lại của những điều được chỉ ra trong cột thứ hai.

Những thay đổi trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch (I). Một sự tăng lên trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch cộng trực tiếp vào tổng cầu, như vậy làm tăng hàm số tổng cầu và tổng sản phẩm. Một sự giảm xuống trong chi tiêu đầu tư giảm tổng cầu và làm cho tổng sản phẩm giảm xuống. Do đó, **tổng sản phẩm liên hệ thuận với chi tiêu đầu tư có kế hoạch, I .**

Những thay đổi trong chi tiêu của chính phủ (G). Một sự tăng lên trong chi tiêu của chính phủ cũng cộng thêm vào tổng cầu và làm tăng hàm số tổng cầu, và tổng sản phẩm tăng lên. Một sự giảm xuống trực tiếp làm giảm tổng cầu. Hạ thấp hàm số tổng cầu và làm cho tổng sản phẩm tụt xuống. Do đó **tổng sản phẩm liên hệ thuận với chi tiêu của chính phủ, G .**

Những thay đổi trong thuế (T). Một sự tăng lên trong thuế không ảnh hưởng trực tiếp đến tổng cầu, nhưng thay vào đó lại hạ thấp số thu nhập sẵn sàng để chi tiêu, làm giảm chi tiêu tiêu dùng. Việc tụt xuống của chi tiêu tiêu dùng do đó đưa đến một sự tụt xuống của hàm số tổng cầu, kết quả là một sự tụt xuống trong tổng sản phẩm. Mặt khác, việc hạ thấp thuế làm cho có thu nhập nhiều hơn sẵn sàng để chi tiêu, làm tăng chi tiêu tiêu dùng, và đưa đến tổng sản phẩm cao hơn. Do đó, **tổng sản phẩm liên hệ nghịch với mức thuế, T .**

Những thay đổi trong xuất khẩu ròng (NX). Một sự tăng lên trong xuất khẩu ròng cộng trực tiếp vào tổng cầu và làm tăng hàm số tổng cầu, tăng tổng sản phẩm lên. Một sự tụt xuống trực tiếp làm tổng cầu giảm, hạ thấp hàm số tổng cầu và làm cho tổng sản phẩm tụt xuống. Do đó, **tổng sản phẩm liên hệ thuận với xuất khẩu ròng, NX .**

Số nhân chi tiêu và quy mô các ảnh hưởng của năm nhân tố. Hàm số tổng cầu trong đồ hình chéo của Keynes di chuyển theo chiều thẳng đứng bằng toàn bộ số lượng thay đổi trong a , I , G hoặc NX , đưa đến kết quả là một ảnh hưởng gấp bội đối với tổng sản phẩm thông qua ảnh hưởng của số nhân chi tiêu, bởi vì chi tiêu tiêu dùng chỉ thay đổi bằng mpc nhân với sự thay đổi trong thuế ($-mpc \times \Delta T$), sự thay đổi này trong trường hợp $mpc = 0,5$ có nghĩa là tổng cầu di chuyển thẳng đứng chỉ bằng một nửa của sự thay đổi trong thuế.

Nếu có một sự thay đổi trong một của những nhân tố tự định đó mà được bù lại bằng một sự thay đổi trong một nhân tố khác (chẳng hạn, I tăng lên 100 tỷ đôla, nhưng a , G hoặc NX lại giảm đi 100 tỷ đôla, hoặc T tăng 200 tỷ đôla khi $mpc = 0,5$), như vậy hàm số tổng cầu sẽ giữ nguyên ở cùng vị trí và tổng sản phẩm sẽ

không thay đổi⁽⁴⁾.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để kiểm tra sự hiểu biết của bạn về sự phân tích của Keynes về sự tổng sản phẩm thay đổi như thế nào để đáp lại những thay đổi trong các yếu tố đã được mô tả, hãy xem thử bạn có thể sử dụng đồ hình chéo của Keynes để minh họa cái gì xảy ra cho tổng sản phẩm khi mỗi một biến số giảm xuống, chứ không phải là tăng lên. Cũng vậy, đảm bảo làm các bài tập ở cuối chương, yêu cầu bạn dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho tổng sản phẩm khi một vài biến số kinh tế nào đó thay đổi.

MÔ HÌNH ISLM

Cho đến đây những phân tích của chúng ta đã loại trừ chính sách tiền tệ. Bây giờ thì chúng ta đưa tiền tệ và lãi suất vào trong khuôn mẫu của Keynes để phát triển mô hình *ISLM* rắc rối hơn việc tổng sản phẩm được xác định như thế nào,

- (4) Những kết quả đó có thể được rút ra bằng đại số như sau : thay thế trong hàm số tiêu dùng có lưu ý đến thuế (Phương trình 24.6) vào trong hàm số tổng cầu (Phương trình 24.1) chúng ta có $Y^d = a = mpc \times T + mpc \times Y + I + G + NX$

Nếu chúng ta giả định rằng thuế (T) không liên quan đến thu nhập, chúng ta có thể xác định chi tiêu tự định trong hàm số tổng cầu là :

$$A = a + mpc \times T + I + G + NX$$

và phương trình chi tiêu có thể được viết là :

$$Y^d = A = mpc \times Y$$

Trong thăng bằng, tổng cầu bằng tổng sản phẩm, do vậy,

$$Y = A + mpc \times Y$$

có thể được giải cho Y . Phương trình có được là :

$$Y = \frac{A}{1 - mpc}$$

cũng là phương trình như phương trình đã liên kết chi tiêu tự định với tổng sản phẩm trong bài (Phương trình 24.5) nhưng bây giờ lưu ý đến bộ phận cấu thành bổ sung với chi tiêu tự định trong A . Chúng ta thấy rằng bất kỳ một sự tăng lên nào trong chi tiêu tự định đều dẫn đến một sự tăng gấp bội trong sản phẩm. Như vậy bất kỳ một bộ phận cấu thành nào của chi tiêu tự định mà đưa vào A với một dấu dương (a , I , G và NX) sẽ có mối liên hệ âm với sản phẩm. Sự phân tích đại số này cũng chỉ cho chúng ta rằng bất kỳ sự tăng nào trong một bộ phận cấu thành của A mà được bù lại bằng một sự chuyển động của một bộ phận cấu thành khác của A , mà để cho A không thay đổi, thì cũng sẽ để cho sản phẩm không thay đổi.

trong đó chính sách tiền tệ đóng một vai trò quan trọng. Tại sao phải có một mô hình phức tạp khác? Mô hình *ISLM* là uyển chuyển và cho phép chúng ta hiểu được hiện tượng kinh tế mà không thể phân tích với đồ hình chéo đơn giản hơn của Keynes đã dùng trước đây. Với mô hình *ISLM* bạn sẽ hiểu chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế như thế nào và cùng tác động với chính sách (thay đổi trong chi tiêu của chính phủ và thuế) để tạo nên một mức nhất định của tổng sản phẩm; mức lãi suất bị ảnh hưởng như thế nào của những thay đổi trong chi tiêu đầu tư cũng như trong chính sách tiền tệ và chính sách thuế; chỉ đạo chính sách tiền tệ như thế nào; và cuối cùng, nó gây nên đường cong tổng cầu như thế nào, một vấn đề cốt lõi thiết yếu cho tổng cung và việc phân tích cầu dùng trong Chương 26 và những chương sau.

Cũng như mô hình của Keynes mà chúng ta đã đơn giản hóa, mô hình *ISLM* đầy đủ của Keynes xem xét một sự thăng bằng mà trong đó tổng sản phẩm tạo ra tổng cầu ngang bằng, và vì nó giả định một mức giá cả cố định, cho nên lượng danh nghĩa và thực tế là như nhau. Bước thứ nhất để thiết kế mô hình *ISLM* là xem xét ảnh hưởng của lãi suất đối với chi tiêu đầu tư có kế hoạch và do đó đối với tổng cầu. Tiếp đến, chúng ta sử dụng đồ hình chéo của Keynes đã học trước đây để xem lãi suất ảnh hưởng như thế nào mức thăng bằng của tổng sản phẩm. Mỗi quan hệ thu được giữa tổng sản phẩm thăng bằng và lãi suất được gọi là đường *IS*.

Cũng giống như đường cầu một mình nó không cho chúng ta biết được lượng hàng hóa được bán trên thị trường, đường cong *IS* tự thân nó không thể nói cho chúng ta biết mức tổng sản phẩm sẽ là mức nào bởi vì vẫn chưa rõ lãi suất là ở mức nào. Chúng ta cần phải có một mối quan hệ khác nữa, gọi là đường *LM*, đường cong này mô tả sự kết hợp giữa lãi suất với tổng sản phẩm mà vì thế lượng cầu tiền tệ bằng lượng cung tiền tệ. Khi đường cong *IS* và *LM* được kết hợp với nhau trong cùng một đồ hình, thì điểm cắt nhau của hai đường cong đó xác định mức thăng bằng của tổng sản phẩm cũng như của lãi suất. Cuối cùng, chúng ta sẽ có được một sự phân tích đầy đủ hơn của việc xác định tổng sản phẩm trong đó chính sách tiền tệ đóng một vai trò quan trọng.

Thăng bằng trên thị trường hàng hóa :

Đường *IS*

Trong việc phân tích của Keynes, cách thứ nhất mà lãi suất ảnh hưởng đến mức tổng sản phẩm là thông qua ảnh hưởng của lãi suất đến chi tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng. Sau khi giải thích tại sao lãi suất ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng, chúng ta sẽ sử dụng các đồ hình chéo

của Keynes để hiểu lãi suất ảnh hưởng đến tổng sản phẩm thẳng bằng như thế nào⁽⁵⁾.

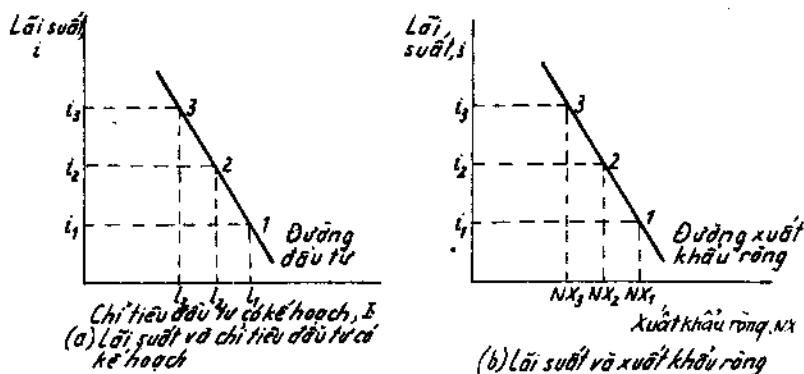
Lãi suất và chi tiêu đầu tư có kế hoạch. Các hãng kinh doanh đầu tư vào vốn hiện vật (máy móc, công xưởng và nguyên liệu) khi mà họ dự tính thu được từ vốn hiện vật nhiều hơn là từ số lãi phải trả cho khoản đi vay để đầu tư. Khi lãi suất lên cao, ít khoản đầu tư vào vốn hiện vật sẽ mang lại thu nhập nhiều hơn chi phí lãi trả cho các khoản đi vay, do vậy chi tiêu đầu tư có kế hoạch hạ thấp xuống. Khi lãi suất xuống thấp, nhiều khoản đầu tư vào vốn hiện vật, thông thường sẽ mang lại thu nhập nhiều hơn chi phí trả lãi đi vay. Do đó, khi lãi suất xuống thấp các hãng kinh doanh rất có thể tiến hành việc đầu tư vào vốn hiện vật nhiều hơn và chi tiêu đầu tư có kế hoạch sẽ lên cao hơn.

Thậm chí ngay cả khi một công ty có dư thừa vốn và không muốn đi vay để đầu tư vào vốn hiện vật, thì chi tiêu đầu tư có kế hoạch sẽ vẫn bị ảnh hưởng bởi lãi suất. Thay vì đầu tư vào vốn hiện vật, công ty có thể mua chứng khoán, như trái khoán chẳng hạn. Nếu lãi suất của chứng khoán đó cao, phí thời cơ (thu về lãi ước định) của một khoản đầu tư cao và chi tiêu đầu tư có kế hoạch sẽ thấp bởi vì công ty sẽ có thể thích mua chứng khoán hơn là đầu tư vào vốn hiện vật. Vì lãi suất và phí thời cơ của đầu tư giảm xuống, nên chi tiêu đầu tư có kế hoạch sẽ tăng lên, bởi vì đầu tư vào vốn hiện vật rất có thể đem lại cho công ty thu nhập lớn hơn là chứng khoán.

Mối quan hệ giữa số tiền chi tiêu đầu tư có kế hoạch với bất kỳ một mức lãi suất nào được minh họa bằng đường biểu diễn đầu tư trong hình (a) của Hình 24.7. Đường nghiêng xuống của đường biểu diễn phản ánh mối quan hệ nghịch giữa chi tiêu đầu tư có kế hoạch với lãi suất. Với một mức lãi suất thấp, i_1 , thì mức chi tiêu đầu tư có kế hoạch I_1 là cao; với một mức lãi suất cao, i_3 , thì chi tiêu đầu tư có kế hoạch là thấp, I_3 .

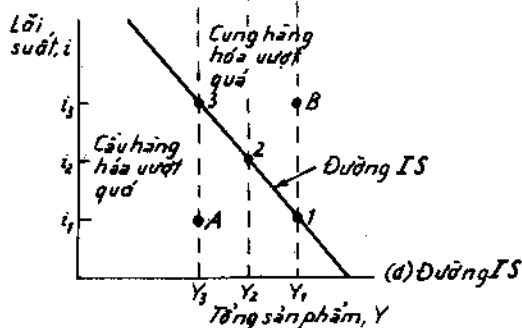
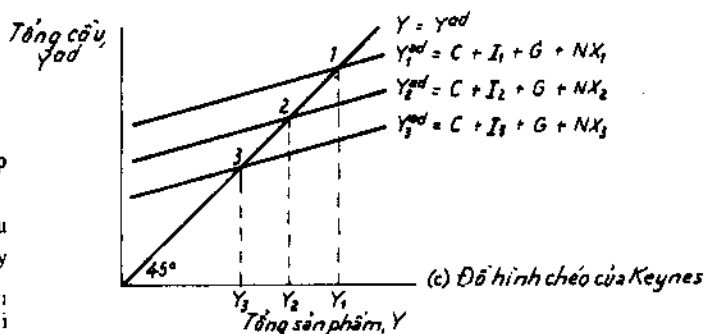
Lãi suất và xuất khẩu ròng. Như đã được bàn đến một cách chi tiết trong Chương 21, khi lãi suất tại Mỹ tăng lên (với mức giá cả được cố định) thì các khoản tiền gửi đôla trở nên hấp dẫn hơn so với tiền gửi bằng ngoại tệ, do đó làm cho giá trị của tiền gửi đôla tăng lên so với tiền gửi bằng các đồng tiền khác, nghĩa là tỷ giá hối đoái tăng lên. Giá trị cao hơn của đôla do kết quả của việc lãi

(5) Những tiếp cận của Keynes hiện đại hơn, gợi ý rằng chi tiêu tiêu dùng, đặc biệt về những hàng tiêu dùng lâu bền (xe ô tô, dụng cụ, phụ tùng máy móc v.v...) bị ảnh hưởng bởi lãi suất. Tình nhạy cảm đối với lãi suất đó của chi tiêu tiêu dùng có thể được thừa nhận trong mô hình ở đây bằng cách định nghĩa chi tiêu đầu tư có kế hoạch một cách chung hơn là bao gồm hộ phận cầu thành nhạy cảm với lãi suất của chi tiêu tiêu dùng.



Hình 24.7. Lập đường IS.

Đường biểu diễn đầu tư trong hình (a) cho thấy rằng vì lãi suất tăng từ i_1 lên i_2 lên i_3 , cho nên chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch giảm từ I_1 xuống I_2 , I_3 , trong khi hình (b) cho thấy rằng xuất khẩu ròng cũng giảm từ NX_1 xuống NX_2 , NX_3 . Hình (c) như vậy chỉ ra các mức của sản phẩm bằng Y_1 , Y_2 và Y_3 , mà tương ứng với 3 mức đó của đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng. Cuối cùng, hình (d) phác họa mức của sản phẩm bằng tương ứng với mỗi một trong 3 lãi suất: đường nối liền những điểm đó là đường cong IS.



suất tăng lên làm cho hàng hóa trong nước đắt hơn hàng ngoại, do đó làm giảm xuất khẩu ròng. Vì vậy, khi lãi suất tăng lên thì giá trị của đôla tăng lên, hàng nội trở nên đắt hơn và xuất khẩu ròng giảm xuống. Mối tương quan nghịch giữa lãi suất và xuất khẩu ròng được trình bày trong hình (b) của Hình 24.7. Với một mức lãi suất thấp i_1 , tỷ giá là thấp và xuất khẩu ròng, NX_1 , là cao ; với một mức lãi suất cao, i_3 , thì tỷ giá là cao và xuất khẩu ròng, NX là thấp.

Lập đường IS. Bây giờ chúng ta có thể sử dụng điều mà chúng ta đã học về mối quan hệ giữa lãi suất với chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng trong các đồ hình (a) và (b) để xem xét mối quan hệ giữa lãi suất và mức thăng bằng của tổng sản phẩm (giữa chỉ tiêu của chính phủ và chỉ tiêu tiêu dùng tự định không thay đổi).

Ba mức của chỉ tiêu đầu tư theo kế hoạch và xuất khẩu ròng trong các hình (a) và (b) được thể hiện trong 3 hàm số tổng cầu trong đồ hình chéo của Keynes trong hình (c). Nếu lãi suất thấp hơn, i_1 , có mức cao nhất của cả chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch, I_1 , và xuất khẩu ròng, NX_1 , và do vậy hàm số tổng cầu cao nhất, Y_1^{nd} . Điểm 1 trong hình (d) chỉ ra mức thăng bằng của sản phẩm Y_1 , mức này tương ứng với lãi suất i_1 . Vì lãi suất tăng lên i_2 , cả chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng đều giảm xuống đến I_2 và NX_2 . Do vậy sản phẩm thăng bằng giảm đến Y_2 .

Điểm 2 trong hình (d) chỉ ra mức sản phẩm thấp hơn, Y_2 , mức này tương ứng với i_2 . Cuối cùng, lãi suất cao nhất i_3 đưa đến mức thấp nhất của chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng, và do đó mức thấp nhất của sản phẩm thăng bằng được phác họa là điểm 3.

Đường nối liền 3 điểm trên hình (d), đường IS ,⁽⁶⁾ chỉ ra sự kết hợp của lãi suất và tổng sản phẩm thăng bằng, vì đó mà tổng sản phẩm được sản xuất ra bằng tổng cầu. Đường nghiêng âm chỉ ra rằng lãi suất cao hơn đưa đến kết quả chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng thấp hơn, và từ đó sản phẩm thăng bằng thấp hơn.

Đường IS nói cho chúng ta điều gì. Đường IS vạch ra những điểm mà theo đó tổng lượng hàng sản xuất ra bằng tổng lượng hàng được yêu cầu. Đường IS mô tả những điểm mà theo đó thị trường hàng hóa là thăng bằng. Đối với mỗi

(6) Đường cong này mang tên của ông John Hicks, như đã trích dẫn, ông này cho đường cong các chữ đầu IS , vì trong khuôn mẫu Keynes đơn giản nhất, với điều kiện không có khu vực nhà nước, thăng bằng trong đồ hình chéo của Keynes xảy ra khi chỉ tiêu đầu tư (I) bằng tiết kiệm (S).

mức lãi suất đã cho, đường cong IS nói cho chúng ta biết tổng sản phẩm phải bằng cái gì để có được sự thăng bằng trên thị trường hàng hóa. Vì lãi suất tăng, chi tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng giảm, điều này đến lượt mình làm giảm thấp tổng cầu; tổng sản phẩm phải thấp hơn để cho nó bằng tổng cầu và thỏa mãn sự thăng bằng của thị trường hàng hóa.

Đường cong IS là một khái niệm hữu dụng, bởi vì sản phẩm có xu hướng vận động đến các điểm trên đường cong để thỏa mãn sự thăng bằng của thị trường hàng hóa. Nếu nền kinh tế được đặt tại vùng bên phải của đường cong IS , thì có một sự cung hàng hóa vượt quá. Tại điểm B, chẳng hạn, tổng sản phẩm, Y_1 , lớn hơn mức thăng bằng của sản phẩm, Y_0 , trên đường cong IS . Phần cung hàng hóa vượt quá này đưa đến kết quả là sự tích tồn hàng tồn kho không được kế hoạch hóa, nó làm cho sản phẩm tụt xuống theo đường cong IS . Sự tụt xuống chỉ chấm dứt khi sản phẩm lại đạt mức thăng bằng trên đường cong IS .

Nếu nền kinh tế nằm tại vùng phía bên trái của đường cong IS , thì nó có một cầu hàng hóa vượt quá. Tại điểm A, tổng sản phẩm, Y_1 , thấp hơn mức thăng bằng của sản phẩm Y_0 , trên đường cong IS - cầu vượt quá về hàng hóa đưa đến kết quả là một sự giảm xuống không được kế hoạch trong tồn kho làm cho sản phẩm tăng lên theo đường cong IS , và chỉ chấm dứt khi tổng sản phẩm lại đạt mức thăng bằng của nó trên đường cong IS .

Điều có ý nghĩa là, sự thăng bằng trên thị trường hàng hóa không tạo nên một mức thăng bằng duy nhất của tổng sản phẩm. Mặc dù bây giờ chúng ta biết tổng sản phẩm sẽ hướng về đâu đối với một mức lãi suất cho biết, chúng ta không thể xác định được tổng sản phẩm bởi vì chúng ta không biết lãi suất là cái gì. Để hoàn chỉnh sự phân tích của chúng ta về việc xác định tổng sản phẩm, chúng ta cần phải đưa thêm vào một thị trường nữa, thị trường này tạo nên một mối quan hệ bổ sung nối liền tổng sản phẩm với lãi suất. Thị trường tiền tệ thực hiện chức năng này với đường cong LM . Khi đường cong LM kết hợp với đường cong IS , thì ta được một sự thăng bằng duy nhất, nó xác định cả tổng sản phẩm và lãi suất.

Thăng bằng trên thị trường tiền tệ : Đường LM

Giống như đường IS được rút ra từ điều kiện thăng bằng trên thị trường hàng hóa (tổng sản phẩm bằng tổng cầu), đường LM được rút ra từ điều kiện thăng bằng trên thị trường tiền tệ, thị trường này yêu cầu lượng tiền cầu bằng lượng tiền cung. Điều cơ bản trong sự phân tích của Keynes về thị trường tiền tệ là cầu

tiền tệ mà ông ta gọi là sự *ưa thích tiền mặt*. Chúng ta sẽ lướt lại thuyết cầu tiền tệ của ông ta (đã được bàn đến trong Chương 6 và Chương 23) một cách tóm tắt ở đây.

Thuyết ưa thích tiền mặt của Keynes qui định rằng cầu tiền tệ theo giá trị thực tế (M^d/P) phụ thuộc vào thu nhập (tổng sản phẩm, Y) và lãi suất (i). Cầu tiền tệ liên hệ thuận với thu nhập vì hai lý do. Thứ nhất, một sự tăng trong thu nhập làm tăng mức các giao dịch trong nền kinh tế, điều này đến lượt mình, làm tăng cầu tiền tệ bởi vì nó được dùng để tiến hành những giao dịch đó. Thứ hai, một sự tăng trong thu nhập làm tăng cầu tiền tệ bởi vì nó làm tăng của cải của những cá nhân nào muốn giữ nhiều tài sản hơn, mà một trong những tài sản đó là tiền. Phí thời cơ về việc giữ tiền là cái lợi bị hy sinh đi bằng cách không giữ những tài sản khác (trái khoán chẳng hạn) thay cho tiền. Vì lãi suất tăng, phí thời cơ của việc giữ tiền tăng và cầu tiền tệ giảm. Theo thuyết ưa thích tiền mặt, cầu tiền tệ là liên hệ thuận với tổng sản phẩm và liên hệ nghịch với lãi suất.

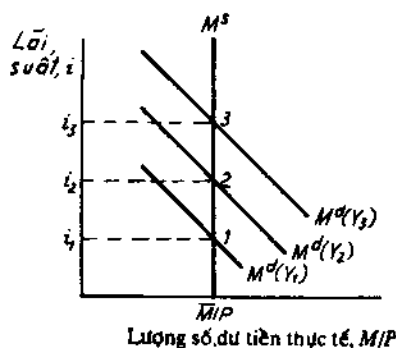
Lập đường LM. Trong sự phân tích của Keynes, mức lãi suất được xác định bởi sự thăng bằng của thị trường tiền tệ, tại đó lượng tiền được yêu cầu bằng lượng tiền được cung ứng. Hình 24.8 mô tả cái gì xảy ra cho sự thăng bằng trên thị trường tiền tệ vì mức sản phẩm thay đổi. Vì đường LM được lập ra, giữ cho cung tiền tệ ở tại một mức cố định nên nó cố định tại mức $\bar{M}$ trên hình (a). Mỗi mức của tổng sản phẩm có đường cầu tiền tệ của mình bởi vì khi tổng sản phẩm thay đổi thì mức các giao dịch trong nền kinh tế cũng thay đổi. Điều này lại làm thay đổi cầu tiền tệ.

Khi tổng sản phẩm là Y_1 , thì đường cong cầu tiền tệ là $M^d(Y_1)$: Nó nghiêng xuống bởi vì một lãi suất thấp hơn có nghĩa là phí thời cơ về giữ tiền là thấp hơn, do vậy lượng tiền được yêu cầu cao hơn. Thăng bằng trên thị trường tiền tệ đạt được tại điểm 1, tại đó lãi suất là i_1 . Khi tổng sản phẩm ở mức cao hơn, Y_2 , thì đường cong cầu tiền tệ di chuyển đến $M^d(Y_2)$, bởi vì mức sản phẩm cao hơn có nghĩa là tại bất kỳ một lãi suất đã cho nào thì lượng cầu tiền tệ cũng cao hơn.

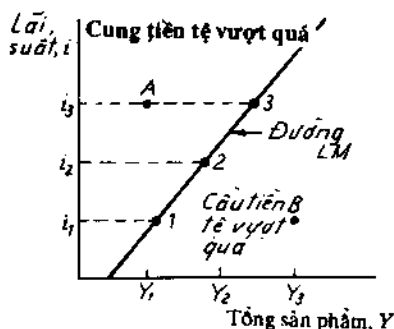
Thăng bằng trên thị trường tiền tệ bây giờ xuất hiện tại điểm 2, tại đó lãi suất ở mức cao hơn i_2 . Tương tự, một mức còn cao hơn của tổng sản phẩm, Y_3 , đưa đến kết quả là một mức thậm chí còn cao hơn của lãi suất thăng bằng, i_3 .

Hình (b) phác họa các lãi suất thăng bằng tương ứng với các mức sản phẩm khác nhau, với các điểm 1, 2 và 3 tương ứng với các điểm thăng bằng 1, 2 và 3 trên hình (a). Đường nối liền những điểm đó là đường cong LM. Đường này cho

thấy sự kết hợp của các lãi suất và sản phẩm theo đó mà thị trường tiền tệ thăng bằng⁽⁷⁾. Đường nghiêng dương tăng lên vì sản phẩm cao hơn làm tăng cầu tiền tệ và do vậy làm tăng lãi suất thăng bằng.



(a) Thị trường tiền tệ



(b) Đường LM

Hình 24.8. Lập đường LM. Hình (a) cho thấy các mức thăng bằng của lãi suất ở thị trường tiền tệ, nó tăng khi tổng sản phẩm ở tại Y_1 , Y_2 và Y_3 . Hình (b) phác họa 3 mức của lãi suất thăng bằng i_1 , i_2 và i_3 , tương ứng với 3 mức đo của sản phẩm: đường nối liền những điểm đó là đường LM.

Đường LM nói gì với chúng ta. Đường LM vạch ra những điểm thỏa mãn điều kiện thăng bằng thị trường tiền tệ, rằng lượng tiền tệ được yêu cầu bằng lượng tiền tệ được cung ứng. Đối với mỗi mức đã cho của tổng sản phẩm, đường cong LM nói cho chúng ta rằng lãi suất phải bằng cái gì để có được sự thăng bằng trên thị trường tiền tệ. Vì tổng sản phẩm tăng, cầu tiền tệ tăng và lãi suất tăng, làm cho cầu tiền tệ bằng cung tiền tệ và thị trường tiền tệ được thăng bằng.

Cũng giống như nền kinh tế có xu hướng tiến đến các điểm thăng bằng do đường cong IS đại diện, nên nó cũng chuyển động theo hướng các điểm thăng bằng trong đường cong LM. Nếu nền kinh tế nằm trong vùng bên trái của đường

(7) Hicks cho đường cong này các chữ đầu LM để chỉ nó đại diện cho sự kết hợp của lãi suất và sản phẩm mà theo đó cầu tiền tệ (mà Keynes ký hiệu là L để đại diện cho sự ưa thích tiền mặt) bằng cung tiền tệ (M).

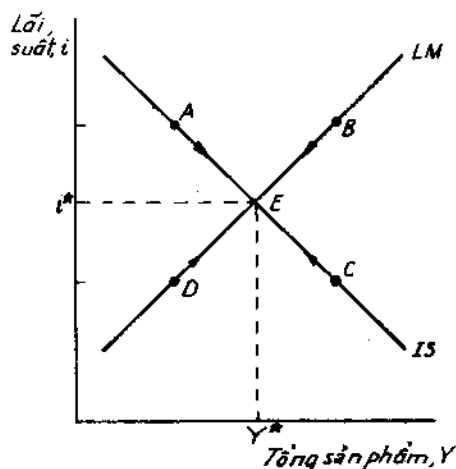
cong LM , thì có một cung tiền tệ vượt quá. Chẳng hạn tại điểm A, lãi suất ở trên mức thăng bằng, và dân chúng nắm giữ nhiều tiền hơn là họ muốn. Để loại bỏ số dư tiền vượt quá của mình, họ sẽ mua trái khoán, làm cho giá trái khoán tăng lên và lãi suất của chúng giảm xuống (mối quan hệ ngược lại giữa giá trái khoán và lãi suất trái khoán được bàn đến trong Chương 4). Khi mà vẫn còn tồn tại cung tiền tệ vượt quá, thì lãi suất sẽ giảm xuống cho đến khi nó nằm trên đường cong LM .

Nếu nền kinh tế nằm trong vùng bên phải của đường cong LM , thì có cầu tiền tệ vượt quá. Tại điểm B, chẳng hạn, lãi suất nằm dưới mức thăng bằng và dân chúng muốn giữ nhiều tiền hơn là bình thường. Để có tiền, họ sẽ bán trái khoán, làm cho giá trái khoán tụt xuống và lãi suất trái khoán tăng lên. Quá trình này chỉ sẽ chấm dứt khi lãi suất tăng lên đến điểm thăng bằng trên đường cong LM .

CÁCH TIẾP CẬN $ISLM$ ĐẾN TỔNG SẢN PHẨM VÀ LÃI SUẤT

Bây giờ khi đã rút ra được các đường cong IS và LM , chúng ta có thể đặt chúng vào cùng một đồ hình (Hình 24.9) để tạo nên một mô hình có khả năng giúp chúng ta xác định cả tổng sản phẩm và lãi suất. Điểm duy nhất mà tại đó thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ cũng thăng bằng là điểm cắt nhau của các đường IS và LM , điểm E. Tại điểm này, tổng sản phẩm bằng tổng cầu (IS) và lượng tiền được yêu cầu bằng lượng tiền được cung ứng (LM). Tại bất kỳ một điểm nào khác trên đồ hình thì ít nhất một trong những điều kiện thăng bằng đó không được thỏa mãn và các lực lượng thị trường vận động nền kinh tế hướng về mức thăng bằng "chung", điểm E.

Để hiểu điều đó hoạt động như thế nào, chúng ta hãy xem cái gì xảy đến nếu nền kinh tế nằm tại điểm A. Điểm này nằm trên đường IS nhưng không nằm trên đường LM . Ngay cả mặc dù tại điểm A thị trường hàng hóa là thăng bằng do vậy tổng sản phẩm bằng tổng cầu, lãi suất nằm trên mức thăng bằng của nó, do vậy cầu tiền tệ ít hơn cung tiền tệ. Do dân chúng có nhiều tiền hơn là họ muốn giữ, nên họ tìm cách loại bỏ tiền đi, bằng cách mua trái khoán. Kết quả giá trái khoán tăng lên làm lãi suất giảm xuống, lãi suất giảm lại làm cho chi tiêu đầu tư cũng như xuất khẩu ròng tăng lên và như vậy tổng sản phẩm tăng lên. Nền kinh tế lúc này chuyển động xuống dọc theo đường IS và quá trình này tiếp tục cho



Hình 24.9. Đồ hình ISLM : Xác định đồng thời sản phẩm và lãi suất.

Chỉ tại điểm E, thì lãi suất là i^* và sản phẩm là Y^* mới có sự thăng bằng đồng thời trên thị trường hàng hóa (như được đo bởi đường IS) và trên thị trường tiền tệ (như được đo bởi đường cong LM). Tại các điểm khác như A, B, C hoặc D, một trong hai thị trường không được thăng bằng, và có một hướng về điểm thăng bằng E.

đến khi lãi suất xuống đến i^* và tổng sản phẩm tăng đến Y^* , nghĩa là, cho đến khi nền kinh tế thăng bằng tại điểm E.

Nếu nền kinh tế nằm trên đường LM mà không nằm trên đường IS tại điểm B, thì nó cũng hướng đến thăng bằng tại điểm E. Tại điểm B, ngay cả khi mặc dù cầu tiền tệ bằng cung tiền tệ, sản phẩm cao hơn mức thăng bằng và vượt quá tổng cầu. Các hãng kinh doanh như vậy không có khả năng bán tất cả sản phẩm của mình và tồn kho không có kế hoạch bị tích dồn lại, thúc đẩy các hãng cắt sản xuất và hạ thấp lượng sản phẩm. Sự giảm sản phẩm có nghĩa là cầu tiền tệ sẽ giảm; làm cho lãi suất hạ xuống. Do vậy nền kinh tế vận động xuống dọc theo đường LM cho đến khi nó đạt điểm thăng bằng E.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để kiểm tra sự hiểu biết của bạn về việc tại sao nền kinh tế hướng về điểm thăng bằng E tại điểm cắt nhau của hai đường IS và LM, hãy xem thử bạn có thể tìm được cách lập luận đằng sau sự vận động đến điểm E từ các điểm như C và D chẳng hạn trên hình.

Cuối cùng chúng ta đã phát triển mô hình, hình ISLM, nói cho chúng ta biết lãi suất và tổng sản phẩm được xác định như thế nào, khi mức giá cả là cố định. Mặc dù chúng ta đã chứng minh là nền kinh tế sẽ hướng về mức tổng sản phẩm Y^* , nhưng không có lý lẽ để cho rằng tại mức đó của tổng sản phẩm, nền kinh tế đang trong tình trạng công ăn việc làm đầy đủ. Nếu tỷ lệ thất nghiệp quá cao, những người hoạch định chính sách của chính phủ có thể muốn tăng tổng sản

phẩm để giảm thất nghiệp. Công cụ *ISLM* chỉ ra rằng họ có thể làm điều đó bằng cách vận dụng chính sách tiền tệ và chính sách thuế. Cách phân tích theo *ISLM* về việc chính sách tiền tệ và chính sách thuế có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế như thế nào sẽ được bàn đến trong Chương 25.

TÓM TẮT

1. Trong khuôn mẫu đơn giản của Keynes, trong đó mức giá cả là cố định, sản phẩm được quyết định bởi điều kiện thăng bằng trên thị trường hàng hóa là tổng sản phẩm bằng tổng cầu. Tổng cầu bằng tổng số của chi tiêu tiêu dùng, chi tiêu đầu tư có kế hoạch, và xuất khẩu ròng. Chi tiêu tiêu dùng được mô tả bởi hàm số tiêu dùng, hàm số này chỉ ra rằng chi tiêu tiêu dùng sẽ tăng lên vì thu nhập sẵn sàng để sử dụng tăng lên. Việc phân tích của Keynes chỉ ra rằng tổng sản phẩm liên hệ thuận (dương) với chi tiêu tiêu dùng tự định, chi tiêu đầu tư có kế hoạch, chi tiêu của chính phủ và xuất khẩu ròng trong khi nó liên hệ nghịch (âm) với mức thuế. Một sự thay đổi của bất kỳ nhân tố nào trong các nhân tố đó dẫn đến, thông qua số nhân chi tiêu, một sự thay đổi gấp bội trong tổng sản phẩm.

2. Mô hình *ISLM* xác định tổng sản phẩm và lãi suất cho một mức giá cả cố định sử dụng các đường *IS* và *LM*. Đường *IS* vạch ra những sự kết hợp của lãi suất và tổng sản phẩm và theo đó thị trường hàng hóa được thăng bằng. Đường *IS* nghiêng xuống do lãi suất cao hơn làm giảm chi tiêu đầu tư có kế hoạch và do vậy giảm sản phẩm thăng bằng. Đường *LM* nghiêng lên vì tổng sản phẩm cao hơn làm tăng cầu tiền tệ và do vậy làm tăng lãi suất thăng bằng.

3. Việc xác định, đồng thời sản phẩm và lãi suất xảy ra tại điểm cắt nhau của các đường *IS* và *LM*, tại đó thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ là thăng bằng. Tại bất kỳ mức nào khác của lãi suất và sản phẩm, ít nhất một trong hai thị trường sẽ không thăng bằng và các lực sẽ chuyển nền kinh tế hướng về điểm thăng bằng "chung" tại điểm cắt nhau của hai đường *IS* và *LM*.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Hãy tính các trị giá của hàm số tiêu dùng tại mỗi mức của thu nhập sẵn sàng để sử dụng trong Bảng 24.1, nếu $a = 100$ và $mpc = 0,9$.

*2. Tại sao các công ty cắt giảm sản xuất khi họ phát hiện rằng đầu tư lưu động không có kế hoạch của họ lùn hơn không? Nếu họ

không cắt sản xuất thì nó sẽ có ảnh hưởng gì đến lợi nhuận của họ? Tại sao?

3. Phác họa hàm số tiêu dùng $C = 100 + (1,75 \times Y$ trên giấy vẽ:

a) Giả định không có khu vực nhà nước, nếu chi tiêu đầu tư có kế hoạch là 200 thì

mức thẳng bằng của tổng sản phẩm là thế nào ? Về mức thẳng bằng đó trên đồ hình mà bạn đã lập ra.

b/ Nếu các nhà kinh doanh bị quan hơn hơn về tính doanh lợi của đầu tư và chi tiêu đầu tư có kế hoạch giảm xuống 100, thì cái gì sẽ xảy ra cho mức thẳng bằng của sản phẩm ?

* 4. Nếu hàm số tiêu dùng là $C = 100 + 0,8 \times Y$ và chi tiêu đầu tư có kế hoạch là 200, thì mức thẳng bằng của sản phẩm là gì ? Nếu đầu tư có kế hoạch giảm 100, thì mức sản phẩm sụt xuống bao nhiêu ?

5. Tại sao các số nhân trong các bài tập 3 và 4 khác nhau ? Hãy giải thích bằng trực giác tại sao cái này lại cao hơn cái kia ?

*6. Nếu các hãng kinh doanh bất ngờ trở thành lác quan hơn về tính doanh lợi của đầu tư làm cho chi tiêu đầu tư có kế hoạch tăng 100 tỷ đôla trong khi các người tiêu dùng trở thành bị quan hơn làm cho chi tiêu tiêu dùng tự định giảm 100 tỷ đôla, thì cái gì xảy ra cho tổng sản phẩm ?

7. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn : "Một sự tăng lên 100 tỷ đôla trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch đồng thời với sự giảm xuống 50 tỷ đôla trong chi tiêu tiêu dùng tự định có cùng một ảnh hưởng như nhau đối với tổng sản phẩm như một sự tăng lên 50 tỷ đôla trong chi tiêu tiêu dùng tự định."

*8. Nếu hàm số tiêu dùng là $C = 100 + 0,75 \times Y$, $I = 200$, và chi tiêu của chính phủ là 200, thì mức thẳng bằng của sản phẩm sẽ là thế nào ? Chứng minh câu trả lời của bạn với đồ hình chéo của Keynes là cái gì xảy ra cho tổng sản phẩm nếu chi tiêu của chính phủ tăng 100 ?

9. Nếu xu hướng cận biên để tiêu dùng là 0,5, thì chi tiêu của chính phủ phải tăng lên bao nhiêu để làm tăng sản phẩm lên thêm 1.000 tỷ đôla ?

*10. Giả định là những nhà hoạch định chính sách của chính phủ quyết định rằng họ sẽ thay đổi thuế để tăng tổng sản phẩm lên 400 tỷ đôla nữa và $mpc = 0,5$, thuế sẽ phải thay đổi bao nhiêu ?

11. Cái gì xảy ra cho tổng sản phẩm nếu cả thuế và chi tiêu của chính phủ đều giảm xuống 300 tỷ đôla và $mpc = 0,5$? hãy giải thích.

*12. Tổng sản phẩm sẽ tăng lên hay giảm xuống nếu một sự tăng lên trong chi tiêu tiêu dùng tự định lại được kết hợp với một sự tăng lên tương đương trong thuế.

13. Nếu một sự thay đổi trong lãi suất không có ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư có kế hoạch, hãy vạch ra cái gì xảy đến cho mức thẳng bằng của tổng sản phẩm khi lãi suất giảm. Điều đó hàm ý gì về độ nghiêng của đường cong IS ?

*14. Sử dụng đồ hình cung và cầu cho thị trường tiền tệ, hãy chỉ ra cái gì xảy ra có mức thẳng bằng của lãi suất vì tổng sản phẩm giảm. Điều đó hàm ý gì về độ nghiêng của đường LM ?

15. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn : "Nếu điểm mô tả sự kết hợp của lãi suất và tổng sản phẩm không nằm trên đường IS cũng không nằm trên đường LM . Vậy thì nền kinh tế sẽ không có xu hướng tiến về điểm cắt nhau của đường IS và đường LM ".

CHƯƠNG 25

Chính sách tiền tệ và chính sách tài chính trong mô hình *ISLM*

LỜI DẪN

Từ Thế chiến II, những nhà hoạch định chính sách của chính phủ cố gắng thúc đẩy tình hình công ăn việc làm cao mà không gây nên lạm phát. Nếu nền kinh tế chịu một cuộc suy thoái như đã xảy ra trong thời gian Irắc xâm lược Côét năm 1990, các nhà hoạch định chính sách có hai bộ công cụ chính để tác động đến hoạt động kinh tế : chính sách tiền tệ - kiểm soát lãi suất hoặc cung tiền tệ ; và chính sách tài chính - kiểm soát chi tiêu của chính phủ và thuế.

Mô hình *ISLM* có thể giúp các nhà hoạch định chính sách dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho tổng sản phẩm và lãi suất nếu họ quyết định tăng cung tiền tệ hoặc tăng chi tiêu của chính phủ. Theo cách này, việc phân tích *ISLM* có thể cho phép chúng ta trả lời một số vấn đề quan trọng về tính hữu dụng và tính hiệu quả của chính sách tiền tệ và chính sách tài chính đối với hoạt động kinh tế.

Nhưng chính sách nào tốt hơn ? Khi nào thì chính sách tiền tệ có hiệu quả nhất so với chính sách tài chính để kiểm soát mức của tổng sản phẩm và khi nào thì nó hiệu quả ít nhất ? Có phải chính sách tài chính sẽ có hiệu quả hơn nếu nó được chỉ đạo bằng cách thay đổi chi tiêu của chính phủ chứ không phải là thay đổi thuế. Phải chăng các nhà chức trách tiền tệ sẽ chỉ đạo chính sách tiền tệ bằng cách điều chỉnh cung tiền tệ hoặc lãi suất ?

Trong chương này chúng ta dùng mô hình *ISLM* để giúp trả lời những câu hỏi đó và hiểu xem mô hình đó sinh ra đường tổng cầu được mô tả nổi bật lên trong khuôn mẫu tổng cầu và tổng cung mà chúng ta sẽ xem xét trong Chương 26. Từ sự phân tích của chúng ta bạn sẽ hiểu tại sao các nhà kinh tế tập trung sự chú ý nhiều đến thế nào những vấn đề như tính ổn định của hàm số cầu tiền tệ và có phải là cầu tiền tệ bị lãi suất ảnh hưởng rất mạnh hay không.

Tuy nhiên, trước tiên chúng ta hãy xem xét mô hình *ISLM* chi tiết hơn để xem các đường *IS* và *LM* được trình bày trong Chương 24 di chuyển như thế nào và các hàm ý của những sự di chuyển đó. Hãy nhớ lại, chúng ta đang tiếp tục giả định rằng mức giá cả là cố định làm cho lượng thực tế và lượng danh nghĩa là như nhau.

CÁC NHÂN TỐ LÀM DI CHUYỂN ĐƯỜNG *IS*

Chúng ta đã biết rằng đường *IS* mô tả những điểm thăng bằng trên thị trường hàng hóa - những sự kết hợp của tổng sản phẩm với lãi suất theo đó tổng sản phẩm được sản xuất ra bằng tổng cầu. Đường *IS* di chuyển bất kỳ lúc nào một sự thay đổi trong các nhân tố tự định (độc lập của tổng sản phẩm) xảy ra mà không liên quan đến lãi suất. (Một sự thay đổi trong lãi suất ảnh hưởng đến tổng sản phẩm thăng bằng chỉ gây nên một sự vận động dọc theo đường *IS*). Chúng ta đã xác định 4 ứng cử viên cho các nhân tố tự định có thể làm di chuyển tổng cầu và do vậy ảnh hưởng đến mức của sản phẩm thăng bằng. Chúng ta có thể đặt câu hỏi những thay đổi trong mỗi nhân tố đó ảnh hưởng như thế nào đến đường *IS*.

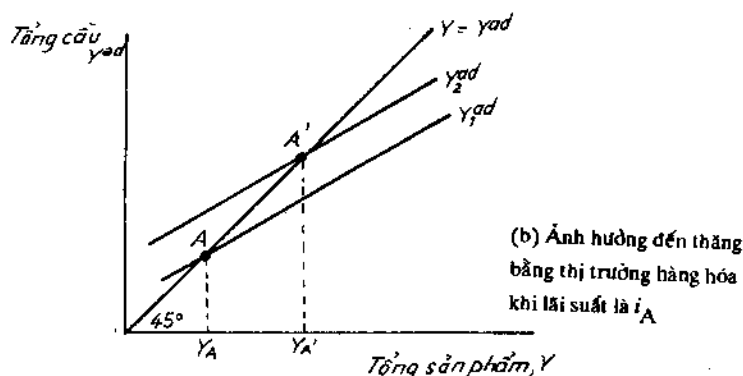
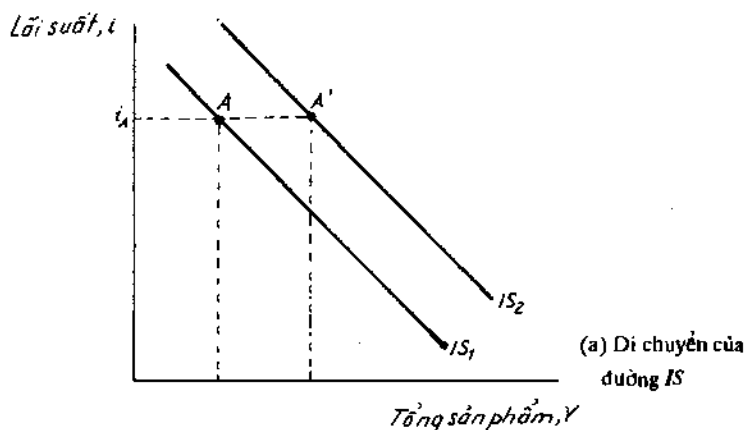
Những thay đổi trong chi tiêu tiêu dùng tự định. Một sự tăng trong chi tiêu tiêu dùng tự định di chuyển tổng cầu lên và di chuyển đường *IS* sang phải (xem Hình 25.1). Để xem sự di chuyển đó xảy ra như thế nào, hãy giả định là đường *IS* ban đầu tại IS_1 trong hình (a) và có một mô dấu lớn được phát hiện tại Wyoming, có lẽ chưa nhiều hơn Ả rập Xê út. Những người tiêu dùng bây giờ trở thành lạc quan hơn về tương lai của nền kinh tế, và chi tiêu tiêu dùng tự định tăng lên. Cái gì xảy ra cho mức thăng bằng của tổng sản phẩm như là kết quả của sự tăng lên đó trong chi tiêu tiêu dùng tự định, khi lãi suất được giữ không thay đổi tại i_A ?

Đường IS_1 nói cho chúng ta rằng tổng sản phẩm thăng bằng ở tại Y_A khi lãi suất ở tại i_A (điểm A). Hình (b) chỉ ra rằng điều đó là một sự thăng bằng trên thị trường hàng hóa bởi vì hàm số tổng sản phẩm (Y_1^{ad}) tại một lãi suất i_A vượt đường 45° , $Y = Y^{ad}$ tại một mức tổng sản phẩm Y_A . Khi chi tiêu tiêu dùng tự định tăng do

có sự phát hiện dầu mỏ, thì hàm số tổng cầu di chuyển lên đến Y_2 và sản phẩm thăng bằng tăng lên đến Y_A . Sự tăng lên đó trong sản phẩm thăng bằng từ Y_A đến Y_A khi lãi suất là i_A được phác họa trên hình (a) như là một sự chuyển động từ điểm A đến điểm A'. Việc phân tích tương tự có thể được áp dụng cho mọi điểm trên đường ban đầu IS_1 ; do vậy, việc tăng trong chỉ tiêu tiêu dùng tự định đi chuyển đường IS sang phải từ IS_1 sang IS_2 trên hình (a).

Một sự giảm xuống trong chỉ tiêu tiêu dùng tự định đảo ngược hướng của việc nghiên cứu. Đối với bất kỳ lãi suất nào đã cho, hàm số tổng cầu di chuyển xuống, mức thăng bằng của tổng sản phẩm giảm xuống, và đường IS di chuyển sang bên trái.

Hình 25.1. Di chuyển trong đường IS . Đường IS di chuyển từ IS_1 sang IS_2 như là kết quả của điều sau đây : 1) tăng trong chỉ tiêu tiêu dùng tự định ; 2) tăng chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch do lạc quan kinh doanh ; 3) tăng trong chỉ tiêu của chính phủ ; 4) giảm thuế ; 5) tăng trong xuất khẩu ròng không liên quan đến lãi suất. Hình (b) chỉ ra những thay đổi trong những nhân tố trên đưa đến việc đường IS di chuyển sang phải như thể nào bằng cách sử dụng đồ thị chéo của Keynes. Đối với bất kỳ lãi suất nào (ở đây là i_A) những thay đổi đó làm hàm số tổng cầu di chuyển lên và làm tăng sản phẩm thăng bằng từ Y_A đến Y_A .



Những thay đổi trong chi tiêu đầu tư không liên quan đến lãi suất. Trong Chương 24 bạn đã biết rằng những thay đổi trong lãi suất ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư có kế hoạch và từ đó đến mức thăng bằng của sản phẩm, nhưng sự thay đổi đó trong chi tiêu đầu tư chỉ gây nên một sự vận động dọc đường *IS* chứ không phải là một sự di chuyển. Một sự tăng lên trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch không liên quan đến lãi suất di chuyển hàm số tổng cầu lên, như trong hình (b) của Hình 25.1 (ví dụ, các công ty trở nên tin tưởng hơn về tính doanh lợi của đầu tư sau khi phát hiện mỏ dầu Wyoming). Đối với bất kỳ lãi suất nào đã cho, thì mức thăng bằng của tổng sản phẩm tăng lên và đường *IS* sẽ di chuyển sang phải như trong hình (a).

Một sự tụt xuống trong chi tiêu đầu tư, do các công ty trở nên bi quan hơn về tính doanh lợi của đầu tư, di chuyển hàm số tổng cầu xuống đối với bất kỳ lãi suất nào đã cho; mức thăng bằng của tổng sản phẩm giảm, làm di chuyển đường *IS* sang trái.

Những thay đổi trong chi tiêu của chính phủ. Một sự tăng lên trong chi tiêu của chính phủ cũng sẽ làm cho hàm số tổng cầu tại bất kỳ lãi suất nào đã cho di chuyển lên, như trong hình (b). Mức thăng bằng của tổng sản phẩm tăng với bất kỳ lãi suất nào đã cho, và đường *IS* di chuyển sang phải. Ngược lại, một sự giảm xuống trong chi tiêu của chính phủ di chuyển hàm số tổng cầu xuống và mức thăng bằng của sản phẩm giảm xuống, di chuyển đường *IS* sang trái.

Những thay đổi trong thuế. Khác với những thay đổi trong các nhân tố khác trực tiếp ảnh hưởng đến hàm số tổng cầu, một sự giảm thuế di chuyển hàm số tổng cầu bằng cách làm tăng chi tiêu tiêu dùng và di chuyển hàm số tổng cầu lên với bất kỳ một lãi suất nào đã cho. Một sự giảm thuế làm tăng mức thăng bằng của tổng sản phẩm tại bất kỳ lãi suất nào và di chuyển đường *IS* sang phải (như trong Hình 25.1). Tuy nhiên, hãy nhắc lại rằng một sự thay đổi thuế có một tác dụng nhỏ hơn đối với tổng cầu so với một sự thay đổi tương đương trong chi tiêu của chính phủ. Vì vậy, với một sự thay đổi đã cho trong thuế, đường *IS* sẽ di chuyển ít hơn so với một sự thay đổi tương đương trong chi tiêu của chính phủ.

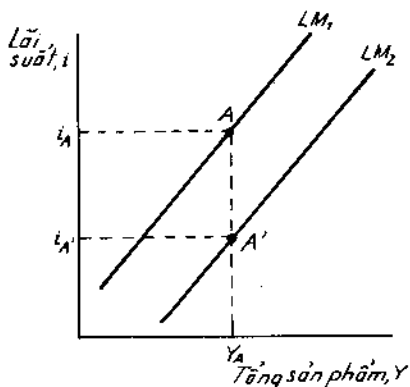
Một sự tăng lên của thuế giảm thấp hàm số tổng cầu và giảm mức thăng bằng của tổng sản phẩm tại mỗi một mức lãi suất. Do đó, một sự tăng lên trong thuế di chuyển đường *IS* sang trái.

Những thay đổi trong xuất khẩu ròng không liên quan đến lãi suất. Cũng như đối với chi tiêu đầu tư có kế hoạch, những thay đổi trong xuất khẩu

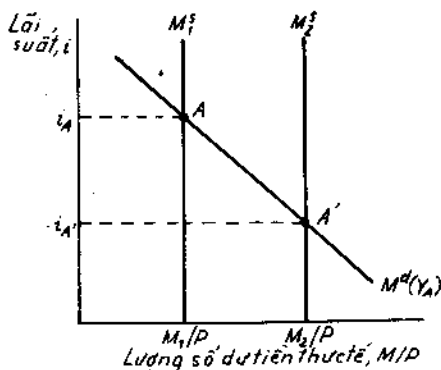
ròng phát sinh từ một thay đổi trong lãi suất chỉ gây nên một sự vận động dọc theo đường IS chứ không gây nên một sự di chuyển. Một sự tăng lên tự định trong xuất khẩu ròng không liên quan đến lãi suất, chẳng hạn do quân bò của Mỹ trở nên đẹp hơn quân bò của Pháp, di chuyển hàm số tổng cầu lên và làm cho đường IS di chuyển sang phải, như trong Hình 25.1. Ngược lại, một sự giảm xuống tự định trong xuất khẩu ròng di chuyển hàm số tổng cầu xuống và mức thăng bằng của sản phẩm giảm xuống. Di chuyển đường IS sang trái.

NHỮNG NHÂN TỐ LÀM DI CHUYỂN ĐƯỜNG LM

Đường LM mô tả những điểm thăng bằng trên thị trường tiền tệ; nghĩa là những sự kết hợp của tổng sản phẩm với lãi suất mà theo đó lượng tiền cầu bằng lượng tiền cung. Trong khi năm nhân tố có thể làm cho đường IS di chuyển (những thay đổi trong chỉ tiêu tiêu dùng tự định, chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch không liên quan đến lãi suất, chỉ tiêu của chính phủ, thuế và xuất khẩu ròng), thì chỉ có hai nhân tố có thể làm cho đường LM di chuyển: những thay đổi tự định trong cầu tiền tệ và những thay đổi trong cung tiền tệ. Những thay đổi trong hai nhân tố đó ảnh hưởng đến đường LM như thế nào?



(a) Di chuyển của đường LM



(b) Ảnh hưởng trên thị trường tiền tệ khi tổng sản phẩm không thay đổi tại Y_A

Hình 25.2. Di chuyển trên đường LM do tăng cung tiền tệ. Đường LM di chuyển sang phải từ LM_1 đến LM_2 khi cung tiền tệ tăng, bởi vì, như được chỉ ra trong hình (b), tại bất kỳ mức tổng sản phẩm nào đã cho (chẳng hạn Y_A) thì lãi suất thăng bằng giảm xuống (từ điểm A đến A').

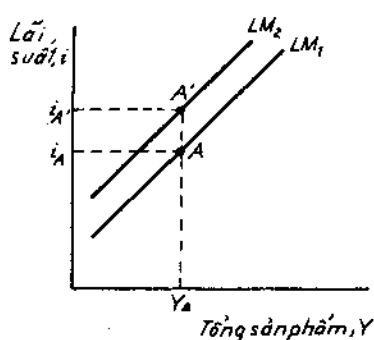
Những thay đổi trong cung tiền tệ. Một sự tăng lên trong cung tiền tệ di chuyển đường LM sang phải, như trong Hình 25.2. Để biết sự di chuyển đó xảy ra như thế nào, hãy giả định rằng đường LM ban đầu nằm tại LM_1 trong hình (a) và Dự trữ Liên bang tiến hành các việc mua trên thị trường tự do làm tăng cung tiền tệ. Nếu chúng ta xem xét điểm A nằm trên đường LM_1 ban đầu, chúng ta có thể xem xét cái gì xảy ra cho mức thăng bằng của lãi suất, giữ sản phẩm không đổi tại Y_A .

Hình (b) chứa đựng sơ đồ hình cầu và cung tiền tệ cho thị trường tiền tệ, mô tả lãi suất thăng bằng ban đầu là i_A tại điểm cắt nhau của đường cung tiền tệ (M_1^S) và đường cầu tiền tệ (M^d). Việc tăng của lượng cung tiền tệ di chuyển đường cung sang M_2^S và giữ sản phẩm không thay đổi tại Y_A , lãi suất thăng bằng giảm xuống đến i_A' . Trong hình (a) sự tụt xuống của lãi suất thăng bằng từ i_A sang i_A' được vẽ ra là một sự chuyển động từ điểm A sang điểm A' . Cách phân tích tương tự có thể áp dụng tại bất kỳ mức nào đã cho của tổng sản phẩm, lãi suất thăng bằng giảm xuống khi cung tiền tệ tăng lên. Như vậy LM_2 là thấp và nằm bên phải của LM_1 .

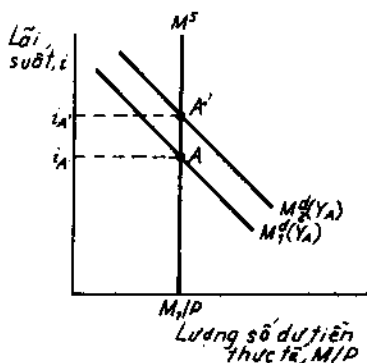
Đảo ngược lập luận này, một sự tụt xuống trong cung tiền tệ di chuyển đường LM sang trái. Một sự giảm xuống trong cung tiền tệ đưa đến kết quả là tình trạng thiếu tiền tại những điểm trên đường LM ban đầu. Điều kiện này của cầu tiền tệ vượt quá có thể được loại bỏ bằng cách tăng lãi suất, điều này giảm bớt lượng cầu tiền tệ cho đến khi nó bằng lượng cung tiền tệ.

Những thay đổi tự định trong cầu tiền tệ. Một sự tăng tự định trong cầu tiền tệ (không do một sự thay đổi trong mức giá cả, trong tổng sản phẩm hoặc trong lãi suất gây nên) di chuyển đường LM sang trái, như trong Hình 25.3. Xem điểm A trên đường LM ban đầu. Hãy giả định là một cuộc sụp đổ tài chính hàng loạt xảy ra, làm cho nhiều công ty phá sản. Bởi vì trái khoán trở thành một tài sản bị rủi ro nhiều hơn, dân chúng muốn chuyển từ việc gửi trái khoán sang gửi tiền, họ sẽ giữ nhiều tiền hơn với mọi lãi suất và mọi mức sản phẩm. Kết quả tăng lên trong cầu tiền tệ tại một mức sản phẩm Y_A được chỉ ra bằng việc di chuyển của đường cầu tiền tệ từ M_1^d sang M_2^d trong hình (b). Sự thăng bằng mới trên thị trường tiền tệ bây giờ chỉ ra rằng nếu tổng sản phẩm không thay đổi tại Y_A , thì lãi suất thăng bằng sẽ tăng đến i_A' , và điểm thăng bằng của thị trường tiền tệ chuyển từ A sang A' .

Ngược lại, một sự giảm xuống tự định trong cầu tiền tệ sẽ dẫn đến một sự di chuyển sang phải trong đường LM . Sự giảm xuống của cầu tiền tệ sẽ tạo nên một cung tiền tệ vượt quá, nó bị loại bỏ bởi một sự tăng lên trong lượng cầu tiền tệ do sự giảm xuống của lãi suất.



(a) Di chuyển trong đường LM

(b) Ảnh hưởng đối với thị trường tiền tệ khi tổng sản phẩm không thay đổi tại Y_A

Hình 25.3. Di chuyển trong đường LM khi cầu tiền tệ tăng. Đường LM di chuyển sang trái từ LM_1 đến LM_2 , khi cầu tiền tệ tăng, bởi vì, như được chỉ ra trong hình (b) tại bất kỳ mức nào đã cho của tổng sản phẩm (chẳng hạn Y_A) thì lãi suất tăng bằng tăng (điểm A đến A').

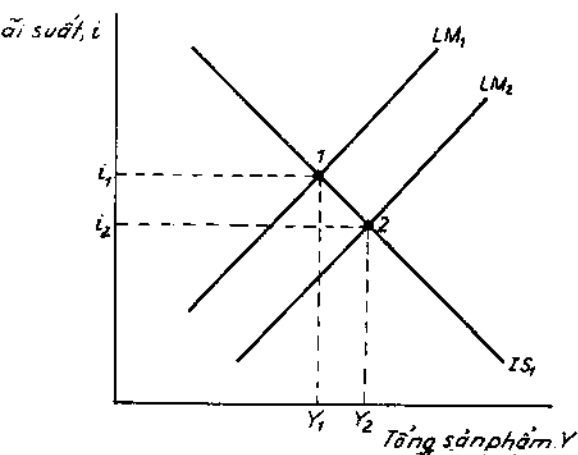
NHỮNG THAY ĐỔI TRONG MỨC THĂNG BẰNG CỦA LÃI SUẤT VÀ TỔNG SẢN PHẨM

Bây giờ bạn có thể sử dụng kiến thức về những nhân tố làm cho các đường IS và LM di chuyển để phân tích các mức thăng bằng của lãi suất và của tổng sản phẩm thay đổi như thế nào để đáp lại những thay đổi trong các chính sách tiền tệ và chính sách tài chính.

Đáp lại một sự thay đổi trong chính sách tiền tệ

Hình 25.4 minh họa sự đáp lại của sản phẩm và lãi suất đối với một sự tăng lên trong cung tiền tệ. Ban đầu, nền kinh tế trong thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ được thăng bằng tại điểm 1, là điểm cắt nhau của đường LM_1 và IS_1 . Giả định rằng tại mức tổng sản phẩm Y_1 là kết quả của tình hình trên, nền kinh tế bị thất nghiệp ở mức 20% và Dự trữ Liên bang quyết định phải cố gắng tăng sản phẩm và giảm thất nghiệp bằng cách tăng cung tiền tệ. Liệu việc Fed thay đổi chính sách tiền tệ có gây được tác động dự định hay không?

Việc tăng cung tiền tệ làm cho đường LM di chuyển sang LM_2 và điểm thăng bằng cho thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ chuyển sang điểm 2 (điểm cắt nhau của hai đường IS_1 và LM_2). Là kết quả của việc tăng trong cung tiền tệ, lãi suất giảm đến i_2 và tổng sản phẩm tăng lên đến Y_2 ; chính sách của Fed đã thành công trong việc cải thiện sự lành mạnh của nền kinh tế.



Hình 25.4. Đáp lại của tổng sản phẩm và lãi suất đối với việc tăng cung tiền tệ. Việc tăng trong cung ứng tiền tệ di chuyển đường LM sang phải từ LM_1 đến LM_2 ; nền kinh tế chuyển sang điểm 2 tại đó sản phẩm tăng đến Y_2 ; và lãi suất giảm xuống i_2 .

Để hiểu rõ tại sao tổng sản phẩm tăng và lãi suất giảm, hãy suy nghĩ xem một cách chính xác cái gì đã xảy ra khi chuyển từ điểm 1 sang điểm 2. Khi nền kinh tế nằm tại điểm 1, việc tăng lên của cung tiền tệ (di chuyển sang phải của đường LM), tạo nên một cung tiền tệ vượt quá, đưa đến kết quả sự sụt xuống của lãi suất. Việc sụt làm cho chi tiêu đầu tư và xuất khẩu ròng tăng lên, điều này lại làm tăng tổng cầu và tổng sản phẩm. Cung tiền tệ vượt quá bị loại bỏ khi nền kinh tế đạt đến điểm 2, bởi vì việc sản phẩm tăng lại là lãi suất giảm làm tăng lượng cầu tiền tệ cho đến khi nó bằng mức cao mới của cung tiền tệ.

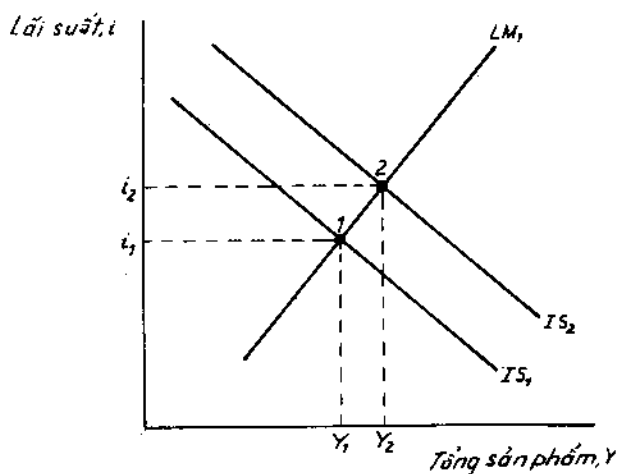
Một việc giảm xuống của cung tiền tệ làm đảo ngược quá trình trên; nó di chuyển đường LM sang trái, làm cho lãi suất tăng và sản phẩm giảm. Như vậy, **tổng sản phẩm liên hệ thuận với cung tiền tệ**; tổng sản phẩm mở rộng khi cung tiền tệ tăng lên và giảm xuống khi cung tiền tệ giảm xuống.

Đáp lại một sự thay đổi trong chính sách tài chính

Giả định Dự trữ Liên bang không thích tăng cung tiền tệ khi nền kinh tế bị thất nghiệp với tỷ lệ 20% tại điểm 1. Liệu chính phủ liên bang giải thoát được tình trạng này và điều chỉnh chi tiêu của chính phủ và thuế để tăng tổng sản phẩm và giảm thất nghiệp hay không?

Mô hình $ISLM$ chứng minh rằng họ có thể làm được. Hình 25.5 mô tả sự đáp

lại của sản phẩm và lãi suất đối với một chính sách tài chính bành trướng (tăng chi tiêu chính phủ và giảm thuế). Một sự tăng chi tiêu của chính phủ hoặc một sự giảm xuống của thuế làm cho đường IS di chuyển sang IS_2 , và điểm thăng bằng của thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ chuyển sang điểm 2 (điểm cắt nhau của hai đường IS_2 và LM_2). Kết quả của sự thay đổi chính sách thuế là một sự tăng lên của tổng sản phẩm đến Y_2 và một sự tăng của lãi suất sang i_2 . Hãy lưu ý sự khác nhau trong ảnh hưởng với lãi suất của chính sách bành trướng tài chính từ chính sách tiền tệ bành trướng. Trong trường hợp của chính sách tài chính bành trướng, thì lãi suất tăng, trong khi trong trường hợp chính sách tiền tệ bành trướng, thì lãi suất giảm.



Hình 25.5. Đáp lại của tổng sản phẩm và lãi suất đối với chính sách tài chính bành trướng. Chính sách tài chính bành trướng tăng chi tiêu chính phủ hoặc giảm thuế di chuyển đường IS sang phải từ IS_1 sang IS_2 , nên kinh tế chuyển sang điểm 2 và tổng sản phẩm tăng đến Y_2 , trong khi lãi suất tăng đến i_2 .

Tại sao một sự tăng lên của chi tiêu của chính phủ hoặc một sự sụt xuống của thuế làm cho nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang điểm 2, làm cho cả tổng sản phẩm và lãi suất tăng lên? Một sự tăng lên chi tiêu của chính phủ trực tiếp làm tăng tổng cầu, trong khi một sự giảm thuế làm cho nhiều thu nhập hơn được sẵn sàng để chi tiêu và làm tăng tổng sản phẩm bằng cách tăng chi tiêu tiêu dùng. Kết quả tăng lên của tổng cầu làm cho tổng sản phẩm tăng lên. Mức cao hơn của tổng sản phẩm làm tăng lượng cầu tiền tệ, gây nên một cầu tiền tệ vượt quá, điều này làm cho lãi suất tăng lên. Tại điểm 2 cầu

tiền tệ vượt quá do việc tăng tổng sản phẩm tạo nên đã bị loại trừ bởi lãi suất tăng, mà lãi suất tăng làm giảm thấp lượng cầu tiền tệ.

Một chính sách tài chính thắt chặt (giảm chi tiêu của chính phủ hoặc tăng thuế) làm đảo ngược quá trình được mô tả trong Hình 25.5; nó làm cho tổng cầu giảm xuống, điều này di chuyển đường IS sang trái và làm cho tổng sản phẩm và lãi suất giảm xuống. **Tổng sản phẩm và lãi suất là liên hệ thuận (dương) với chi tiêu của chính phủ và liên hệ nghịch (âm) với thuế.**

Hướng dẫn nghiên cứu

Để giúp cho việc nghiên cứu, Bảng 25.1 chỉ ra rằng ảnh hưởng đối với tổng sản phẩm và lãi suất của một thay đổi trong 7 nhân tố làm di chuyển đường *IS* và đường *LM*. Thêm vào đó Bảng 25.1 cung cấp các đồ hình mô tả lý do tại sao sản phẩm và lãi suất đáp lại. Cách học tốt nhất việc phân tích theo *ISLM* là bằng thực hiện các việc ứng dụng. Để có thực tiễn này bạn có thể cố gắng phát triển cách lập luận cho Bảng 25.1 của bạn trong đó mọi nhân tố giảm xuống chứ không tăng lên hoặc trả lời bài tập vào cuối chương này.

ỨNG DỤNG

TIẾN HÀNH CUỘC CHIẾN TRANH VIỆT NAM VÀ VIỆC TĂNG LÃI SUẤT 1965-1966

Từ đầu năm 1965 cho đến cuối năm 1966, Mỹ tăng một cách bí mật việc dính líu vào cuộc chiến tranh Việt Nam bằng cách tăng số binh sĩ tại Việt Nam từ dưới 25.000 lên trên 350.000. Việc tăng quân đội đưa đến kết quả là tăng chi tiêu quân sự rất nhiều, điều này làm tăng chi tiêu của chính phủ lên 46 tỷ đôla (đôla năm 1982) từ 1965 đến 1966 (từ 487 tỷ đôla lên 533 tỷ đôla). Mô hình *ISLM* của chúng ta dự đoán kết quả là cái gì sẽ xảy ra cho tổng sản phẩm và lãi suất?

Hình 25.6 chỉ ra rằng việc tăng chi tiêu của chính phủ phải di chuyển đường *IS* sang phải từ IS_1 đến IS_2 , trong khi đường *LM* vẫn không thay đổi bởi vì cung tiền tệ (M_1) vẫn giữ nguyên theo giá trị thực tế: 502 tỷ đôla theo đôla 1982 trong năm 1965 và 500 tỷ đôla theo đôla 1982, trong năm 1966. Như vậy mô hình *ISLM* dự đoán rằng nền kinh tế di chuyển từ điểm 1 sang điểm 2, tại đó cả GNP và lãi suất cùng tăng, và đó là đúng như điều đã xảy ra từ 1965 đến 1966. GNP tăng 120 tỷ đôla theo đôla 1982 (một bội số của 46 tỷ đôla tăng trong chi tiêu của chính phủ), từ 2.088 tỷ đôla lên 2.208 tỷ đôla, trong khi lãi suất của trái phiếu kho bạc 3 tháng tăng từ 3,95 lên 4,88%⁽¹⁾.

(1) Một cách giải thích khác về việc tại sao lãi suất tăng từ năm 1965 đến 1966 là do lạm phát chỉ tình tăng trong thời gian đó làm cho lãi suất danh nghĩa tăng. (xem Chương 6 về cách giải thích tại sao một sự tăng lên trong lạm phát do tính lạm tăng lãi suất danh nghĩa). Lưu ý rằng cách giải thích này và cách giải thích theo *ISLM* trên đây đã không phải là không khớp nhau: việc tăng trong lạm phát dự tính và việc di chuyển của đường *IS* sang phải có thể góp phần làm cho lãi suất tăng lên trong thời gian đó.

Bảng 25.1. Tóm tắt : Ảnh hưởng từ những nhân tố làm di chuyển đường *IS* và đường *LM*

Nhân tố và thay đổi	Đáp lại	Lý do	
$C \uparrow$	$Y \uparrow i \uparrow$	$C \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow \rightarrow$	<i>IS</i> sang phải
$I \uparrow$	$Y \uparrow i \uparrow$	$I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow \rightarrow$	<i>IS</i> sang phải
$G \uparrow$	$Y \uparrow i \uparrow$	$G \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow \rightarrow$	<i>IS</i> sang phải
$T \uparrow$	$Y \downarrow i \downarrow$	$T \uparrow \rightarrow C \downarrow \rightarrow Y^{ad} \downarrow \rightarrow$	<i>IS</i> sang trái
$NX \uparrow$	$Y \uparrow i \uparrow$	$NX \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow \rightarrow$	<i>IS</i> sang phải
$M^s \uparrow$	$Y \uparrow i \downarrow$	$M^s \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow$	<i>LM</i> sang phải
$M^d \uparrow$	$Y \downarrow i \uparrow$	$M^d \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow$	<i>LM</i> sang trái

Chú thích : Chỉ những sự tăng ($\uparrow$) trong các nhân tố được chỉ ra. Ảnh hưởng của những sự giảm xuống trong các nhân tố phải là đối lại của những cái được chỉ ra trong cột thứ hai.

Những nhà kinh tế lúc bấy giờ đồng ý rằng thuế cần phải được tăng lên để giữ cho nền kinh tế không bị quá nóng và để giảm lãi suất bằng cách di chuyển đường *IS* lui về bên trái. Điều không may là Tổng thống Lyndon Johnson nghĩ rằng về mặt chính trị không thể tăng thuế để chi cho một cuộc chiến tranh của Mỹ đã nhanh chóng trở thành không được dân chúng tán thành. Thuế đã không tăng cho đến năm 1968 và do vậy nền kinh tế quá nóng đã bùng nổ lạm phát và lãi suất cao đến mức kỷ lục.

TÍNH HIỆU QUẢ CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ ĐỐI LẠI VỚI CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH

Cuộc bàn luận của chúng ta về ảnh hưởng của chính sách tài chính và chính sách tiền tệ gợi ý rằng một chính phủ có thể dễ dàng đưa nền kinh tế ra khỏi suy thoái bằng cách thực hiện một trong nhiều chính sách (thay đổi cung tiền tệ, chi tiêu của chính phủ hoặc thuế). Nhưng những nhà hoạch định chính sách có thể quyết định như thế nào về một trong các chính sách phải dùng đó nếu đứng trước tình trạng thất nghiệp quá nhiều? Liệu họ có giảm thuế, tăng chi tiêu của chính phủ, tăng cung tiền tệ, hay làm tất cả ba cái đó hay không? Và nếu họ

quyết định tăng cung tiền tệ thì tăng bao nhiêu? Các nhà kinh tế không ý định được tất cả các câu giải đáp, và mặc dù mô hình *ISLM* sẽ không vạch ra con đường đạt đến điểm phúc kinh tế tổng hợp, nhưng nó có thể giúp cho các nhà hoạch định chính sách quyết định những chính sách nào có hiệu quả hơn cả trong tình huống nào.

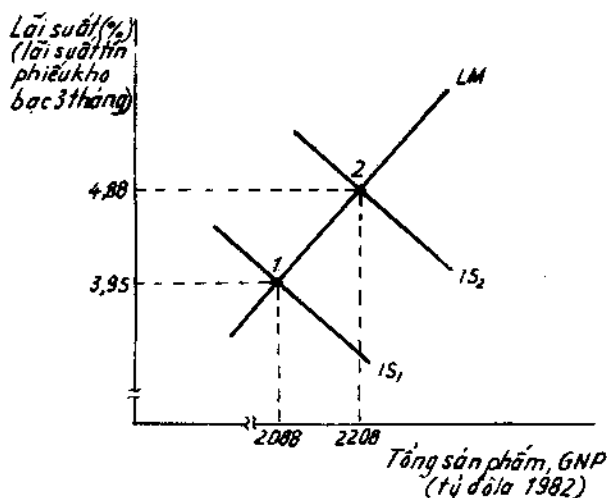
Khi nào thì chính sách tiền tệ có hiệu quả hơn chính sách tài chính?

Trường hợp chèn lấn hoàn toàn.

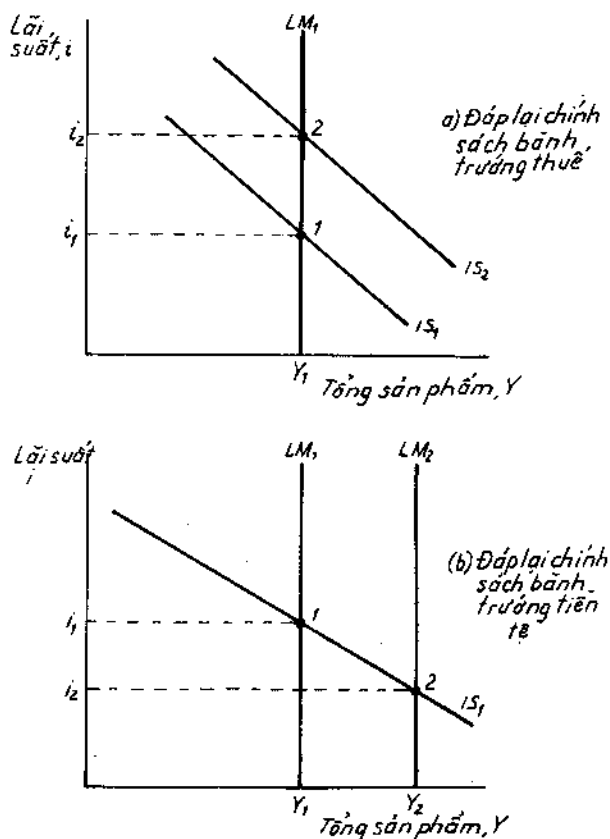
Mô hình *ISLM* được phát triển cho đến đây trong chương này chỉ ra rằng cả chính sách

tiền tệ và chính sách tài chính đều ảnh hưởng đến mức tổng sản phẩm. Để hiểu khi nào thì chính sách tiền tệ có hiệu quả hơn chính sách thuế, chúng ta sẽ xem xét một trường hợp đặc biệt của mô hình *ISLM* trong đó cầu tiền tệ không bị ảnh hưởng bởi lãi suất (cầu tiền tệ được coi là "không co dãn bởi lãi suất") do vậy chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến sản phẩm chứ chính sách tài chính không ảnh hưởng đến.

Hãy xem xét độ nghiêng của đường *ISLM* nếu cầu tiền tệ không bị những thay đổi của lãi suất ảnh hưởng đến, nếu điểm 1 trong hình (a) của Hình 25.7 là điểm mà ở đó lượng cầu bằng lượng cung tiền tệ, thì nó nằm trên đường *LM*. Nếu lãi suất tăng chẳng hạn đến i_2 , thì lượng cầu tiền tệ không bị ảnh hưởng, và nó sẽ tiếp tục bằng lượng không thay đổi của cung tiền tệ chỉ khi nào tổng sản phẩm giữ nguyên không thay đổi tại Y_1 (điểm 2). Sự thăng bằng trên thị trường tiền tệ sẽ xảy đến tại cùng một mức của tổng sản phẩm không phụ thuộc vào trị giá của lãi suất, và đường cong *LM* sẽ thẳng đứng, như đã được chỉ ra trong hai hình (a) và (b) của Hình 25.7.



Hình 25.6. Cuộc chiến tranh tiền hành ở Việt Nam và lãi suất tăng: 1965-1966. Chỉ tiêu quân sự tăng lên từ năm 1965 đến năm 1966 làm cho đường *IS* di chuyển sang phải từ IS_1 đến IS_2 ; nó chuyển nền kinh tế từ điểm 1 sang điểm 2, do đó làm tăng cả tổng sản phẩm vào lãi suất.



Hình 25.7. Tính hiệu quả của chính sách tiền tệ và chính sách tài chính khi cầu tiền tệ không bị ảnh hưởng bởi lãi suất. Khi cầu tiền tệ không bị ảnh hưởng bởi lãi suất thì đường LM là thẳng đứng. Trong hình a chính sách bành trướng tài chính tăng chi tiêu chính phủ hoặc giảm thuế di chuyển đường IS từ IS_1 đến IS_2 và để cho tổng sản phẩm không thay đổi tại Y_1 . Trong hình b tăng cung tiền tệ di chuyển đường LM từ LM_1 sang LM_2 và làm tổng sản phẩm tăng từ Y_1 sang Y_2 . Do đó, chính sách tiền tệ là có hiệu quả trong khi chính sách tài chính không có hiệu quả.

phẩm. Tại sao nó lại không xảy ra trong hình (a)? Câu trả lời là vì đường LM là thẳng đứng, việc di chuyển sang phải của đường IS làm tăng lãi suất đến i_2 , điều đó làm cho chi tiêu đầu tư và xuất khẩu ròng giảm xuống đủ để có thể hoàn toàn bù lại việc chi tiêu tăng lên do chính sách tài chính bành trướng. Một cách khác, chi tiêu tăng lên do chính sách tài chính bành trướng đã "chèn lấn" chi tiêu đầu tư và xuất khẩu ròng. Những cái này giảm xuống do lãi suất tăng. Tình hình mà

Giả định rằng nền kinh tế bị một tỷ lệ thất nghiệp cao, thì các nhà hoạch định chính sách tìm cách loại bỏ cái gì bằng chính sách tài chính hay bằng chính sách tiền tệ. Hình (a) mô tả cái gì xảy ra khi áp dụng chính sách bành trướng tài chính (tăng chi tiêu của chính phủ hay cắt giảm thuế), làm di chuyển đường IS sang phải từ IS_1 sang IS_2 . Như bạn có thể thấy trong hình (a) sự bành trướng tài chính không ảnh hưởng đến sản phẩm,

tổng sản phẩm vẫn ở tại điểm Y_1 khi nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang điểm 2.

Trong việc phân tích trước đây của chúng ta, chính sách tài chính bành trướng bao giờ cũng làm tăng tổng cầu và mức sản

trong đó chính sách tài chính bành trướng không dẫn đến tăng sản phẩm thường được coi là một trường hợp chèn lấn hoàn toàn ⁽²⁾.

Hình (b) chỉ ra cái gì xảy ra khi Dự trữ Liên bang cố gắng loại bỏ thất nghiệp cao bằng chính sách tiền tệ bành trướng (tăng cung tiền tệ). Ở đây đường cong LM di chuyển sang phải từ LM_1 sang LM_2 bởi vì tại mỗi mức lãi suất, sản phẩm phải tăng lên sao cho lượng cầu tiền tệ tăng lên để bù lại sự tăng lên của cung tiền tệ. Tổng sản phẩm tăng từ Y_1 lên Y_2 . (Nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang điểm 2) và chính sách bành trướng tiền tệ không ảnh hưởng đến tổng sản phẩm trong trường hợp này.

Chúng ta kết luận việc phân tích trong Hình 25.7 rằng nếu cầu tiền tệ không bị ảnh hưởng bởi những thay đổi trong lãi suất (cầu tiền tệ là "không co đàn đối với lãi"), thì chính sách tiền tệ có hiệu quả, trong khi chính sách tài chính không có hiệu quả. Một kết luận còn chung hơn có thể đạt được là : *Cầu tiền tệ càng ít nhạy cảm với lãi suất bao nhiêu thì chính sách tiền tệ càng có hiệu quả hơn chính sách tài chính bấy nhiêu*.

Do tính nhạy cảm của cầu tiền tệ đối với lãi là quan trọng cho các quyết định của những người hoạch định chính sách về việc sử dụng chính sách tiền tệ hay chính sách tài chính ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế, cho nên vấn đề đã được các nhà kinh tế nghiên cứu rộng rãi và đã là điểm tập trung của nhiều cuộc tranh luận : Hãy xem lại Chương 23, chương này bàn về những phát hiện về tính nhạy cảm của cầu tiền tệ đối với lãi.

ỨNG DỤNG

CHỈ TIÊU HÓA CUNG TIỀN TỆ ĐỐI LẠI

CHỈ TIÊU HÓA LÃI SUẤT

Mô hình $ISLM$ có những ý nghĩa quan trọng đối với một vấn đề được bàn luận trong Chương 20 : Liệu Dự trữ Liên bang có chỉ đạo chính sách tiền tệ của mình bằng việc sử dụng các công cụ chính sách của mình để "nhắm đúng" một chỉ tiêu

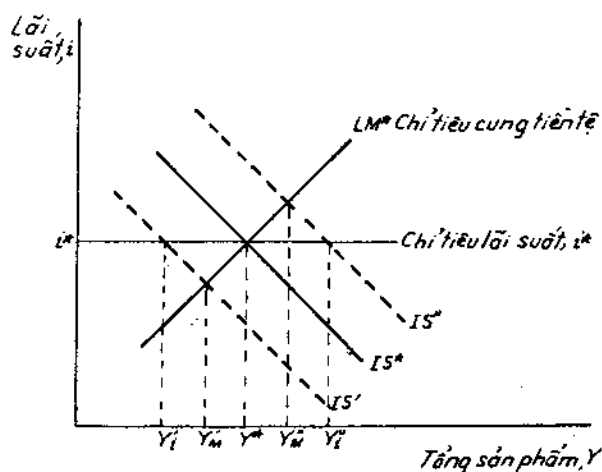
(2) Khi cầu tiền tệ bị ảnh hưởng của lãi suất, trường hợp thông thường mà đường LM nghiêng lên chứ không thẳng đứng, thì xảy ra một vài sự chèn lấn. Việc di chuyển sang phải của đường IS cũng làm tăng lãi suất việc này làm cho chỉ tiêu đầu tư và xuất khẩu ròng giảm đi phần nào. Tuy nhiên, như Hình 25.5 chỉ ra, việc tăng lên của lãi suất không đủ để làm giảm chỉ tiêu đầu tư và xuất khẩu ròng đến điểm mà tại đó tổng sản phẩm không tăng lên. Như vậy chính sách tài chính bành trướng làm tăng tổng sản phẩm và chỉ xảy ra chèn lấn "bộ phận".

cung tiền tệ (cố gắng làm cho cung tiền tệ ngang bằng một trị giá của chi tiêu) hoặc thay vào đó là sẽ cố gắng "nhắm đạt" một chỉ tiêu lãi suất hay không? Mô hình *ISLM* sẽ trả lời vấn đề đó.

Như chúng ta đã thấy trong Chương 19, Dự trữ Liên bang cố gắng nhằm đạt một chỉ tiêu cung tiền tệ, thì nó không thể đồng thời theo đuổi một chỉ tiêu lãi suất hoặc ngược lại; Fed có thể nhắm đạt chỉ tiêu này hoặc chỉ tiêu khác, chứ không thể cả hai. Do vậy, nó cần phải biết cái chỉ tiêu nào trong các chỉ tiêu đó sẽ tạo nên việc kiểm soát tổng sản phẩm chính xác hơn.

Ngược lại với cái thế giới trong sách giáo khoa mà bạn đã biết, ở đó đường *IS* và *LM* được giả định là cố định, thì trong thế giới thực tế là một thế giới của nhiều sự không chắc chắn, trong đó các đường *IS* và *LM* di chuyển bất ngờ vì những thay đổi không dự đoán trước được trong chi tiêu tự định và trong cầu tiền tệ. Để hiểu xem Fed sẽ sử dụng chỉ tiêu cung tiền tệ hay chỉ tiêu lãi suất, chúng ta cần nhìn xem hai trường hợp: thứ nhất, trường hợp trong đó sự không chắc chắn về đường *IS* lớn hơn nhiều so với sự không chắc chắn về đường *LM*, và thứ hai, trường hợp mà trong đó sự không chắc chắn về đường *LM* lớn hơn nhiều

so với sự không chắc chắn về đường *IS*.



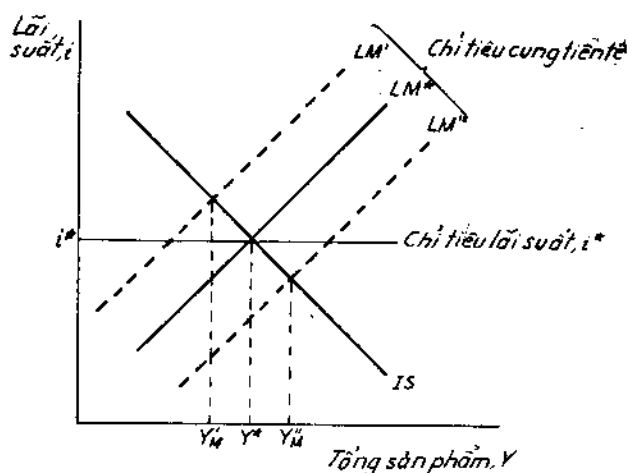
Hình 25.8. Chỉ tiêu cung tiền tệ và chỉ tiêu lãi suất khi đường *IS* không ổn định và đường *LM* ổn định. Đường *IS* không ổn định biến động giữa *IS'* và *IS''*. Chỉ tiêu cung tiền tệ gây nên những biến động nhỏ hơn trong sản phẩm (Y_N đến Y_M) so với những chỉ tiêu lãi suất (Y'_1 đến Y''_1). Do đó chỉ tiêu cung tiền tệ được ưa thích hơn.

Đồ hình *ISLM* trong Hình 25.8 minh họa kết quả cuối cùng của hai chiến lược chỉ tiêu hóa cho trường hợp mà trong đó đường *IS* không ổn định và không chắc chắn, trong khi đó đường *LM* là ổn định và chắc chắn. Nếu Fed dự tính là đường *IS* sẽ ở tại *IS** và muốn tổng sản phẩm là Y^* , thì nó sẽ ấn định chỉ tiêu lãi suất của mình tại i^* , do vậy mức dự tính của sản phẩm là Y^* . Chính sách chỉ tiêu hóa lãi suất tại i^* đó được gọi là "chỉ tiêu lãi suất". (Xin nhắc lại từ Chương 20 rằng Fed có thể nhắm đạt chỉ tiêu lãi suất của mình bằng cách mua và bán các trái khoán khi lãi suất khác với i^* . Khi lãi suất cao

hơn i^* , thì Fed mua trái khoán để tăng giá và làm giảm thấp lãi suất trở lại mức i^* . Khi lãi suất dưới i^* , thì Fed bán trái khoán để hạ giá cả và tăng lãi suất trở lại mức i^*).

Nếu thay vào đó, Fed theo đuổi một chỉ tiêu cung tiền tệ, nó sẽ ấn định cung tiền tệ sao cho đường LM đạt được tức là đường LM' , cắt đường IS^* tại mức sản phẩm mong muốn Y^* . Chính sách về việc chỉ tiêu hóa cung tiền tệ này được gọi là "chỉ tiêu cung tiền tệ".

Do đường IS không ổn định, nên nó biến động giữa IS và IS^* , làm cho tổng sản phẩm biến động giữa Y' và Y^* , có lợi cho chính sách chỉ tiêu lãi suất, hoặc giữa Y_M và Y^* có lợi chính sách chỉ tiêu cung tiền tệ. Như bạn có thể thấy trong hình, chỉ tiêu cung tiền tệ dẫn đến những biến động của sản phẩm chung quanh mức mong muốn, nhỏ hơn so với những biến động do chỉ tiêu lãi suất gây nên. Sự di chuyển sang phải của đường IS đến IS^* , chẳng hạn, làm cho lãi suất tăng lên, theo chỉ tiêu cung tiền tệ đã cho, và sự tăng lên đó của lãi suất đưa đến một mức thấp hơn của chỉ tiêu đầu tư và xuất khẩu ròng, và do vậy đến một tăng trong tổng sản phẩm nhỏ hơn là mức xảy ra với chỉ tiêu lãi suất. Bởi vì những



Hình 25.9 Các chỉ tiêu cung tiền tệ và lãi suất khi đường LM không ổn định và đường IS ổn định. Đường LM không ổn định biến động giữa LM và LM' chỉ tiêu cung tiền tệ gây nên những biến động lớn hơn trong sản phẩm (Y_M đến Y_M'') là chỉ tiêu lãi suất (nó để cho sản phẩm cố định tại Y^*). Do đó chỉ tiêu lãi suất được ưa thích.

biến động nhỏ hơn của sản phẩm là được mong muốn cho nên kết luận là nếu đường IS là không ổn định hơn đường LM , thì chỉ tiêu cung tiền tệ là được ưa thích.

Kết luận của hai chiến lược chỉ tiêu hóa trong trường hợp đường IS ổn định và đường LM không ổn định, được minh họa trong Hình 25.9. Lại nữa, các chỉ tiêu lãi suất và cung tiền tệ được ấn định sao cho mức dự tính của tổng sản phẩm ngang bằng mức mong muốn Y^* . Vì đường LM bây giờ là không ổn định, nếu nó biến động giữa LM và LM' ngay cả khi cung tiền tệ là ổn định ;

làm cho tổng sản phẩm biến động giữa Y_M và Y_M . Chỉ tiêu lãi suất, mặt khác, không bị ảnh hưởng bởi sự không chắc chắn về đường LM bởi vì nó được ấn định bằng cách Fed điều chỉnh cung tiền tệ bất kỳ lúc nào mà lãi suất có ý định tách rời khỏi mức i^* . Do vậy ảnh hưởng duy nhất của đường LM , là cung tiền tệ biến động nhiều hơn do kết quả của chính sách chỉ tiêu lãi suất. Kết quả của chỉ tiêu lãi suất là sản phẩm sẽ ở đúng mức mong muốn mà không biến động. Do người ta mong muốn có những biến động nhỏ hơn, cho nên kết luận rút ra từ Hình 25.9 là ***nếu đường LM là không ổn định hơn đường IS , thì một chỉ tiêu lãi suất là được ưa thích.***

Milton Friedman và những người theo ông ta cố gắng tin rằng hàm số cầu tiền tệ và do đó đường LM là ổn định, và họ kết luận rằng một chỉ tiêu cung tiền tệ lúc nào cũng tốt hơn là một chỉ tiêu lãi suất. Những người theo thuyết Keynes ít tin tưởng hơn vào tính ổn định của hàm số cầu tiền tệ và rất có thể ủng hộ một chỉ tiêu lãi suất. Điều này đặc biệt đúng trong những năm 1980 bởi vì hàm số cầu tiền tệ chứng tỏ rất không ổn định - một kết quả của việc nảy nở nhanh chóng nhiều phương tiện tài chính mới mà sự hiện diện của chúng ảnh hưởng đến cầu tiền tệ (xem Chương 23). Tuy nhiên đều quan trọng là thừa nhận rằng nhân tố thiết yếu trong việc quyết định chỉ tiêu nào là được ưa thích là tính không ổn định tương đối của các đường IS và LM . Mặc dù đường LM mới đây đã không ổn định, nhưng chứng cứ ủng hộ một đường IS ổn định vẫn còn yếu. Tính không ổn định mới đây của hàm số cầu tiền tệ không tự động có nghĩa là các chỉ tiêu cầu tiền tệ sẽ bị bãi bỏ thay bằng một chỉ tiêu lãi suất⁽³⁾

MÔ HÌNH $ISLM$ VÀ ĐƯỜNG TỔNG CẦU

Cho đến đây trong việc phân tích $ISLM$, chúng ta đã giả định rằng mức giá cả

(3) Việc phân tích tiến hành cho đến nay giả định rằng mức giá cả là ổn định. Một cách thực tế hơn, khi mức giá cả có thể thay đổi do vậy có sự không chắc chắn về lạm phát dự tính, thì trường hợp tân thành một chỉ tiêu lãi suất thậm chí còn yếu hơn. Như chúng ta đã học trong Chương 4 và 6, lãi suất thích hợp hơn cho những quyết định đầu tư là lãi suất thực tế (lãi suất danh nghĩa trừ lạm phát dự tính) chứ không phải là lãi suất danh nghĩa. Như vậy, khi lạm phát dự tính tăng, với mỗi mức lãi suất danh nghĩa đã cho, lãi suất thực tế giảm xuống còn đầu tư và xuất khẩu ròng tăng lên, di chuyển đường IS sang phải. Tương tự như vậy, một sự giảm xuống trong lạm phát dự tính làm tăng lãi suất thực tế tại mỗi mức lãi suất danh nghĩa đã cho, làm cho đầu tư và xuất khẩu ròng giảm xuống, và di chuyển đường IS sang trái. Vì, trong thế giới thực tế, lạm phát dự tính phải chịu những biến động lớn, nên đường IS trong Hình 25.9 cũng sẽ có những biến động mạnh, làm cho rất ít có khả năng là chỉ tiêu lãi suất tốt hơn là chỉ tiêu cung tiền tệ.

là cố định, làm cho các giá trị danh nghĩa và thực tế là như nhau. Trong thế giới thực tế, mức giá cả biến động rất lớn; do vậy chúng ta cần đặt câu hỏi việc phân tích *ISLM* bị ảnh hưởng như thế nào khi mức giá cả thay đổi. Khi chúng ta tiến hành việc phân tích *ISLM* với một mức giá cả thay đổi, chúng ta phát hiện rằng vì mức giá cả giảm xuống nên mức tổng sản phẩm tăng lên. Như vậy chúng ta có được một mối quan hệ giữa mức giá cả và lượng tổng sản phẩm vì đó mà thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ được thăng bằng, được gọi là **đường tổng cầu**. Đường tổng cầu là một yếu tố trung tâm trong việc phân tích tổng cung và tổng cầu của Chương 26, điều này cho phép chúng ta giải thích những thay đổi không những chỉ trong tổng sản phẩm, mà còn trong mức giá cả nữa.

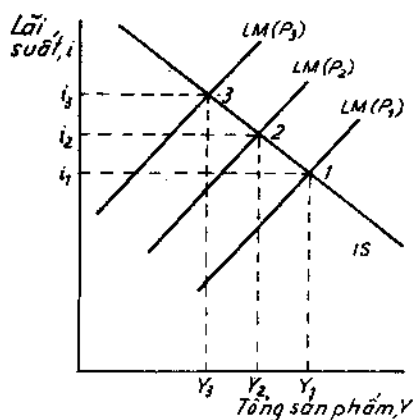
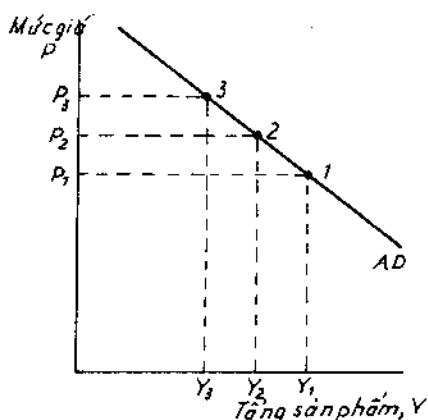
Bởi vì bây giờ chúng ta muốn xem xét cái gì xảy ra khi mức giá cả thay đổi, chúng ta không còn có thể giả định rằng các trị giá thực tế và danh nghĩa là như nhau. Các biến cố chỉ tiêu ảnh hưởng đến đường *IS* (chỉ tiêu tiêu dùng, chỉ tiêu đầu tư, chỉ tiêu chính phủ và xuất khẩu ròng) mô tả cầu hàng hóa và dịch vụ được tính bằng giá trị hiện vật; nghĩa là, chúng mô tả những lượng hiện vật của hàng hóa mà người ta muốn mua. Vì những lượng này không thay đổi khi mức giá cả thay đổi, cho nên một sự thay đổi trong mức giá cả không ảnh hưởng đến đường *IS*, đường này mô tả những sự kết hợp của lãi suất và tổng sản phẩm theo giá trị hiện vật thỏa mãn được sự thăng bằng của thị trường hàng hóa.

Mặt khác, đường *LM* được thỏa mãn bởi những thay đổi trong mức giá cả vì thuyết ưa thích tiền mặt qui định rằng cầu tiền tệ theo giá trị hiện vật phụ thuộc vào thu nhập thực tế và lãi suất. Điều này có ý nghĩa vì tiền được định giá theo cái mà nó có thể mua. Tuy nhiên, cung tiền tệ mà bạn đọc trên báo chí không phải là cung tiền tệ theo giá trị hiện vật, mà đó là một lượng danh nghĩa. Nếu mức giá cả giảm xuống 50% chẳng hạn, thì với cung tiền tệ không thay đổi, giá trị của cung tiền tệ theo giá trị thực tế tăng lên (gấp đôi) bởi vì nó có thể dùng để mua nhiều hàng hóa và dịch vụ hơn. Do vậy, ảnh hưởng của đường *LM*, cũng giống y như ảnh hưởng của một sự tăng lên trong cung tiền tệ, mức giá cả được giữ cố định. Giá trị cao hơn của cung tiền tệ thực tế tạo ra một cung tiền tệ vượt quá, làm cho lãi suất giảm xuống tại bất kỳ mức tổng sản phẩm nào đã cho, và đường *LM* di chuyển sang phải (xem Hình 25.2).

Lập đường tổng cầu

Bây giờ; khi bạn đã hiểu một sự thay đổi trong mức giá cả ảnh hưởng như thế nào đến các đường *IS* và *LM*, chúng ta có thể phân tích cái gì xảy ra trên đồ hình *ISLM* khi mức giá cả thay đổi. Bài tập này được thực hiện trong Hình 25.10.

Hình (a) có một đồ hình *ISLM* theo một giá trị đã cho của cung tiền tệ danh nghĩa. Trước tiên, chúng ta hãy xem xét một mức giá cả P_1 , đường *LM* tại mức giá này được ghi là $LM(P_1)$, và nó cắt đường *IS* tại điểm 1, tại đó sản phẩm là Y_1 . Mức thăng bằng của sản phẩm Y_1 xảy ra khi mức giá cả là P_1 cũng được phát họa trong hình (a) tại điểm 1. Nếu mức giá cả tăng lên đến P_2 thì theo giá trị thực tế, cung tiền tệ giảm xuống. Ảnh hưởng trên đường *LM* là tương đương như một sự giảm xuống của cung tiền tệ danh nghĩa khi mức giá cả là cố định; đường *LM* sẽ di chuyển sang $LM(P_2)$. Mức thăng bằng mới của sản phẩm giảm xuống đến Y_2 bởi vì đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng giảm xuống khi lãi suất tăng. Điểm 2 trong hình (b) phác họa mức sản phẩm đó với mức giá cả P_2 . Một sự tăng lên hơn nữa của mức giá cả đến P_3 làm cho cung tiền tệ giảm xuống nữa, dẫn đến một sự giảm xuống nữa của đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng, và sản phẩm giảm đến Y_3 . Điểm 3 trong hình (b) phác họa mức đó của sản phẩm với mức giá cả P_3 .

(a) Đồ hình *ISLM*

(b) Đường tổng cầu

Hình 25.10. Lập đường tổng cầu. Đồ hình trong hình (a) chỉ ra rằng vì mức giá cả tăng từ P_1 lên P_2 , P_3 , cho nên đường *LM* di chuyển sang trái và sản phẩm thăng bằng giảm xuống. Sự kết hợp của mức giá cả với sản phẩm thăng bằng trong hình (a) được phác họa trong hình (b) và đường nối liền chúng là đường tổng cầu *AD*.

Đường nối liền 3 điểm trên hình (b) là đường tổng cầu (*AD*) và nó chỉ ra mức của tổng sản phẩm ăn khớp với sự thăng bằng của thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ tại bất kỳ mức giá cả nào đã cho. Đường tổng cầu đó có độ nghiêng xuống thông dụng, vì một mức giá cả cao hơn làm giảm cung tiền tệ theo giá trị thực tế, làm tăng lãi suất, và hạ thấp mức thăng bằng của tổng sản phẩm.

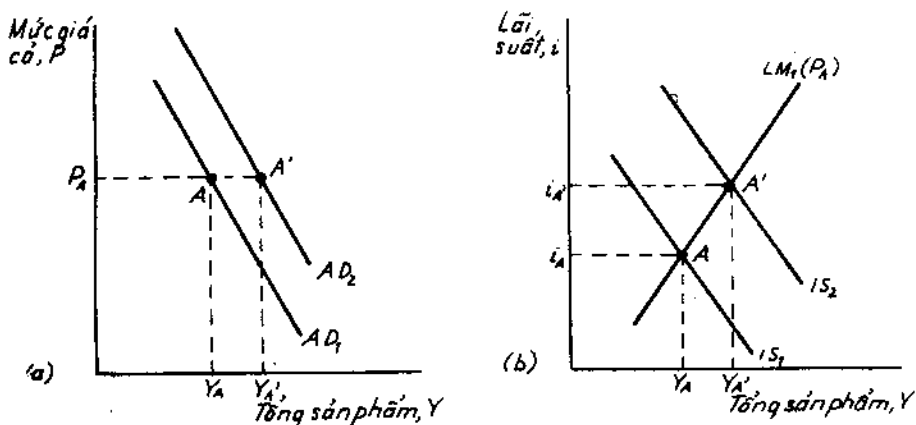
Cái gì làm cho đường tổng cầu di chuyển ?

Sự phân tích *ISLM* chứng minh mức thăng bằng của tổng sản phẩm thay đổi như thế nào với một mức giá cả đã cho. Vì vậy, một sự thay đổi trong bất kỳ nhân tố nào mà làm cho các đường *IS* và *LM* di chuyển (trừ việc thay đổi trong mức giá cả) đều làm cho đường tổng cầu di chuyển. Để biết điều này hoạt động như thế nào, chúng ta trước tiên hãy nhìn xem cái gì xảy ra cho đường tổng cầu khi đường *IS* di chuyển.

Những nhân tố làm cho đường tổng cầu di chuyển bằng cách làm di chuyển đường *IS*. Có 5 nhân tố làm cho đường *IS* di chuyển : những thay đổi trong chi tiêu tiêu dùng tự định, những thay đổi trong chi tiêu đầu tư liên quan đến sự tín nhiệm kinh doanh, những thay đổi trong chi tiêu của chính phủ, những thay đổi trong thuế, và những thay đổi tự định trong xuất khẩu ròng. Những nhân tố này dẫn đến một sự thay đổi trong đường tổng cầu như thế nào được xem xét trong Hình 25.11.

Giả định rằng ban đầu đường tổng cầu là AD_1 , và có một sự tăng lên, chẳng hạn, trong chi tiêu của chính phủ. Mô hình *ISLM* trong hình (b) chỉ ra cái gì xảy ra cho sản phẩm thăng bằng, mức giá cả được giữ nguyên tại P_A . Lúc đầu, sản phẩm thăng bằng nằm tại Y_A tại điểm cắt nhau của IS_1 và LM_1 . Việc tăng chi tiêu của chính phủ (mức giá giữ nguyên tại P_A) làm di chuyển đường *IS* sang phải và làm tăng sản phẩm thăng bằng đến Y_A' . Trong hình (a) sự tăng này trong sản phẩm thăng bằng được chỉ ra như là một sự chuyển động từ điểm *A* sang điểm A' , và đường tổng cầu di chuyển sang phải (đến AD_2).

Kết luận từ Hình 25.11 : **bất kỳ nhân tố nào làm di chuyển đường *IS* cũng làm di chuyển đường tổng cầu cùng một hướng.** Do vậy "tính năng nổ" mà đã khuyến khích một sự tăng lên trong chi tiêu tiêu dùng tự định hoặc chi tiêu đầu tư có kế hoạch, một sự tăng lên trong chi tiêu của chính phủ, một sự giảm xuống trong thuế, hoặc một sự tăng lên tự định trong xuất khẩu ròng - tất cả những cái đó di chuyển đường *IS* sang phải - cũng sẽ di chuyển đường tổng cầu sang phải. Mặt khác, một sự giảm xuống trong chi tiêu của chính phủ, một sự giảm xuống trong chi tiêu tiêu dùng tự định, một sự giảm xuống trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch, một sự tăng lên trong thuế hoặc một sự giảm xuống trong xuất khẩu ròng, sẽ làm cho đường tổng cầu di chuyển sang trái.



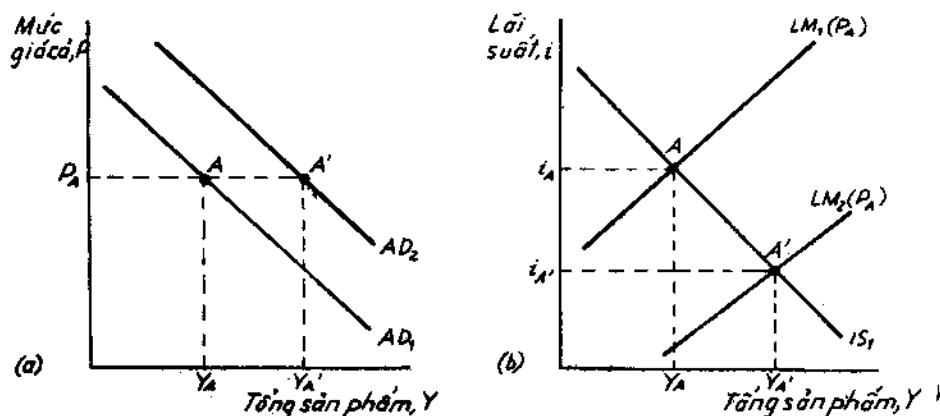
Hình 25.11. Di chuyển trong đường tổng cầu từ một di chuyển trong đường IS . Chính sách tài chính bành trướng, một sự tăng trong xuất khẩu ròng, hoặc những người tiêu dùng và những hãng kinh doanh lạc quan hơn làm di chuyển đường IS sang phải trong hình (b), và tại một mức giá cả P_A , sản phẩm thăng bằng tăng từ Y_A sang $Y_{A'}$. Sự thay đổi trong sản phẩm thăng bằng được chỉ ra như là một sự vận động từ A đến A' trong hình (a); như vậy đường tổng cầu di chuyển sang phải từ AD_1 đến AD_2 .

Những nhân tố làm cho đường tổng cầu di chuyển bằng cách di chuyển đường LM . Những di chuyển trong đường LM là do hoặc một sự thay đổi tự định trong cầu tiền tệ gây nên (chứ không phải do một sự thay đổi trong P, Y thay đổi i gây nên) hoặc một sự thay đổi trong cung tiền tệ. Hình 25.12 chỉ ra một trong những thay đổi đó đưa đến một sự di chuyển trong đường tổng cầu như thế nào. Lại nữa, chúng ta ban đầu ở tại đường tổng cầu AD_1 và chúng ta nhìn xem cái gì xảy ra cho mức sản phẩm thăng bằng khi mức giá cả được giữ không thay đổi tại P_A . Một sự tăng lên trong cung tiền tệ di chuyển đường LM sang phải và làm tăng sản phẩm thăng bằng sang $Y_{A'}$. Sự tăng đó trong sản phẩm thăng bằng được chỉ ra như một sự chuyển động từ điểm A sang điểm A' trong hình (a), và như vậy đường tổng cầu di chuyển sang phải.

Kết luận của chúng ta rút ra từ Hình 25.12 tương tự như kết luận của Hình 25.11: **bất kỳ nhân tố nào di chuyển đường LM cũng di chuyển đường tổng cầu trong cùng một hướng**. Do đó, một sự giảm xuống trong cầu tiền tệ cũng như một sự tăng lên trong cung tiền tệ, cả hai cái đều di chuyển đường LM sang phải, cũng di chuyển đường tổng cầu sang phải. Tuy nhiên đường tổng cầu sẽ di chuyển sang trái, nếu cung tiền tệ giảm xuống hoặc cầu tiền tệ tăng lên.

Bây giờ chúng ta lập và phân tích đường tổng cầu - một yếu tố chủ yếu trong khuôn mẫu tổng cầu và tổng cung mà chúng ta đã xem xét trong Chương 26.

Khuôn mẫu tổng cầu và tổng cung là đặc biệt hữu dụng bởi vì nó chứng minh mức giá cả được xác định như thế nào, và nó làm cho chúng ta có thể xem xét các nhân tố ảnh hưởng đến tổng sản phẩm khi mức giá cả tăng lên.



Hình 25.12. Di chuyển trong đường tổng cầu từ một di chuyển trong đường LM. Một sự tăng lên trong cung tiền tệ hoặc một sự giảm xuống trong cầu tiền tệ di chuyển đường LM sang phải trong hình (b), và tại mức giá cả P_A , sản phẩm thẳng bằng tăng từ Y_A và đến $Y_{A'}$. Điều thay đổi này trong sản phẩm thẳng bằng được chỉ ra như là một chuyển động từ điểm A đến điểm A' trong hình (a); như vậy đường tổng cầu di chuyển sang phải AD_1 sang AD_2 .

TÓM TẮT

1. Đường IS bị di chuyển sang phải do một sự tăng lên trong chi tiêu tiêu dùng, một sự tăng lên trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch liên quan đến sự tín nhiệm kinh doanh, một sự tăng lên trong chi tiêu của chính phủ, một sự tụt xuống trong thuế hoặc một sự tăng lên tự định trong xuất khẩu ròng. Mặt khác, một sự chuyển động ngược chiều của năm nhân tố đó sẽ di chuyển tổng IS sang trái.

2. Đường LM bị di chuyển sang phải do một sự tăng lên trong cung tiền tệ hoặc một sự giảm xuống tự định trong cầu tiền tệ; nó bị di chuyển sang trái do một sự giảm xuống trong cung tiền tệ hoặc một sự tăng lên trong cầu tiền tệ.

3. Một sự tăng lên trong cung tiền tệ làm cho sản phẩm thẳng bằng tăng nhưng làm cho lãi suất thẳng bằng giảm. Chính sách tài

chính bành trướng, (tăng chỉ tiêu của chính phủ hoặc giảm thuế) cũng làm cho sản phẩm thẳng bằng tăng lên, nhưng ngược lại với chính sách bành trướng tiền tệ, lại làm cho lãi suất tăng.

4. Cầu tiền tệ ít nhạy cảm với lãi suất nhất, chính sách có hiệu quả nhất là chính sách tiền tệ so với chính sách tài chính.

5. Mô hình $ISLM$ cho chúng ta kết luận sau đây về việc chỉ đạo chính sách tiền tệ: Khi đường IS không ổn định hơn đường LM , thì việc theo đuổi chỉ tiêu cung tiền tệ gây nên những biến động nhỏ hơn cả sản phẩm so với việc theo đuổi chỉ tiêu lãi suất và là được ưa thích; khi đường LM không ổn định hơn đường IS , thì việc theo đuổi chỉ tiêu lãi suất đưa đến những biến động nhỏ hơn của sản phẩm và là được ưa thích.

6. Đường tổng cầu nói cho chúng ta biết mức tổng sản phẩm nào ăn khớp với sự thăng bằng của thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ tại bất kỳ mức giá cả đã cho. Nó nghiêng xuống bởi vì một mức giá cả thấp hơn tạo nên một mức cao hơn của cung tiền tệ thực tế, giảm thấp lãi suất và làm cho sản

phẩm thăng bằng tăng. Đường tổng cầu di chuyển cùng chiều với việc di chuyển của các đường IS hoặc LM ; do vậy nó di chuyển sang phải khi chi tiêu của chính phủ tăng, thuế giảm, "tính năng nổ" khuyến khích chi tiêu tiêu dùng và chi tiêu kinh doanh, xuất khẩu ròng tăng, cung tiền tệ tăng hoặc cầu tiền tệ giảm.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Nếu thuế và chi tiêu của chính phủ tăng cùng một số tiền như nhau, thì cái gì xảy ra cho vị trí của đường IS ? Giải thích điều đó với đồ hình chéo của Keynes.

* 2. Cái gì đã xảy ra cho đường IS trong cuộc Đại suy thoái khi chi tiêu sụp đổ? Tại sao?

3. Cái gì xảy đến cho vị trí của đường LM nếu Fed quyết định rằng nó sẽ giảm cung tiền tệ để chống lạm phát và nếu cầu tiền tệ đồng thời lại giảm xuống?

* 4. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn: "Một cầu tiền tệ vượt quá do cầu tiền tệ tăng chỉ có thể bị loại bỏ bằng một sự tăng lên trong lãi suất".

Trong những bài tập còn lại, hãy chứng minh câu trả lời của bạn bằng mô hình ISLM.

5. Cuối năm 1969, Fed giảm cung tiền tệ trong khi chính phủ tăng thuế. Bạn nghĩ xem cái gì sẽ xảy ra với lãi suất và tổng sản phẩm?

* 6. "Mức lãi suất cao và nền kinh tế tăng trưởng nhanh trong thời kỳ hai năm thứ hai của nhiệm kỳ thứ nhất của Tổng thống Ronald Reagan có thể được giải thích bằng một chính sách thắt chặt tiền tệ được kết hợp với một chính sách tài chính bành trướng?" Bạn có đồng ý không? Tại sao có hay tại sao không?

7. Giả định rằng Dự trữ Liên bang muốn giữ cho lãi suất không tăng lên khi chính phủ tăng rất mạnh chi tiêu quân sự. Fed có thể làm việc đó như thế nào?

* 8. Chứng cứ (Chương 23) chỉ ra rằng chậm trễ sau thì cầu tiền tệ sẽ trở nên hoàn toàn không ổn định. Tại sao điều phát hiện này lại quan trọng đối với những người hoạch định chính sách của Fed?

9. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn: "Vi mức giá cả tăng, nên mức thăng bằng của sản phẩm được xác định trong mô hình $ISLM$ cũng tăng".

* 10. Cái gì sẽ xảy đến cho vị trí của tổng cầu nếu cung tiền tệ bị giảm xuống khi chi tiêu của chính phủ tăng?

11. Một việc tăng lên bằng nhau trong chi tiêu của chính phủ và trong thuế sẽ có ảnh hưởng gì đến vị trí của đường tổng cầu?

* 12. Nếu cầu tiền tệ không bị ảnh hưởng bởi những thay đổi trong lãi suất thì việc tăng chi tiêu của chính phủ sẽ có ảnh hưởng nào đến vị trí của đường tổng cầu?

Sử dụng việc phân tích kinh tế để dự đoán tương lai.

13. Dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho lãi suất và sản phẩm nếu xảy ra sự sụp đổ của thị trường chứng khoán làm cho chi tiêu tiêu dùng tự định giảm xuống.

* 14. Dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho lãi suất và tổng sản phẩm khi có một sự hùng nổ xuất khẩu tự định.

15. Nếu một loạt sai lầm trong thị trường trái khoán làm cho trái khoán bị rủi ro hơn và kết quả là cầu tiền tệ tăng lên, hãy dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho lãi suất và tổng sản phẩm.

CHƯƠNG 26

Phân tích tổng cầu và tổng cung

LỜI DẪN

Trong những chương trước chúng ta tập trung chú ý nhiều vào cung tiền tệ và chính sách tiền tệ bởi vì những vấn đề đó đụng chạm đến cuộc sống hàng ngày của chúng ta bằng việc ảnh hưởng đến giá cả hàng hóa mà chúng ta mua và lượng công việc sẵn sàng cho chúng ta làm. Trong chương này chúng ta phát triển một công cụ cơ sở - phân tích tổng cầu và tổng cung - nó sẽ giúp chúng ta nghiên cứu những ảnh hưởng của tiền tệ đến sản phẩm và giá cả. **Tổng cầu** là tổng lượng được yêu cầu tại các mức giá cả khác nhau của hàng thành phẩm và dịch vụ được sản xuất ra trong nền kinh tế. **Tổng cung** là tổng lượng hàng thành phẩm và dịch vụ mà các hãng trong nền kinh tế muốn bán với các mức giá cả khác nhau. Cũng như với cách phân tích khác về cung và cầu, lượng thực tế của sản phẩm và mức giá cả được xác định bằng cách cân bằng tổng cầu và tổng cung.

Việc phân tích tổng cầu và tổng cung giúp chúng ta có thể khai thác việc sản phẩm và mức giá cả được xác định như thế nào. Việc phân tích đó không những giúp chúng ta lý giải những giai đoạn mới đây trong chu kỳ kinh doanh, mà còn giúp chúng ta có thể hiểu được những cuộc tranh luận về việc chính sách kinh tế phải được chỉ đạo như thế nào.

TỔNG CẦU

Điều cốt yếu đầu tiên của việc phân tích tổng cung và tổng cầu là **đường tổng cầu**, mô tả mối quan hệ giữa lượng tổng sản phẩm được yêu cầu với mức giá cả, khi mọi biến số khác được giữ nguyên. **Những nhà tiền tệ** (do Milton Friedman dẫn đầu) quan niệm đường tổng cầu là nghiêng xuống với mỗi yếu tố căn bản làm cho nó di chuyển - những thay đổi trong lượng tiền tệ. **Những người theo thuyết của Keynes** (theo Keynes) cũng quan niệm đường tổng cầu là nghiêng xuống, nhưng họ tin rằng những thay đổi trong chi tiêu của chính phủ và thuế hoặc trong sự mong muốn chi tiêu cho tiêu dùng và cho kinh doanh cũng như những thay đổi trong cung tiền tệ mới có thể làm cho đường đó di chuyển.

Quan điểm của những người theo thuyết tiền tệ về tổng cầu

Quan điểm của những người theo thuyết tiền tệ về tổng cầu gắn lượng tiền tệ M với tổng chi tiêu danh nghĩa để mua hàng hóa và dịch vụ, $P \times Y$ (P = mức giá cả và Y = tổng sản phẩm thực tế, hoặc tương đương, tổng thu nhập thực tế). Để làm như vậy họ sử dụng khái niệm tốc độ : số lần bình quân mỗi năm mà 1 đôla được chi ra để mua hàng hóa và dịch vụ. Một cách hình thức hơn, tốc độ (V) được tính bằng cách chia chi tiêu danh nghĩa ($P \times Y$) cho cung tiền tệ (M) : tức là

$$V = \frac{P \times Y}{M}$$

Giả định rằng tổng chi tiêu danh nghĩa trong một năm là 2.000 tỷ đôla và cung tiền tệ là 1.000 tỷ đôla, thì tốc độ sẽ là 2 (= 2000 tỷ/1000 tỷ). Tính bình quân, cung tiền tệ dùng cho một mức các giao dịch kết hợp với hai lần trị giá của nó để mua hàng hóa và dịch vụ trong suốt một năm. Nhân hai vế cho M , chúng ta có được phương trình trao đổi, nó gắn cung tiền tệ với tổng chi tiêu :

$$M \times V = P \times Y \quad (26.1)$$

Tại điểm này phương trình trao đổi của chúng ta không phải là cái gì khác hơn là một hằng đẳng thức, nghĩa là, nó đúng như được định nghĩa. Nó không nói cho chúng ta rằng khi M tăng lên thì tổng chi tiêu cũng sẽ tăng lên. Ví dụ,

THEO DÒNG TIN TỨC TÀI CHÍNH

Tổng sản phẩm, Thất nghiệp và Mức giá cả

Báo chí định kỳ báo cáo những số liệu cung cấp thông tin về mức tổng sản phẩm, thất nghiệp và mức giá cả. Các dãy dữ liệu thích đáng, tần số của chúng và khi nào chúng được công bố như sau :

Tổng sản phẩm và thất nghiệp

GNP thực tế : Hàng quý, tức là :

Tháng 1, Tháng 3, tháng 4, tháng 6, tháng 7, tháng 9, tháng 10, tháng 12 ; công bố khoảng 3 tuần sau cuối mỗi quý, một ước tính "chộp nháng", được báo cáo khoảng 1 tháng trước, ngay trước cuối quý, nhưng sự ước tính này rất ít chính xác.

Sản xuất công nghiệp :

Hàng tháng ; sản xuất công nghiệp không phải là một thước đo tổng sản phẩm hàm súc như GNP thực tế bởi vì nó chỉ đo lường sản phẩm chế biến ; việc ước tính cho tháng trước được báo cáo vào giữa tháng tiếp theo.

Tỷ lệ thất nghiệp :

Hàng tháng ; số liệu của tháng trước thường được công bố vào ngày thứ 6 của tuần thứ hai của tháng tiếp theo.

Mức giá cả***GNP giải lạm phát :***

Hàng quý ; cách đo lường hàm súc này về mức giá cả (được mô tả trong phụ lục của Chương 1) được công bố cùng một lúc với số liệu của GNP thực tế.

CPI :

Hàng tháng ; chỉ số giá tiêu dùng (CPI) là một thước đo của mức giá cả mà những người tiêu dùng phải đương đầu (cũng được mô tả trong Phụ lục Chương 1) ; Giá trị cho những tháng trước được công bố trong tuần thứ 4 của tháng tiếp theo.

PPI :

Hàng tháng ; chỉ số giá cả sản xuất (PPI) là một thước đo của mức giá bình quân (giá bán buôn) do người sản xuất ấn định, và được công bố cùng một lúc với số liệu sản xuất công nghiệp.

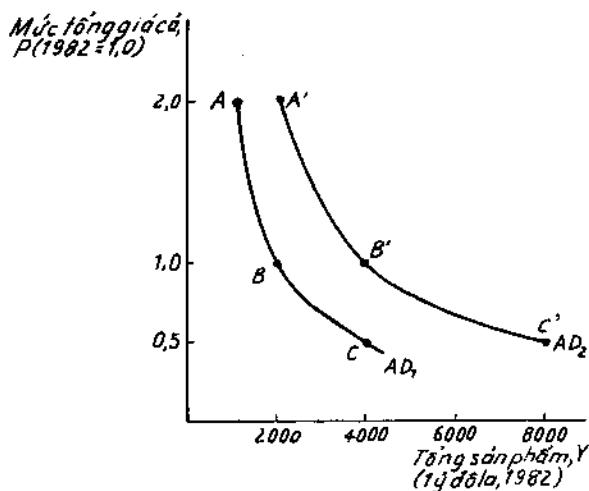
việc tăng lên trong M có thể được bù lại bằng việc giảm xuống trong V , kết quả là $M \times V$ không tăng lên. Tuy nhiên, cách phân tích của Milton Friedman về cấu tiền tệ (được bàn luận chi tiết trong chương 23) gợi ý rằng tốc độ thay đổi qua thời gian một cách có thể đoán trước được không liên quan đến những thay đổi trong cung tiền tệ. Với cách phân tích đó phương trình trao đổi được chuyển thành lý thuyết về việc tổng chi tiêu được xác định như thế nào và được gọi là **lý thuyết số lượng tiền tệ hiện đại**.

Để xem thuyết đó hoạt động như thế nào, chúng ta hãy xem một ví dụ. Nếu tốc độ được dự đoán là 2 và cung tiền tệ là 1.000 tỷ đôla, thì phương trình trao đổi nói cho chúng ta rằng tổng chi tiêu sẽ là 2.000 tỷ đôla (2×1.000 tỷ đôla). Nếu cung tiền tệ tăng gấp đôi thành 2.000 tỷ đôla, thì việc phân tích của Friedman

gợi ý rằng tốc độ sẽ tiếp tục là 2 và tổng chi tiêu sẽ tăng gấp đôi đến 4.000 tỷ đôla (2×2.000 tỷ đôla). Do vậy thuyết số lượng tiền tệ hiện đại của Friedman kết luận rằng **những thay đổi trong tổng chi tiêu trước tiên được xác định bằng những thay đổi trong cung tiền tệ**.

Lập đường tổng cầu. Để hiểu thuyết số lượng tiền tệ hiện đại sinh ra đường con tổng cầu như thế nào, chúng ta hãy xem một ví dụ trong đó chúng ta đo lường tổng sản phẩm bằng tỷ đôla của năm 1982, với mức giá cả trong năm 1982 có giá trị là 1,0. Như đã được chỉ ra, với một tốc độ dự đoán là 2 và một cung tiền tệ là 1000 tỷ đôla, thì tổng chi tiêu là 2000 tỷ đôla. Nếu mức giá cả được cho là 2,0 thì lượng của tổng sản phẩm được yêu cầu là 1.000 tỷ đôla (đôla 1982), bởi vì tổng chi tiêu $P \times Y$ tiếp tục bằng $2,0 \times 1000 = 2000$ tỷ đôla là trị giá của $M \times V$. Việc kết hợp đó của mức giá cả 2,0 và tổng sản phẩm 1000 được ghi bằng điểm A trong Hình 26.1. Nếu mức giá cả được cho là 1,0 thì tổng sản phẩm được yêu cầu là 2000 (điểm B), do vậy tổng chi tiêu tiếp tục bằng 2000 tỷ đôla $= 1,0 \times 2000$. Tương tự như vậy, với một mức giá cả thậm chí thấp hơn là 0,5, thì lượng sản phẩm được yêu cầu tăng đến 4000, được chỉ ra bằng điểm C. Đường nối liền những điểm đó là đường tổng cầu, với tổng cung tiền tệ được cho là 1000 tỷ đôla, được ghi là AD_1 , và như bạn có thể thấy, nó có một đường nghiêng xuống thông dụng của đường cầu, đường này chỉ ra rằng vì mức giá cả giảm xuống (mọi cái khác được giữ không thay đổi), thì lượng sản phẩm được yêu cầu tăng lên.

Những thay đổi trong đường tổng cầu. Trong thuyết số lượng tiền tệ hiện đại của Friedman, những thay đổi trong cung tiền tệ là nguồn gốc đầu tiên của những thay đổi trong tổng chi tiêu và của những di chuyển trong đường tổng cầu. Để biết một sự thay đổi trong cung tiền tệ di chuyển đường tổng cầu như thế nào, chúng ta hãy xem cái gì xảy ra khi cung tiền tệ tăng đến 2.000 tỷ đôla.



Hình 26.1 Đường tổng cầu. Tăng trong cung tiền tệ từ 1000 tỷ đôla lên 2000 tỷ đôla đưa đến di chuyển trong đường tổng cầu từ AD_1 đến AD_2 .

Hiện nay tổng chi tiêu tăng đến 2×2.000 tỷ đôla = 4.000 tỷ đôla, và với một mức giá cả 2,0, thì lượng tổng sản phẩm được yêu cầu sẽ tăng đến 2.000 ($2,0 \times 2.000 = 4.000$ tỷ đôla). Do đó, tại mức giá cả là 2,0, đường tổng cầu chuyển từ điểm A sang điểm A'. Tại mức giá cả 1,0, thì lượng sản phẩm được yêu cầu tăng từ 2.000 đến 4.000 (từ điểm B đến B') và tại mức lãi suất 0,5 sản phẩm được yêu cầu tăng từ 4.000 đến 8.000 (từ điểm C đến C'). Kết quả là việc tăng trong cung tiền tệ đến 2.000 tỷ đôla di chuyển đường tổng cầu đến AD_2 trong Hình 26.1.

Lập luận tương tự chỉ ra rằng một sự tăng trong cung tiền tệ làm cho tổng chi tiêu giảm xuống theo tỷ lệ và làm giảm lượng tổng sản phẩm được yêu cầu tại mỗi mức giá cả. Như vậy, một sự giảm xuống trong cung tiền tệ làm di chuyển đường tổng cầu sang trái.

Quan niệm của trường phái Keynes về tổng cầu

Việc phân tích của trường phái Keynes không xác định tổng cầu từ phương trình trao đổi, mà phân tích tổng cầu theo bốn bộ phận cấu thành của tổng cầu là: **chi tiêu tiêu dùng**, tức là tổng cầu về hàng tiêu dùng và dịch vụ; **chi tiêu đầu tư có kế hoạch**, tức là tổng chi tiêu theo kế hoạch của các hãng kinh doanh về máy mới, xưởng máy, và những đầu vào khác của sản xuất, cộng với chi tiêu theo kế hoạch về những nhà ở mới⁽¹⁾; **chi tiêu của chính phủ**, tức là chi tiêu của các cấp chính quyền (liên bang, bang, và địa phương) về hàng hóa và dịch vụ (cấp giấy, máy tính, chương trình hóa máy tính, tên lửa, nhân viên chính phủ vv.); và **xuất khẩu ròng**, tức là chi tiêu đối ngoại ròng về hàng hóa và dịch vụ của nước mình, bằng xuất khẩu trừ đi nhập khẩu. Sử dụng các ký hiệu C cho chi tiêu tiêu dùng, I cho chi tiêu đầu tư có kế hoạch, G cho chi tiêu của chính phủ, và NX cho xuất khẩu ròng, chúng ta có thể viết biểu thức sau đây về tổng cầu (Y^{ad}):

$$Y^{ad} = C + I + G + NX \quad (26.2)$$

Đường tổng cầu. Cách phân tích theo kiểu Keynes, cũng như cách phân tích của trường phái tiền tệ, gợi ý rằng tổng cầu nghiêng xuống, do một mức giá cả thấp hơn ($P \downarrow$), lượng tiền danh nghĩa giữ nguyên không thay đổi, đưa đến một lượng tiền nhiều hơn tính theo giá trị thực tế (nghĩa là, tính theo lượng hàng hóa và dịch vụ mà nó có thể mua được). Lượng tiền nhiều hơn tính theo giá trị thực tế ($(M/P) \uparrow$) do kết quả của mức giá cả thấp hơn, làm cho lãi suất giảm xuống ($i \downarrow$) như được gợi ý trong Chương 6. Kết quả chi phí thấp hơn để trả cho việc mua những vốn hiện vật mới làm cho đầu tư có lợi hơn và thúc đẩy chi tiêu đầu tư có kế hoạch ($I \uparrow$).

(1) Nhắc lại rằng việc sử dụng từ đầu tư ở đây có hơi khác với cách sử dụng từ này hàng ngày. Các nhà kinh tế giới hạn việc sử dụng từ đầu tư vào việc mua vốn hiện vật mới chẳng hạn như một cái nhà máy mới hoặc một cái nhà mới mà được cộng thêm vào chi tiêu. Ngược lại, hàng ngày khi nói đầu tư cũng có thể nói về việc mua các tài sản tài chính hoặc những hàng hiện vật đã dùng rồi.

Như được chỉ ra trong phương trình (26.2) do chỉ tiêu đầu tư có kế hoạch tăng lên được cộng trực tiếp vào tổng cầu ($Y^{ad} \uparrow$), cho nên mức giá cả thấp hơn đưa đến một mức cao hơn về tổng cầu (nghĩa là $P \downarrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow$). Dùng đồ hình để biểu thị, chúng ta có thể viết cơ chế vừa mới mô tả như sau. Khi $P \downarrow$

$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow.$$

Một cơ chế khác mà gây nên đường tổng cầu nghiêng xuống, tác động thông qua buôn bán quốc tế. Bởi vì một mức giá cả thấp hơn dẫn đến một lượng tiền nhiều hơn tính theo giá trị thực tế ($M/P \uparrow$) và lãi suất thấp hơn ($i \downarrow$), cho nên các tiền gửi ngân hàng bằng đôla Mỹ trở nên kém hấp dẫn so với tiền gửi bằng ngoại tệ, do đó làm cho giá trị của tiền gửi đôla giảm xuống so với các khoản tiền gửi ngoại tệ khác (một sự giảm xuống của tỷ giá, ký hiệu bằng $E \downarrow$). Giá trị thấp hơn của đôla làm cho hàng trong nước rẻ hơn so với hàng ngoại, do đó làm cho xuất khẩu ròng tăng lên, điều này lại làm tăng tổng cầu; nghĩa là:

$$\frac{M}{P} \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y^{ad} \uparrow.$$

Cơ chế được mô tả cũng chỉ ra tại sao cách phân tích theo kiểu Keynes gọi ý rằng những thay đổi trong cung tiền tệ di chuyển đường tổng cầu. Với một mức giá cả đã cho, một sự tăng lên trong cung tiền tệ làm cho cung tiền tệ thực tế tăng lên (M/P), điều này dẫn đến tổng cầu tăng lên như đã chỉ ra ở trên. Vì vậy, một sự tăng lên trong cung tiền tệ di chuyển đường tổng cầu sang phải (như trong Hình 26.1), bởi vì nó làm lãi suất giảm và thúc đẩy tăng chi tiêu đầu tư có kế hoạch và xuất khẩu ròng. Tương tự, một sự tăng lên trong cung tiền tệ di chuyển đường tổng cầu sang trái⁽²⁾.

Ngược lại với những người theo thuyết tiền tệ, những người theo Keynes tin rằng những nhân tố khác (điều dụng chi tiêu của chính phủ và thuế, thay đổi trong xuất khẩu ròng, và di chuyển trong chi tiêu của những người tiêu dùng và những nhà kinh doanh) cũng là một nguyên nhân quan trọng của những di chuyển của đường tổng cầu. Ví dụ, nếu chính phủ chi tiêu nhiều hơn ($G \uparrow$) hoặc xuất khẩu ròng tăng lên ($NX \uparrow$), thì tổng cầu tăng lên và đường tổng cầu di chuyển sang phải. Chính phủ giảm thuế ($T \downarrow$) làm cho những người tiêu dùng có

(2) Sự chứng minh đầy đủ của cách phân tích của Keynes về đường tổng cầu được trình bày trong Chương 24 và 25.

thêm nhiều thu nhập để chi tiêu, do vậy chi tiêu tiêu dùng tăng lên ($C \uparrow$). Tổng cầu cũng tăng và đường tổng cầu di chuyển sang phải. Cuối cùng, nếu sự lạc quan tiêu dùng và kinh doanh tăng lên, thì chi tiêu tiêu dùng và chi tiêu đầu tư có kế hoạch tăng lên ($C \uparrow$ và $I \uparrow$), lại di chuyển đường tổng cầu sang phải, Keynes mô tả những làn sóng lạc quan và bi quan đó là "tính năng nổ" và coi chúng là một nhân tố chính ảnh hưởng đến đường tổng cầu và là một nguyên nhân quan trọng của những biến động chu kỳ kinh doanh.

Cuộc tranh luận về chèn lấn

Chúng ta đã thấy rằng những nhà theo thuyết tiền tệ và những nhà theo thuyết Keynes đồng ý là đường tổng cầu nghiêng xuống và di chuyển đáp lại những thay đổi trong cung tiền tệ. Tuy nhiên, những nhà theo thuyết tiền tệ chỉ nhìn thấy một nguyên nhân chính của những chuyển động trong đường tổng cầu - thay đổi trong cung tiền tệ - trong khi những người theo thuyết Keynes gợi ý rằng những nhân tố khác - chính sách thuế, xuất khẩu ròng và "tính năng nổ" cũng đều là những nguyên nhân quan trọng của những di chuyển trong đường tổng cầu.

Do tổng cầu có thể được viết như là tổng số của $C + I + G + NX$, cho nên có thể làm cho người ta nghĩ rằng dường như là bất kỳ nhân tố nào mà ảnh hưởng đến một trong các cấu thành của tổng cầu, phải làm cho tổng cầu thay đổi. Do vậy, dường như là sự thay đổi chính sách thuế, như tăng chi tiêu của chính phủ chẳng hạn (giữ cung tiền tệ không thay đổi) nhất thiết sẽ làm di chuyển đường tổng cầu. Do khuôn mẫu theo thuyết tiền tệ quan niệm những thay đổi trong cung tiền tệ là nguyên nhân quan trọng duy nhất của những di chuyển trong đường tổng cầu, cho nên họ phải giải thích tại sao lập luận trên là không có hiệu lực.

Những nhà tiền tệ đồng ý rằng tăng chi tiêu của chính phủ sẽ làm tăng tổng cầu nếu những nhân tố cấu thành khác của tổng cầu, C , I và NX vẫn không thay đổi sau khi chi tiêu của chính phủ tăng. Tuy nhiên họ lập luận rằng chi tiêu của chính phủ tăng sẽ "chèn lấn" chi tiêu của tư nhân (C , I và NX) ra, những chi tiêu này sẽ giảm xuống một số tiền bằng đúng số tăng lên trong chi tiêu của chính phủ. Hiện tượng này của việc chuyển động của chi tiêu tư nhân bù đúng với chính sách bành trướng thuế, chẳng hạn như tăng chi tiêu của chính phủ, được gọi là **chèn lấn hoàn toàn**.

Chèn lấn hoàn toàn có thể xảy ra như thế nào? Khi chi tiêu của chính phủ

tăng ($G \uparrow$), chính phủ phải tài trợ việc chi tiêu đó bằng cách cạnh tranh với tư nhân đi vay để vay tiền trên thị trường tín dụng. Lãi suất sẽ tăng ($i \uparrow$) làm tăng phí tài trợ việc mua vốn hiện vật và hàng tiêu dùng, và làm giảm xuất khẩu ròng. Kết quả là chi tiêu tư nhân sẽ giảm xuống ($C \downarrow$, $I \downarrow$, và $NX \downarrow$) và như vậy tổng cầu có thể không thay đổi. Lập luận này có thể được tóm tắt như sau :

$$G \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow C \downarrow, I \downarrow \text{ và } NX \downarrow.$$

do đó,

$$C + I + G + NX = Y^d \text{ là không thay đổi.}$$

Những người theo Keynes không phủ nhận hiệu lực của loạt thứ nhất của các bước. Họ đồng ý rằng chi tiêu của chính phủ tăng làm tăng lãi suất, lãi suất tăng lại làm chi tiêu tư nhân giảm ; thật vậy ; đó là một đặc điểm của cách phân tích của Keynes về tổng cầu (Chương 24 và 25). Tuy nhiên họ lập luận rằng chỉ có **chèn lấn bộ phận** xảy ra mà thôi, trong đó có một vài sự giảm sút của chi tiêu tư nhân mà không hoàn toàn bù trừ được việc tăng chi tiêu của chính phủ.

Bức tranh chèn lấn của Keynes gợi ý rằng khi chi tiêu của chính phủ tăng, thì tổng cầu tăng và đường tổng cầu di chuyển sang phải. Mức độ của chèn lấn xảy ra là vấn đề phân cách các quan điểm tiền tệ và quan điểm Keynes về đường tổng cầu. Chúng ta sẽ bàn đến chứng cứ vấn đề này trong Chương 27.

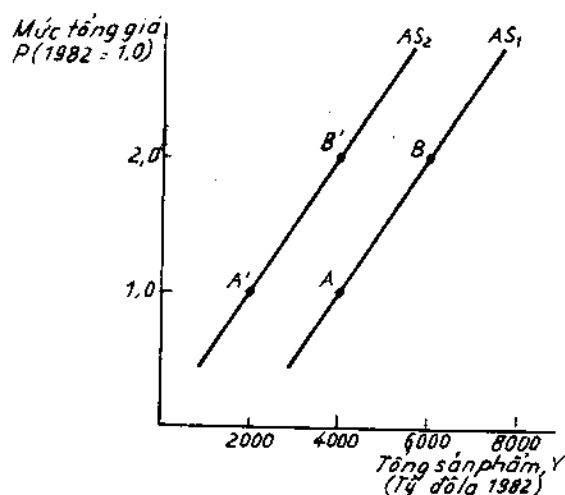
TỔNG CUNG

Đặc điểm then chốt của tổng cung là như sau, vì mức giá cả tăng nên lượng sản phẩm được cung ứng tăng lên trong thời gian ngắn. Hình 26.2 minh họa mối quan hệ thuận giữa lượng sản phẩm cung ứng và mức giá cả. Giả định ban đầu lượng sản phẩm cung ứng tại mức giá cả 1,0 là 4000, biểu thị bằng điểm . Mức giá cả tăng lên đến 2,0, trong ngắn hạn, dẫn đến việc tăng lượng sản phẩm cung ứng đến 6.000 (điểm B). Đường nối liền các điểm A và B (AS_1) mô tả mối quan hệ giữa lượng sản phẩm cung ứng trong ngắn hạn với mức giá cả và được gọi là **đường tổng cung** ; như bạn có thể thấy, nó nghiêng lên.

Để hiểu tại sao đường tổng cung nghiêng lên, chúng ta phải nhìn xem các nhân tố làm cho lượng cung sản phẩm thay đổi. Bởi vì mục tiêu của kinh doanh là thu lợi nhuận, nên lượng cung sản phẩm được xác định bởi lợi nhuận thu được

trên mỗi đơn vị sản phẩm. Nếu lợi nhuận tăng lên, nhiều sản phẩm hơn sẽ được sản xuất ra và lượng cung sản phẩm sẽ tăng lên, nếu nó giảm xuống, thì ít sản phẩm sẽ được sản xuất ra và lượng cung sản phẩm sẽ giảm xuống.

Lợi nhuận trên một đơn vị sản phẩm bằng giá cả của mỗi đơn vị trừ đi chi phí sản xuất ra đơn vị đó. Trong ngắn hạn, phí của mỗi nhân tố tham gia vào sản xuất hàng hóa và dịch vụ là cố định : lương, chẳng hạn thường được cố định trong một thời gian bằng hợp đồng lao động (đôi khi là dài đến 3 năm) và nguyên liệu thường được các hãng mua theo hợp đồng dài hạn, hợp đồng này cố định giá



Hình 26.2. Đường tổng cung trong ngắn hạn. Một sự tăng trong chi phí sản xuất di chuyển đường cung từ AS_1 sang AS_2 .

qua thời gian. Để xem cái gì xảy ra qua thời gian, bạn cần phải hiểu cái gì làm cho đường tổng cung di chuyển.

Những di chuyển trong đường tổng cầu

Bạn đã biết rằng lợi nhuận trên một đơn vị sản phẩm xác định lượng cung sản phẩm. Nếu chi phí sản xuất một đơn vị sản phẩm tăng lên, thì lợi nhuận trên một đơn vị sản phẩm giảm xuống và lượng sản phẩm cung ứng giảm xuống. Để hiểu điều đó hàm ý gì đối với vị trí của đường tổng cung, chúng ta hãy xem cái gì xảy ra tại I một mức giá cả 1,0 khi chi phí sản xuất tăng lên. Bây giờ khi các hãng thu lợi nhuận thấp hơn theo mỗi đơn vị sản phẩm, thì các hãng sẽ giảm sản xuất và lượng cung sản phẩm giảm từ 4.000 (điểm A) xuống 2.000 (điểm A'). Áp dụng

cả. Bởi vì khi chi phí sản xuất được cố định trong thời gian ngắn, khi các mức giá tăng lên, nên giá cả cho mỗi đơn vị sản phẩm sẽ tăng lên so với giá cả sản xuất ra đơn vị đó và lợi nhuận tính theo đơn vị sẽ tăng lên. Bởi vì mức giá cao hơn đưa đến kết quả là lợi nhuận cao hơn trong thời gian ngắn, cho nên các hãng tăng sản xuất và lượng cung tổng sản phẩm tăng lên, đưa đến kết quả là đường tổng cầu nghiêng lên.

Việc sử dụng thường xuyên từ ngắn hạn trong mục trước ám chỉ rằng đường tổng cung (AS_1 trong Hình 26.2) có thể không bị cố định

cũng cách lập luận như vậy tại điểm B chỉ ra rằng tổng sản phẩm cung ứng giảm xuống đến điểm B'. Cái mà chúng ta thấy là **đường tổng cung di chuyển vào khi chi phí sản xuất tăng lên. Tương tự, đường tổng cung di chuyển ra khi chi phí giảm xuống.**

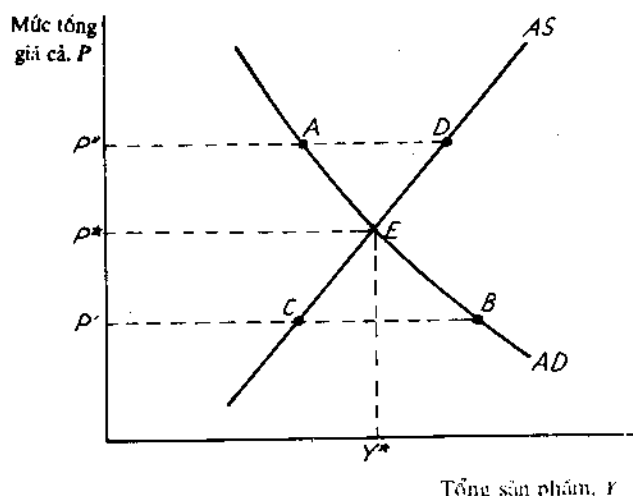
THĂNG BẰNG TRONG TỔNG CUNG VÀ VIỆC PHÂN TÍCH CẦU

Mức thăng bằng của tổng sản phẩm và mức giá cả sẽ xảy đến tại điểm mà tại đó lượng cầu của tổng sản phẩm bằng lượng cung tổng sản phẩm. Tuy nhiên, trong ngữ cảnh của việc phân tích tổng cung và tổng cầu, có hai loại thăng bằng - thăng bằng trong ngắn hạn và trong dài hạn.

Thăng bằng trong ngắn hạn

Hình 26.3 minh họa thăng bằng trong ngắn hạn, trong đó lượng cầu tổng sản phẩm bằng lượng cung tổng sản phẩm, nghĩa là, nơi mà đường tổng cầu (AD) và đường tổng cung (AS) cắt nhau tại điểm E. Mức thăng bằng tổng sản phẩm bằng Y^* và mức giá cả bằng P^* .

Cũng như trong sự phân tích cung và cầu trước đây của chúng ta, thăng bằng là một khái niệm hữu dụng chỉ khi nào có một xu hướng cho nền kinh tế hướng



Hình 26.3 Thăng bằng trong ngắn hạn. Thăng bằng xảy ra tại điểm E, điểm cắt nhau của đường tổng cầu AD với đường tổng cung AS.

tới sự thăng bằng. Bạn có thấy rằng nền kinh tế hướng tới thăng bằng tại điểm E bằng cách trước tiên nhìn xem cái gì xảy ra khi chúng ta ở tại một mức giá trên mức giá thăng bằng P^* . Nếu mức giá ở tại P^* , thì lượng cung tổng sản phẩm tại điểm D lớn hơn lượng cầu tổng sản phẩm tại điểm A. Vì người ta muốn bán nhiều hàng hóa và dịch vụ hơn những người khác muốn mua (một điều kiện của cầu vượt quá) thì giá hàng

và dịch vụ sẽ giảm xuống và mức tổng giá cả sẽ giảm xuống. Sự giảm xuống này trong mức giá cả sẽ tiếp tục cho đến khi nó đạt đến mức thăng bằng của nó P^* tại điểm E.

Khi mức giá cả ở dưới mức giá cả thăng bằng, chẳng hạn, tại P' , thì lượng cầu sản phẩm lớn hơn lượng cung sản phẩm. Bây giờ mức giá cả sẽ tăng, bởi vì dân chúng muốn mua nhiều hàng những người khác muốn bán (một điều kiện của cầu vượt quá). Sự tăng này trong mức giá cả sẽ tiếp tục cho đến khi nó lại đạt mức thăng bằng của nó P^* tại điểm E.

Thăng bằng trong dài hạn

Thông thường trong việc phân tích cung và cầu một khi chúng ta phát hiện sự thăng bằng trong đó lượng cầu bằng lượng cung, thì không cần có thêm sự bàn luận nào nữa. Tuy nhiên, việc phân tích tổng cung và tổng cầu không phải là trường hợp đó. Thậm chí khi lượng tổng cầu bằng lượng tổng cung, các lực lượng hoạt động có thể làm cho thăng bằng chuyển động qua thời gian. Để hiểu tại sao, chúng ta phải nhớ rằng nếu chi phí sản xuất thay đổi thì đường tổng cầu sẽ di chuyển.

Yếu tố cấu thành quan trọng nhất của chi phí sản xuất là chi phí tiền lương (khoảng 70% của chi phí sản xuất), nó được xác định trên thị trường lao động. Nếu nền kinh tế phồn vinh, những ông chủ sẽ phát hiện rằng họ khó khăn để thuê được công nhân lành nghề và thậm chí có thể khó mà giữ được những người làm thuê hiện tại. Trong trường hợp đó, thị trường lao động bị căng thẳng bởi vì cầu sức lao động vượt cung; và những ông chủ sẽ tăng lương để thu hút những người công nhân họ cần, điều này làm tăng chi phí sản xuất. Chi phí sản xuất cao hơn làm giảm lợi nhuận theo đơn vị sản phẩm tại mỗi mức giá cả, do vậy đường tổng cung di chuyển sang trái (xem Hình 26.2).

Mặt khác, nếu nền kinh tế đi vào suy thoái và thị trường lao động ế ẩm, bởi vì cầu lao động ít hơn cung, những công nhân không kiếm được việc làm sẽ muốn làm việc với lương thấp. Thêm vào đó, những công nhân có việc làm có thể muốn nhượng bộ về lương để khỏi mất việc (như những công nhân hãng hàng không và công nhân luyện thép đã làm trong những năm 1980). Do đó, trong một thị trường lao động mà tại đó cầu lao động ít hơn cung, thì lương giảm và do vậy chi phí sản xuất sẽ giảm, lợi nhuận theo đơn vị sản phẩm sẽ tăng, và đường tổng cung sẽ di chuyển sang phải.

Sự phân tích của chúng ta gợi ý rằng đường tổng cầu sẽ di chuyển phụ thuộc vào tình hình thị trường lao động là căng thẳng hay là ế ẩm. Bạn nhận định thị trường đó là thị trường nào ? Một khái niệm bổ ích là **tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên**; đó là một tỷ lệ thất nghiệp khi cầu lao động bằng cung (nhiều nhà kinh tế tin rằng tỷ lệ đó thường vào khoảng 6%). Khi thất nghiệp ở mức 4%, chẳng hạn, tức là dưới tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên 6%, thì thị trường lao động là căng thẳng, lương sẽ tăng và đường tổng cầu sẽ di chuyển vào. Khi thất nghiệp ở tỷ lệ 8% chẳng hạn, tức là trên tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, thì thị trường lao động là ế ẩm; lương sẽ giảm xuống và đường tổng cung sẽ di chuyển ra. Chỉ khi nào thất nghiệp ở tỷ lệ tự nhiên thì sẽ không có áp lực từ thị trường lao động để làm cho lương tăng hay hạ xuống, do vậy đường tổng cung không cần di chuyển.

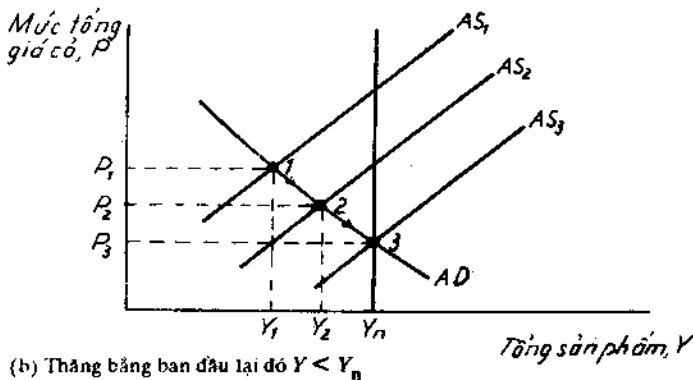
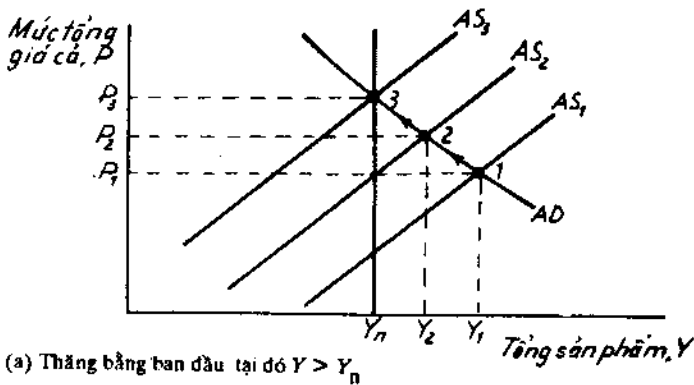
Mức tổng sản phẩm được sản xuất tại tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên gọi là **mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm**. Như chúng ta đã thấy, bởi vì đường tổng cầu sẽ đứng yên khi thất nghiệp và tổng sản phẩm không ở mức tỷ lệ tự nhiên, thì chúng ta cần nhìn xem sự thăng bằng trong ngắn hạn thay đổi như thế nào qua thời gian để đáp ứng hai tình huống: khi ban đầu thăng bằng ở dưới mức tỷ lệ tự nhiên và khi ban đầu ở trên mức tỷ lệ tự nhiên.

Trong hình (a) Hình 26.4, thăng bằng ban đầu hình thành tại điểm 1, điểm cắt nhau của đường tổng cầu (AD) với đường tổng cung ban đầu (AS_1). Vì mức thăng bằng sản phẩm Y_1 lớn hơn mức tỷ lệ tự nhiên, ký hiệu là Y_n , nên thất nghiệp thấp hơn tỷ lệ tự nhiên và trên thị trường lao động có sự căng thẳng quá mức. Sự căng thẳng quá mức đó làm cho lương tăng lên, làm chi phí sản xuất tăng lên, và di chuyển đường tổng cung đến AS_2 . Mức thăng bằng bây giờ nằm tại điểm 2 và sản phẩm giảm xuống đến Y_2 . Vì tổng sản phẩm vẫn cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên ($Y_2 > Y_n$), nên lương tiếp tục tăng lên, cuối cùng di chuyển đường tổng cung đến AS_3 . Sự thăng bằng đạt đến điểm 3 nằm trên đường thẳng đứng tại mức Y_n , và là một sự thăng bằng ngắn hạn. Vì sản phẩm ở tại mức tỷ lệ tự nhiên không còn áp lực làm lương tăng lên và như vậy không có thêm xu hướng nữa làm cho đường tổng cung di chuyển.

Nhưng chuyển động trong hình (a) chỉ ra rằng nền kinh tế sẽ không dừng ở mức sản phẩm cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên, do đường tổng cầu sẽ di chuyển vào, làm tăng mức giá cả và làm cho nền kinh tế di động lên dọc theo đường tổng cầu cho đến khi nó dừng lại tại một điểm trên đường thẳng đứng qua mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm Y_n . Do đường thẳng đứng qua Y_n chỉ là nơi mà tại đó đường tổng cung dừng lại, cho nên đường thẳng đứng chỉ ra lượng cung của sản phẩm

trong dài hạn đối với bất kỳ mức giá cả nào. Chúng ta có thể đặc trưng cho đường này là **đường tổng cung dài hạn**.

Trong hình (b) thăng bằng ban đầu tại điểm 1 là điểm mà tại đó sản phẩm (Y_1) ở dưới mức tỷ lệ tự nhiên. Vì thất nghiệp cao hơn tỷ lệ tự nhiên, lương sẽ bắt đầu giảm xuống, di chuyển đường tổng cầu ra cho đến khi dừng tại AS_3 . Nếu kinh tế di động xuống dọc theo đường tổng cầu cho đến khi nó đạt đến điểm 3 thăng bằng dài hạn, là điểm cắt nhau của đường tổng cầu (AD) và đường tổng cung dài hạn tại Y_n . Tại đây, như trong hình (a), nền kinh tế dừng lại khi sản phẩm lại trở lại mức tỷ lệ tự nhiên.



Hình 26.4 Điều chỉnh đến thăng bằng dài hạn trong việc phân tích tổng cung và tổng cầu. Trong hai hình thăng bằng ban đầu ở tại điểm 1 điểm cắt nhau của AD và AS_1 . Trong hình (a), $Y_1 = Y_n$, do vậy đường tổng cung di chuyển vào cho đến khi đạt đến điểm AS_3 , tại đó sản phẩm quay trở về Y_n . Trong hình (b), $Y_1 < Y_n$, do vậy đường tổng cung di chuyển ra cho đến khi sản phẩm lại trở về Y_n . Như vậy, trong hai trường hợp đó nền kinh tế biểu thị một cơ chế tự điều chỉnh, cơ chế này đưa nền kinh tế trở lại mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm.

Đặc điểm nổi bật của hai hình của Hình 26.4 là cuối cùng nó quay trở lại mức tỷ lệ tự nhiên, không cần biết là sản phẩm ban đầu ở tại đâu. Đặc điểm này được mô tả cho rằng nền kinh tế có một **cơ chế tự điều chỉnh**.

Một vấn đề quan trọng đối với những người hoạch định chính sách là cơ chế tự điều chỉnh này hoạt động nhanh chóng như thế nào. Nhiều nhà kinh tế, đặc biệt là những người theo Keynes, tin rằng cơ chế tự điều chỉnh phải mất một thời gian dài, cho nên việc tiếp cận thang bằng dài hạn là chậm. Quan điểm này được phản ánh trong nhận xét thường nêu lên của Maynard Keynes "Về lâu dài, tất cả chúng ta sẽ chết". Những nhà kinh tế cho rằng cơ chế tự điều chỉnh là chậm bởi vì lương không mềm dẻo, đặc biệt là hướng giảm xuống khi thất nghiệp cao. Việc điều chỉnh chậm lương và giá cả có nghĩa là đường tổng cung không chuyển động nhanh để khôi phục nền kinh tế trở lại tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Do vậy, khi thất nghiệp cao, những nhà kinh tế đó (gọi là **những người năng động**) rất có thể thấy cần phải làm cho chính sách tích cực của chính phủ khôi phục nền kinh tế trở lại tình hình công an việc làm đầy đủ.

Mặt khác, những nhà kinh tế khác, nhất là những nhà tiền tệ, tin rằng lương đủ mềm dẻo, để cho quá trình điều chỉnh lương và giá cả là nhanh một cách hợp lý. Do tính mềm dẻo đó, nên việc điều chỉnh đường tổng cung đến vị trí dài hạn của nó và việc nền kinh tế trở lại mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm và thất nghiệp sẽ nhanh chóng xảy ra. Do vậy, những nhà kinh tế đó (gọi là **những người không năng động**) thấy rất ít cần phải để cho chính sách tích cực của chính phủ khôi phục nền kinh tế ở mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm và của thất nghiệp khi thất nghiệp lên cao. Thật vậy, những nhà tiền tệ bênh vực việc sử dụng một "quy tắc" trong đó cung tiền tệ hoặc cơ sở tiền tệ tăng trưởng theo một tỷ lệ không thay đổi nhằm mục đích giảm bớt biến động trong tổng cầu nó có thể dẫn đến những biến động của sản phẩm. Trong Chương 28, chúng ta sẽ quay trở lại việc tranh luận về việc liệu chính sách tích cực của chính phủ để cho nền kinh tế ở gần mức công an việc làm đầy đủ có ích lợi không.

Những di chuyển trong tổng cầu

Bây giờ chúng ta đã sẵn sàng phân tích cái gì xảy đến khi đường tổng cầu di chuyển. Cuộc bàn luận của chúng ta về quan điểm của những nhà tiền tệ và những người theo Keynes về tổng cầu chỉ ra rằng có 6 nhân tố có thể ảnh hưởng đến đường tổng cầu : (1) cung tiền tệ, (2) chi tiêu của chính phủ, (3) xuất khẩu ròng, (4) thuế, (5) lạc quan tiêu dùng, và (6) lạc quan kinh doanh - hai nhân tố

sau cùng ảnh hưởng đến sự mong muốn chi tiêu ("tính năng nổ"). Ảnh hưởng có thể có được đối với đường tổng cầu của 6 nhân tố đó được tóm tắt trong Bảng 26.1.

Hình 26.5 mô tả ảnh hưởng của việc di chuyển ra ngoài trong đường tổng cầu do bất kỳ một cái nào của những sự kiện sau đây gây nên : tăng lên trong cung tiền tệ ($M\uparrow$), thuế giảm xuống ($T\downarrow$), hoặc sự mong muốn chi tiêu của người tiêu dùng và nhà kinh doanh tăng lên do họ trở nên lạc quan hơn ($CI\uparrow, I\uparrow$). Hình được vẽ sao cho ban đầu nền kinh tế ở mức thăng bằng dài hạn tại điểm 1, tại đó đường tổng cầu ban đầu (AD_1) cắt đường tổng cung tại Y_n . Khi đường tổng cầu di chuyển ra đến AD_2 , thì nền kinh tế di chuyển sang điểm 1', tại đây sản phẩm và mức giá cả tăng lên. Tuy nhiên, nền kinh tế không còn tại điểm 1' nữa vì sản phẩm ở tại Y_1 là cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên. Lương sẽ tăng lên, cuối cùng di chuyển đường tổng cung vào đến AS_2 , tại đây cuối cùng nó dừng lại. Do vậy nền kinh tế làm cho đường tổng cầu di động từ điểm 1' đến điểm 2, đó là điểm thăng bằng dài hạn tại điểm cắt nhau của AD_2 với Y_n . *Trong khi ánh hướng ban đầu của sự di chuyển sang phải trong đường tổng cầu là một sự tăng lên trong mức giá cả và sản phẩm, thì ảnh hưởng cuối cùng chỉ là một sự tăng lên trong mức giá cả :*

Bảng 26.1. Tóm tắt : nhân tố di chuyển đường tổng cầu

Nhân tố	Di chuyển trong đường tổng cầu	
Cung tiền tệ	$\uparrow$	$\rightarrow$
Chi tiêu của chính phủ	$\uparrow$	$\rightarrow$
Thuế	$\uparrow$	$\leftarrow$
Xuất khẩu ròng	$\uparrow$	$\rightarrow$
Lạc quan tiêu dùng	$\uparrow$	$\rightarrow$
Lạc quan kinh doanh	$\uparrow$	$\rightarrow$

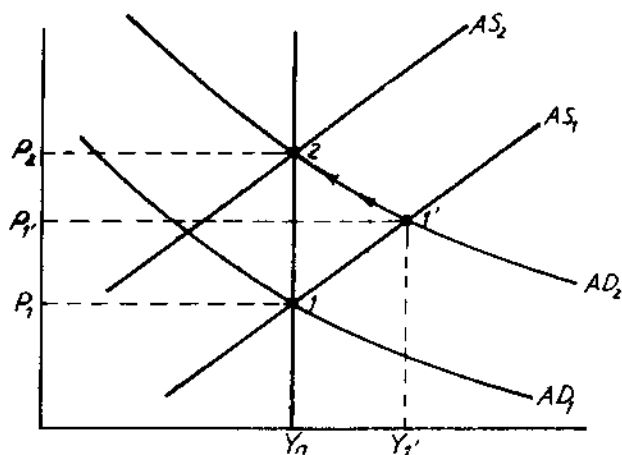
Chú thích : Chỉ nêu lên những trường hợp tăng lên của nhân tố. Ảnh hưởng của việc nhân tố giảm xuống sẽ là cái đối lại của những điều ghi trong cột thứ hai. Lưu ý rằng các nhà tiền tệ không quan niệm những nhân tố khác ngoài cung tiền tệ là một nguyên nhân quan trọng làm di chuyển đường tổng cầu.

Những di chuyển trong tổng cung

Không những chỉ có những di chuyển trong tổng cầu là nguyên nhân của những biến động trong tổng sản phẩm (chu kỳ kinh doanh) mà những di chuyển trong tổng cung cũng có thể như vậy.

Những nhân tố làm cho đường tổng cung di chuyển là những nhân tố ảnh hưởng đến chi phí sản xuất. Đó là : (1) tình hình căng thẳng của thị trường lao động, (2) dự đoán về lạm phát (3) cố gắng của công nhân đẩy tiền lương thực tế của họ lên và (4) thay đổi trong những chi phí sản xuất không liên quan đến lương (chẳng hạn như chi phí năng lượng). Ba nhân tố đầu di chuyển đường tổng cung bằng cách ảnh hưởng đến chi phí lương (khoảng 70% chi phí sản xuất) trong khi nhân tố thứ 4 ảnh hưởng đến các chi phí sản xuất khác.

Mức tổng
giá cả, P



Tổng sản phẩm, Y

Hình 26.5. Đáp lại của sản phẩm và mức giá cả đối với di chuyển trong đường tổng cầu. Di chuyển trong đường tổng cầu từ AD_1 sang AD_2 làm cho nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang điểm 1'. Vì $Y_1 > Y_n$ nên đường tổng cung bắt đầu di chuyển vào và cuối cùng đạt đến điểm AS_2 , tại đó sản phẩm trở lại Y_n và mức giá cả tăng lên đến P_2 .

Sự căng thẳng của thị trường lao động. Việc phân tích của chúng ta về cách tiếp cận thăng bằng dài hạn đã chỉ cho ta thấy khi thị trường lao động căng thẳng ($Y > Y_n$), thì lương và do đó chi phí sản xuất tăng lên, còn khi thị trường lao động là ế ẩm ($Y < Y_n$) thì lương và chi phí sản xuất giảm xuống. Ảnh hưởng đến đường tổng cung là như sau : *Khi tổng sản phẩm ở trên mức tỷ lệ tự nhiên ($Y > Y_n$) thì đường tổng cầu di chuyển vào, khi tổng sản phẩm ở dưới mức tỷ lệ tự nhiên ($Y < Y_n$) thì đường tổng cung di chuyển ra.*

Mức giá cả dự tính. Công nhân và các hãng lo lắng đến lương thực tế, tức là theo lượng hàng hóa và dịch vụ mà đồng lương có thể mua được. Khi mức giá cả tăng lên, một công nhân thu được một tiền lương danh nghĩa như nhau sẽ mua được ít hàng hóa và dịch vụ hơn. Một công nhân mà dự đoán mức giá cả sẽ tăng, thì sẽ đòi hỏi một tiền lương danh nghĩa cao hơn để giữ cho lương thực tế không giảm xuống. Chẳng hạn nếu Chuck, một công nhân xây dựng dự đoán giá cả tăng lên 5%, anh ta sẽ muốn tiền lương tăng lên ít nhất là 5% (có thể nhiều hơn nếu anh ta nghĩ rằng anh ta xứng đáng được tăng lương thực tế). Tương tự, nếu ông chủ của Chuck biết rằng những nhà ở mà ông ta đang xây dựng sẽ tăng lên về giá trị đồng thời với tỷ lệ lạm phát (5%) thì ông chủ của anh ta sẽ đồng ý trả tiền cho Chuck nhiều thêm 5%. Tăng lên trong mức giá cả dự tính dẫn đến tiền lương cao hơn, tiền lương cao hơn lại làm cho chi phí sản xuất tăng lên, giảm thấp lợi nhuận theo đơn vị sản phẩm tại mỗi mức giá cả, và di chuyển đường tổng cung vào (xem Hình 26.2). Do đó, **một sự tăng lên trong mức giá cả dự tính làm cho đường tổng cung di chuyển vào ; mức tăng dự tính của mức giá cả càng cao (nghĩa là, lạm phát dự tính cao hơn), thì sự di chuyển vào càng lớn.**

Thúc đẩy của tiền lương. Giả định Chuck và những bạn công nhân xây dựng của anh ta quyết định đình công và thắng lợi trong việc được lương cao hơn. Sự "thúc đẩy của lương" đó sẽ làm tăng chi phí sản xuất, cho nên đường tổng cung sẽ di chuyển vào. **Một cú đẩy lương lên do công nhân tiến hành thắng lợi cũng sẽ làm cho đường tổng cung di chuyển vào.**

Thay đổi trong chi phí sản xuất không liên quan đến lương. Thay đổi trong công nghệ và việc cung ứng nguyên liệu (gọi là cú sốc cung ứng) cũng có thể di chuyển đường tổng cung. Một cú sốc cung ứng tiêu cực, chẳng hạn như giảm tình trạng có sẵn của nguyên liệu (chẳng hạn như dầu mỏ) làm cho giá cả nguyên liệu tăng lên, thì làm tăng chi phí sản xuất và di chuyển đường tổng cầu vào. Một cú sốc cung ứng tích cực, chẳng hạn như một thời tiết đặc biệt tốt, đưa đến một vụ thu hoạch rất tốt và làm giảm giá lương thực, thì sẽ làm giảm chi phí sản xuất và di chuyển đường tổng cầu ra. Tương tự, việc triển khai một công nghệ mới làm giá chi phí sản xuất giảm, có thể là bằng cách tăng năng suất lao động của công nhân, cũng có thể được coi là một cú sốc tích cực làm đường tổng cung di chuyển ra.

Ảnh hưởng đối với đường tổng cung của những thay đổi trong chi phí sản xuất không liên quan đến lương có thể được tóm tắt như sau : ⁽³⁾ **Một cú sốc cung ứng tiêu cực làm tăng chi phí sản xuất thì di chuyển đường tổng cung vào, còn cú sốc cung ứng tích cực làm giảm chi phí sản xuất thì di chuyển đường tổng cung ra.**

Để giúp cho việc nghiên cứu, những nhân tố làm di chuyển đường tổng cung được liệt kê trong Bảng 26.2

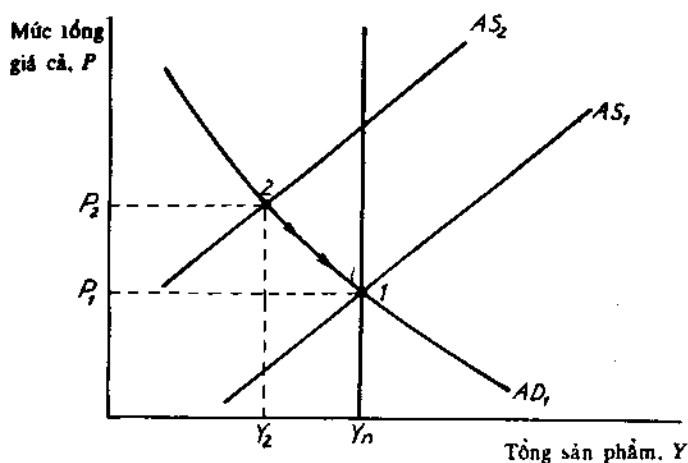
Bảng 26.2 Tóm tắt : Nhân tố làm di chuyển đường tổng cung

Nhân tố	Di chuyển trong đường tổng cung
$Y > Y_n$	←
$Y < Y_n$	→
Mức giá cả dự tính ↑	←
Cú đẩy của lương	←
Cú sốc cung ứng tích cực	→
Cú sốc cung ứng tiêu cực	←

Bây giờ khi bạn đã biết những nhân tố nào có thể ảnh hưởng đến đường tổng cung, chúng ta có thể xem xét cái gì xảy đến khi những nhân tố đó làm cho đường tổng cung di chuyển vào, như trong Hình 26.6. Giả định là nền kinh tế lúc đầu ở tại mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm tại điểm 1, khi đường tổng cung di chuyển từ AS_1 đến AS_2 do cú sốc cung ứng tiêu cực (ví dụ, giá năng lương tăng mạnh). Nền kinh tế sẽ chuyển từ điểm 1 đến điểm 2, tại đó mức giá cả tăng nhưng tổng sản phẩm giảm. Tình trạng mức giá cả tăng nhưng mức tổng sản phẩm giảm, như được mô tả trong Hình 26.6 đã được gọi là "đình trệ - lạm phát" (kết hợp của hai từ đình trệ và lạm phát). Bây giờ tại điểm 2 sản phẩm ở dưới mức tỷ lệ tự nhiên, do vậy lương giảm xuống và di chuyển đường tổng cung quay trở ra, nơi mà ban đầu nó ở tại AS_1 . Kết quả là nền kinh tế làm đường tổng cầu AD_1 di chuyển xuống (giả định đường tổng cầu vẫn ở cùng một vị trí) và nền kinh tế

(3) Những sự phân triển trên thị trường ngoại hối cũng có thể di chuyển đường tổng cung bằng cách thay đổi chi phí sản xuất trong nước. Như Chương 21 đã bàn luận chi tiết hơn, khi đôla tăng giá trị, làm cho hàng ngoại đắt hơn tại Mỹ. Giảm xuống trong giá hàng ngoại và do đó trong các nhân tố sản xuất nước ngoài làm cho chi phí sản xuất ở Mỹ giảm xuống và do vậy làm tăng lợi nhuận theo đơn vị sản phẩm ở mỗi một mức giá cả tại Mỹ. Do đó, giá trị của đôla tăng lên, làm đường tổng cung di chuyển ra. Ngược lại, giá trị đôla giảm xuống, làm cho các nhân tố nước ngoài của sản xuất đắt lên hơn, di chuyển đường tổng cung vào.

quay trở lại sự thăng bằng dài hạn tại điểm 1. Trong khi việc di chuyển vào của đường tổng cung ban đầu làm mức giá cả tăng lên và làm sản phẩm giảm xuống, thì ảnh hưởng cuối cùng lại là sản phẩm và mức giá cả không thay đổi (giữ nguyên đường tổng cầu không thay đổi).



Hình 26.6 Đáp lại của sản phẩm và mức giá cả đối với một di chuyển trong tổng sản phẩm. Di chuyển trong đường tổng cầu từ AS_1 sang AS_2 làm nền kinh tế chuyển động từ điểm 1 sang điểm 2. Vì $Y_2 < Y_n$ nên đường tổng cung bắt đầu di chuyển trở lại ra ngoài, cuối cùng trở về AS_1 , tại đó nền kinh tế lại ở điểm 1.

Di chuyển trong đường tổng cung dài hạn :

Thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế và sự chậm trễ

Cho đến điểm này chúng ta đã giả định rằng mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm (Y_n) và do đó đường tổng cung dài hạn (đường thẳng đứng đi qua Y_n) được cho biết. Tuy nhiên, qua thời gian mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm tăng lên rõ ràng do tăng trưởng kinh tế. Nếu năng lực sản xuất của nền kinh tế tăng lên theo một tỷ lệ vững chắc 3% mỗi năm, thì điều đó có nghĩa là mỗi năm Y_n sẽ tăng trưởng 3% và đường tổng cung dài hạn tại Y_n sẽ di chuyển sang phải 3%. Để đơn giản hóa việc phân tích khi Y_n tăng trưởng theo một tỷ lệ vững chắc, thì Y_n và đường tổng cung dài hạn được vẽ là cố định trong các đồ hình tổng cung và tổng cầu. Tuy nhiên hãy nhớ rằng, mức tổng sản phẩm được mô tả trong các đồ hình tổng cung và tổng cầu được coi là tốt nhất như là mức tổng sản phẩm so với (chiều hướng) tỷ lệ tăng trưởng bình thường.

Cách giả định thông dụng khi phân tích tổng cung và tổng cầu là những di chuyển trong đường tổng cung hay đường tổng cầu không có ảnh hưởng đối với

mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm (mức này tăng trưởng theo một tỷ lệ vững chắc). Chuyển đường của tổng sản phẩm xung quanh mức Y_n trong đồ hình mô tả những biến động ngắn hạn (chu kỳ kinh doanh) trong tổng sản phẩm. Tuy nhiên, một số nhà kinh tế tìm lối thoát với giả định rằng Y_n không bị những cú sốc của tổng cầu và tổng cung ảnh hưởng đến.

Một nhóm, do Edward Prescott của Trường Đại học Minnesota dẫn đầu đã phát triển một thuyết về những tổng biến động kinh tế gọi là **thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế**, theo đó những cú sốc thực tế của tổng cung không ảnh hưởng đến mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm Y_n . Thuyết này quan niệm các cú sốc thị hiếu (mong muốn làm việc của công nhân, chẳng hạn) và sốc công nghệ (năng suất lao động) là những động lực chính đứng đằng sau những biến động ngắn hạn trong chu kỳ kinh doanh, bởi vì những cú sốc đó dẫn đến những biến động ngắn hạn quan trọng tại Y_n . Mặt khác những di chuyển trong đường tổng cầu, chẳng hạn như là do những thay đổi trong chính sách tiền tệ, không được quan niệm là đặc biệt quan trọng đối với những biến động của tổng sản phẩm. Bởi vì thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế coi đại bộ phận các biến động chu kỳ kinh doanh là kết quả của những biến động trong mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm cho nên thuyết này không thấy cần phải để cho chính sách năng động loại bỏ tình trạng thất nghiệp cao. Thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế là thuyết được tranh cãi rất nhiều và thường là đối tượng được khảo sát rất tích cực.

Một nhóm nhà kinh tế khác không đồng ý với việc cho rằng mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm Y_n không bị những cú sốc tổng cầu ảnh hưởng đến. Những nhà kinh tế này lập luận rằng mức tỷ lệ tự nhiên của thất nghiệp và sản phẩm phải chịu sự **chậm trễ**, sự xuất phát từ mức công an việc làm đầy đủ là kết quả của tình trạng thất nghiệp cao trước đây. Khi thất nghiệp tăng lên do tổng cầu giảm xuống làm đường AD di chuyển vào thì tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên được coi là tăng lên quá mức công an việc làm đầy đủ. Điều này có thể xảy ra bởi vì những người làm thuê trở nên chán nản, và do vậy ít hàng hái đi tìm việc làm hoặc bởi vì những ông chủ có thể không thích thuê công nhân đã bị thất nghiệp lâu ngày, **nghĩ rằng đó là dấu hiệu chỉ rằng công nhân đó không được ưa thích**. Kết quả là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên di chuyển lên sau khi mức thất nghiệp trở nên cao hơn và do vậy Y_n giảm xuống dưới mức công an việc làm đầy đủ. Trong tình hình đó, cơ chế tự điều chỉnh sẽ chỉ có khả năng làm cho nền kinh tế quay trở lại mức tỷ

lệ tự nhiên của sản phẩm và thất nghiệp - chứ không đến mức công an việc làm đầy đủ. Chỉ với chính sách bành trướng làm di chuyển đường tổng cầu sang phải và làm tổng sản phẩm tăng lên, thì mới có thể hạ thấp mức tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (Y_n tăng lên) đến mức công an việc làm đầy đủ. Như vậy, những người dễ xường ra sự chậm trễ rất có thể thúc đẩy các chính sách bành trướng, năng động để khôi phục nền kinh tế đến mức công an việc làm đầy đủ.

Hướng dẫn nghiên cứu

Việc phân tích tổng cung và tổng cầu được nghiên cứu tốt nhất bằng các ứng dụng, trong mục này chúng ta đã vạch ra cái gì xảy đến cho tổng sản phẩm khi cung tiền tệ tăng lên, hoặc khi có một cú sốc cung ứng tiêu cực. Hãy đảm bảo rằng bạn có thể vẽ những di chuyển thích hợp trong đường tổng cung và tổng cầu, và phân tích cái gì xảy đến khi những biến số khác, như thuế hoặc mức giá cả dự tính thay đổi

Tóm tắt. Việc phân tích tổng cung và tổng cầu đưa đến những kết luận sau (với điều kiện giả định thông dụng rằng mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm không bị những cú sốc tổng cung và tổng cầu ảnh hưởng đến) :

1. Di chuyển trong đường tổng cầu - mà có thể gây nên bởi những thay đổi trong chính sách tiền tệ (cung tiền tệ), chính sách thuế (chi tiêu của chính phủ hay thuế) trong buôn bán quốc tế (xuất khẩu ròng) hoặc trong "tinh năng nổ" (lạc quan của người kinh doanh và người tiêu dùng) - chỉ ảnh hưởng đến sản phẩm trong ngắn hạn mà không ảnh hưởng trong dài hạn. Hơn thế nữa, thay đổi ban đầu trong mức giá cả ít hơn là sự thay đổi đã thực hiện trong dài hạn, khi đường tổng cung được điều chỉnh hoàn toàn.

2. Di chuyển trong tổng cung - mà có thể gây nên bởi những thay đổi trong lạm phát dự tính, bởi cố gắng của công nhân đẩy lương thực tế tăng lên, hoặc bởi một cú sốc cung ứng - chỉ ảnh hưởng đến sản phẩm trong ngắn hạn mà không ảnh hưởng trong dài hạn (giữ đường tổng cầu không thay đổi).

3. Nền kinh tế có một cơ chế tự điều chỉnh, làm cho nền kinh tế quay trở lại những mức tăng tỷ lệ tự nhiên của thất nghiệp và của tổng sản phẩm theo thời gian.

ỨNG DỤNG

GIẢI THÍCH CÁC GIAI ĐOẠN CỦA CHU KỲ KINH DOANH ĐÃ QUA

Việc phân tích tổng cung và tổng cầu là một công cụ cực kỳ hữu dụng để phân tích hoạt động kinh tế tổng hợp ; chúng ta sẽ áp dụng sự phân tích này cho các giai đoạn của chu kỳ kinh doanh. Thêm vào đó, vì một mô hình kinh tế tốt phải có thể dự đoán tương lai cũng như giải thích quá khứ, chúng ta sẽ xem cách phân tích tổng cung và tổng cầu có thể được dùng như thế nào để dự đoán sự đáp lại của tổng sản phẩm và mức giá cả đối với các sự kiện có thể xảy ra trong tương lai. Để đơn giản việc phân tích, chúng ta sẽ giả định rằng ban đầu tổng sản phẩm là ở mức tỷ lệ tự nhiên trong mọi ứng dụng sau.

Tiến hành cuộc chiến tranh Việt Nam : 1964 - 1970

Mỹ nhảy vào Việt Nam bắt đầu leo thang vào đầu những năm 1960, và sau năm 1964, thì Mỹ tiến hành một cuộc chiến tranh toàn diện. Bắt đầu từ năm 1965, kết quả chi tiêu quân sự tăng lên làm tăng chi tiêu của chính phủ, trong khi cùng lúc đó Dự trữ Liên bang tăng tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ nhằm ngăn chặn lãi suất tăng lên. Việc phân tích tổng cung và tổng cầu gợi ý gì xảy ra cho tổng sản phẩm và mức giá cả như là kết quả của việc tiến hành cuộc chiến tranh Việt Nam ?

Tăng chi tiêu của chính phủ và tỷ lệ tăng trưởng cao của tiền tệ sẽ di chuyển đường tổng cầu sang phải (như trong Hình 26.5).

Kết quả là, tổng sản phẩm sẽ tăng, thất nghiệp sẽ giảm, và mức giá cả sẽ tăng. Bảng 26.3 chứng minh rằng điều đó đúng như điều đã xảy ra : tỷ lệ thất nghiệp giảm dần một cách đều đặn từ năm 1964 đến năm 1969, vẫn ở dưới mức mà những nhà kinh tế bây giờ coi là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên trong thời kỳ đó (khoảng 5%), còn lạm phát thì bắt đầu tăng lên. Như Hình 26.5 dự đoán, thất nghiệp cuối cùng rồi sẽ bắt đầu quay trở lại mức tỷ lệ tự nhiên do cơ chế tự điều chỉnh của nền kinh tế. Điều đó đúng y như điều mà chúng ta đã thấy xảy ra trong năm 1970, khi lạm phát tăng lên thậm chí cao hơn cả mức thất nghiệp.

Những cú sốc cung ứng tiêu cực : 1973 - 1975 và 1978 - 1980

Năm 1973 nền kinh tế bị một loạt các cú sốc cung ứng tiêu cực. Cuộc cấm vận dầu mỏ do cuộc chiến tranh Ả Rập - Israel năm 1973 gây nên, đã giúp cho Tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ (OPEC) có khả năng tăng gấp 4 lần giá dầu mỏ bằng cách hạn chế sản xuất. Thêm vào đó một loạt mất mùa trên toàn thế giới đã dẫn đến việc giá lương thực tăng rất mạnh. Một nhân tố khác là việc chấm dứt sự kiểm soát lương và giá vào năm 1973 và 1974, điều này đã thúc đẩy công nhân đòi tăng lương đã bị ngăn chặn. Ba sự thúc đẩy của ba sự kiện đó làm cho đường tổng cung di chuyển vào rất mạnh, và như đồ hình tổng cung và tổng cầu trong Hình 26.6 dự đoán, cả mức giá cả và thất nghiệp bắt đầu tăng lên rất mạnh (xem Bảng 26.4).

Bảng 26.3. Thất nghiệp và lạm phát trong thời gian ở Việt Nam 1964-1970

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp	Lạm phát (năm này qua năm khác)
1964	5,0%	1,3%
1965	4,4%	1,7%
1966	3,7%	2,9%
1967	3,7%	2,9%
1968	3,5%	4,2%
1969	3,4%	5,4%
1970	4,8%	5,9%

*Bảng 26.4. Thất nghiệp và lạm phát trong các thời kỳ các cú sốc cung ứng :
1973 - 1975 và 1978-1980*

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp	Lạm phát (năm này qua năm khác)	Năm	Tỷ lệ thất nghiệp	Lạm phát (năm này qua năm khác)
1973	4,8%	6,2%	1978	6,0%	7,7%
1974	5,5%	11,0%	1979	5,8%	11,3%
1975	8,3%	9,1%	1980	7,0%	13,5%

Thời kỳ 1978-1980 hầu như lặp lại thời kỳ 1973-1975. Năm 1978, nền kinh tế vừa mới được hồi phục từ những cú sốc cung ứng của năm 1973-1974, thì những mùa thu hoạch tồi và giá dầu mỏ tăng gấp đôi (là kết quả của việc lật đổ vua Iran) lại gây nên một sự di chuyển mạnh vào của đường tổng cung. Khuôn mẫu do Hình 26.6 dự đoán tự nó lại diễn tả đầy đủ - cả lạm phát và thất nghiệp vọt lên (xem Bảng 26.4).

Cú sốc cung ứng tích cực và sức cạnh tranh của Mỹ giảm xuống : 1985-1986

Đầu năm 1986, lượng dầu quá nhiều trên thế giới do sự tăng sản xuất dầu của Ả-rập Xêút khuyến khích đã làm cho giá dầu mỏ sụt xuống trên 50%. Nhiều nhà dự báo dự đoán một cách ngược lại cảnh năm 1973-1975 và 1978-1980, cú sốc cung ứng tích cực được dự tính là sẽ di chuyển đường tổng cung ra, đưa đến kết quả là lạm phát giảm xuống và sự phồn vinh của chu kỳ kinh doanh cũng giảm xuống vào năm 1986. Như chúng ta có thể thấy trong Bảng 26.5, mặc dù điều dự đoán của những nhà dự báo là lạm phát sẽ giảm đã được thực hiện, nhưng tình hình phồn vinh không xảy đến - thất nghiệp chỉ giảm nhẹ. Cái gì trục trặc trong dự đoán của họ ?

Bảng 26.5 Thất nghiệp và lạm phát : 1985 - 1986

Năm	Tỷ lệ thất nghiệp	Lạm phát (Năm này qua năm khác)
1985	7,1%	3,6%
1986	6,9%	1,9%

Các dự đoán đi sai đường bởi vì khả năng cạnh tranh của các hãng Mỹ với các hãng nước ngoài không ngờ vẫn tiếp tục xấu đi từ 1986, mặc dù giá trị đồng đôla sụt xuống. Xuất khẩu ròng mà trong năm 1985 là - 140 tỷ đôla (đôla 1982), đến năm 1986 xuống đến - 180 tỷ đôla (đôla 1982), một trị giá âm lớn nhất trong lịch sử nước Mỹ. Sự giảm sút mạnh trong xuất khẩu ròng làm cho đường tổng cầu di chuyển vào, điều này bù lại một vài ảnh hưởng bành trướng của việc di chuyển ra của đường tổng cung. Như việc phân tích tổng cung và tổng cầu chỉ ra, kết

quả chỉ là một sự cải thiện yếu trên mặt trận thất nghiệp với một sự giảm bớt rất lớn của lạm phát.

ỨNG DỤNG

DỰ ĐOÁN HOẠT ĐỘNG KINH TẾ TRONG TƯƠNG LAI

Bây giờ chúng ta hãy xem cái gì sẽ xảy đến cho tổng sản phẩm và cho mức giá cả nếu một số sự kiện nhất định xảy ra thì sẽ làm cho trong tương lai gần chúng có khả năng xuất hiện.

Hủy bỏ các hàng rào thương mại của Nhật. Chính phủ Mỹ và chính phủ Nhật đã tiến hành các cuộc thương thuyết về việc hủy bỏ các hàng rào hạn chế việc xuất hàng Mỹ sang Nhật. Nếu những cuộc thương thuyết đó thành công, thì chúng ta dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho sản phẩm và mức giá cả tại Mỹ.

Việc phân tích tổng cung và tổng cầu của chúng ta về việc hủy bỏ các hàng rào thương mại của Nhật là những cái được mô tả trong Hình 26.5. Việc hủy bỏ các hàng rào thương mại của Nhật sẽ làm cho xuất khẩu ròng của Mỹ tăng lên, di chuyển đường tổng cầu sang phải, điều này lúc đầu sẽ làm tăng tổng sản phẩm và mức giá cả (làm tăng lạm phát) tại Mỹ. Tuy nhiên về dài hạn, tổng sản phẩm sẽ quay trở lại mức tỷ lệ tự nhiên của nó và mức giá cả sẽ ngừng tăng lên, do vậy lạm phát sẽ chỉ tăng lên tạm thời.

Giảm các hoạt động quân sự ở nước ngoài của Mỹ. Nếu sau cuộc can thiệp mới đây của Mỹ vào Trung Đông, Mỹ quyết định trong tương lai không muốn tiến hành các hoạt động quân sự ở nước ngoài nữa và do vậy chính phủ cắt giảm chi tiêu, thì điều đó có ảnh hưởng gì đến nền kinh tế?

Việc giảm chi tiêu quân sự chắc là sẽ đưa đến chi tiêu của chính phủ ít hơn và sự di chuyển sang trái của đường tổng cầu. Kết quả sẽ ngược lại cái được mô tả trong Hình 26.5; mức giá cả sẽ giảm, hạ thấp tỷ lệ lạm phát, còn tổng sản phẩm lúc đầu cũng sẽ giảm xuống, tuy nhiên về dài hạn, tổng sản phẩm sẽ quay trở lại mức tỷ lệ tự nhiên.

Hướng dẫn nghiên cứu

Nhiều ví dụ về những sự kiện tương lai với những hàm ý đối với sự di chuyển trong đường tổng cung và đường tổng cầu nảy ra trong ý nghĩ. Hãy tự mình hình dung một vài sự kiện và sau đó sử dụng việc phân tích tổng cung và tổng cầu để dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho nền kinh tế. Những bài tập như vậy giúp bạn nắm vững cách phân tích tổng cung và tổng cầu (và thậm chí có thể để làm cho nó quen).

TÓM TẮT

1. Đường tổng cầu chỉ ra lượng tổng sản phẩm được yêu cầu tại mỗi mức giá cả và nó nghiêng xuống. Những nhà tiền tệ coi những thay đổi trong cung tiền tệ là nguyên nhân đầu tiên của những di chuyển trong đường tổng cầu.

Những người theo Keynes tin rằng chỉ có những thay đổi trong cung tiền tệ là quan trọng đối với những di chuyển trong đường tổng cầu, mà những thay đổi trong chính sách thuế (chi tiêu của chính phủ và thuế) xuất khẩu ròng và sự mong muốn chi tiêu của những người tiêu dùng và của những nhà kinh doanh ("tính năng nổ") cũng quan trọng như vậy.

2. Trong ngắn hạn, đường tổng cung nghiêng lên, bởi vì mức giá cả tăng lên làm tăng lợi nhuận thu được trên mỗi đơn vị sản xuất và lượng sản phẩm cung ứng tăng lên. Bốn nhân tố có thể làm cho đường tổng cung di chuyển: (a) sự căng thẳng của thị trường lao động như được đại diện bởi thất nghiệp

so với tỷ lệ tự nhiên, (b) những dự tính về lạm phát, (c) cố gắng của công nhân đẩy lương thực tế của họ tăng lên và (d) những cú sốc cung ứng (không liên quan đến lượng) mà ảnh hưởng đến chi phí sản xuất.

5. Sự thăng bằng trong ngắn hạn xảy ra tại điểm mà ở đó đường tổng cầu cắt đường tổng cung. Mặc dù đó là nơi mà nền kinh tế hướng đến tạm thời, nhưng có một cơ chế tự điều chỉnh, cơ chế này đưa nền kinh tế thường xuyên ở mức thăng bằng dài hạn, theo đó tổng sản phẩm ở tại mức tỷ lệ tự nhiên. Những di chuyển trong đường tổng cung hay đường tổng cầu có thể gây nên những thay đổi trong tổng sản phẩm và trong mức giá cả.

4. Việc phân tích tổng cung và tổng cầu là một công cụ hữu dụng bởi vì nó có thể được sử dụng hoặc để giải thích những giai đoạn chu kỳ kinh doanh đã qua hoặc để giải thích sự đáp lại của tổng sản phẩm và mức giá cả đối với những sự kiện tương lai.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Giả định rằng một nhà tiên tẹ dự đoán tốc độ là 5. Hãy vẽ đồ thị đường tổng cầu nếu cung tiền tẹ là 400 tỷ đôla. Nếu cung tiền tẹ giảm xuống đến 50 tỷ đôla thì cái gì xảy ra với vị trí của đường tổng cầu ?

*2. Milton Friedman phát biểu rằng "tiền tẹ là duy nhất có ý nghĩa quan trọng đối với thu nhập danh nghĩa". Điều phát biểu này được đưa vào trong đường tổng cầu như thế nào trong khuôn khổ thuyết tiền tẹ ?

3. Giả định là chỉ tiêu của chính phủ tăng lên đồng thời với việc cung tiền tẹ giảm xuống. Cái gì sẽ xảy ra cho vị trí của đường tổng cầu, của Keynes ? và đường tổng cầu của những nhà tiên tẹ ?

*4. Tại sao đường tổng cầu của Keynes di chuyển khi "tính năng nổ" thay đổi, nhưng đường tổng cầu của những nhà tiên tẹ lại không di chuyển ?

5. Nếu đôla tăng giá so với các ngoại tẹ, do vậy hàng ngoại trở nên đắt hơn tại Mỹ, thì cái gì sẽ xảy ra đến cho vị trí của đường tổng cầu ? của đường tổng cung ?

*6. Trả lời đúng, sai, không chắc chắn : "Cách xử thế của những hãng kinh doanh tối đa hóa lợi nhuận, giải thích tại sao đường tổng cung nghiêng lên ?

7. Nếu sự thiếu hụt lén của ngân sách làm cho công chúng nghĩ rằng trong tương lai lạm phát sẽ lên cao thì cái gì sẽ xảy ra cho đường tổng cung khi thiếu hụt ngân sách tăng.

*8. Nếu một viên thuốc được phát minh, mà khi công nhân dùng nó, sẽ tăng năng suất lao động lên gấp đôi, nhưng lương của họ không tăng thì cái gì sẽ xảy ra cho vị trí của đường tổng cung ?

9. Khi tổng sản phẩm ở dưới mức tỷ lệ tự nhiên, cái gì sẽ xảy ra cho mức giá cả qua thời gian nếu đường tổng cầu vẫn không thay đổi ? tại sao ?

*10. Hãy chỉ ra việc phân tích tổng cung và tổng cầu có thể giải thích như thế nào về lý do tại sao cả tổng sản phẩm và mức giá cả đều giảm rất mạnh xuống khi chỉ tiêu đầu tư sụp đổ trong thời kỳ Đại suy thoái.

11. Trả lời đúng, sai, hoặc không chắc chắn : một sự khác nhau quan trọng giữa những nhà tiên tẹ với những nhà theo Keynes là ở chỗ họ cho rằng dài hạn thực sự là dài bao nhiêu.

Sử dụng phân tích kinh tế để dự đoán tương lai.

*12. Dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho tổng sản phẩm và mức giá cả nếu dự trữ liên bang tăng cung tiền tẹ đồng thời với việc Quốc hội cắt giảm thuế thu nhập.

13. Giả định rằng công chúng tin rằng một chương trình chống lạm phát mới công bố sẽ được thực hiện, và do đó hạ thấp dự đoán của họ về lạm phát tương lai : cái gì sẽ xảy ra cho tổng sản phẩm và mức giá cả trong ngắn hạn ?

*14. Có những ý kiến đề xuất với Quốc hội ủng hộ việc áp dụng thuế bán hàng trong nước. Hãy dự đoán ảnh hưởng của thuế đó đối với các đường tổng cung và tổng cầu và đối với tổng sản phẩm và mức giá cả.

15. Với việc đồng đôla giảm giá trị từ 1985, một số chuyên gia dự đoán một sự cải thiện lớn trong khả năng cạnh tranh của các hãng Mỹ ở nước ngoài. Hãy dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho sản phẩm và mức giá cả tại Mỹ do tình hình đó mang lại.

PHỤ LỤC CHƯƠNG 26

Tổng cung và đường Phillips : bối cảnh lịch sử

Trong phụ lục này chúng ta xem xét quan điểm của các nhà kinh tế về tổng cung đã tiến triển qua thời gian như thế nào và khái niệm đường Phillips là như thế nào, đường này mô tả mối quan hệ giữa thất nghiệp và lạm phát, khớp với sự phân tích về tổng cầu.

Những nhà kinh tế cổ điển, trước Keynes, tin rằng lương và giá cả là rất linh hoạt, do vậy nền kinh tế lúc nào cũng sẽ điều chỉnh nhanh chóng phù hợp với mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm (Y_n). Trong thực tế, quan điểm này tương đương với việc cho rằng đường tổng cung ngay cả trong ngắn hạn là thẳng đứng tại một mức sản phẩm của Y_n .

Với sự xuất hiện cuộc Đại suy thoái năm 1929 và thời kỳ dài thất nghiệp cao tiếp sau đó, quan điểm cổ điển về một nền kinh tế điều chỉnh nhanh chóng theo mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm trở nên kém vững chắc.

Học thuyết của John Maynard Keynes nổi lên như là cách suy nghĩ dừng đầu về việc xác định tổng sản phẩm và quan điểm cho rằng tổng cung là thẳng đứng bị từ bỏ. Thay vào đó, những nhà theo Keynes trước đây trong những năm 1930, 1940 và 1950 cho rằng, vì mục đích thực tiễn, mức giá cả có thể coi là cố định. Do vậy họ quan niệm rằng tổng cung là một đường nằm ngang trong đó tổng sản phẩm có thể tăng mà mức giá không tăng⁽¹⁾.

Năm 1958, A.W. Phillips công bố tài liệu nổi tiếng của mình, trình bày mối quan hệ giữa thất nghiệp và lạm phát. Mối quan hệ này được Paul Samuelson và Robert Solow của Viện kỹ thuật Massachusetts phổ cập hóa vào đầu những năm 1960, và đương nhiên là đầy đủ, và được gọi là đường Phillips theo tên người phát hiện ra nó. Đường Phillips chỉ ra rằng tỷ lệ thay đổi của tiền lương ($\Delta w/w$, được gọi là *lạm phát tiền lương* liên hệ nghịch với mức chênh lệch giữa tỷ lệ thất nghiệp thật sự (U) với tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (U_n).

(1) Việc cho rằng mức giá cả là cố định là một yếu tố chính của mô hình ISLM được bổ sung thêm vào bởi những người theo Keynes (Chương 24 và 25)

$$\Delta w/w = -h \times (U - U_n)$$

trong đó h là một hằng số chỉ ra lạm phát tiền lương thay đổi bao nhiêu đối với một số thay đổi đã cho của $U - U_n$. Nếu h là 2 chẳng hạn, thì 1% tăng lên trong tỷ lệ thất nghiệp so với tỷ lệ tự nhiên sẽ đưa đến kết quả 2% giảm xuống trong lạm phát tiền lương.

Đường Phillips cung cấp một quan điểm về tổng cung bởi vì nó chỉ ra rằng tổng sản phẩm tăng lên làm tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống sẽ làm tăng lạm phát tiền lương và như vậy đưa đến một mức cao hơn của tiền lương và của mức giá cả. Nói một cách khác, đường Phillips hàm ý rằng đường tổng cung sẽ nghiêng lên. Thêm vào đó, nó chỉ ra rằng khi $U > U_n$ (thị trường lao động dễ tuyển nhân công) thì $\Delta w/w$ là âm và lương giảm xuống qua thời gian). Như vậy đường Phillips ủng hộ quan điểm về tổng cung trong Chương 26 rằng khi thị trường lao động dễ tuyển nhân công thì chi phí sản xuất sẽ giảm và đường tổng cung sẽ di chuyển ra ⁽²⁾.

Hình 26A.1 cho thấy mối quan hệ của đường Phillips là như thế nào đối với Mỹ. Như chúng ta có thể thấy từ hình (a), mối quan hệ hoạt động tốt cho đến năm 1969 và hình như chỉ ra một sự đối chác rõ ràng giữa thất nghiệp và lạm phát tiền lương. Nếu công chúng muốn có một tỷ lệ thất nghiệp thấp hơn, thì họ có thể "mua" điều đó bằng cách chấp nhận một tỷ lệ cao hơn của lạm phát tiền lương.

Tuy nhiên, năm 1967, Milton Friedman vạch ra một nhược điểm nghiêm trọng của cách phân tích của đường Phillips bởi vì nó bỏ ra ngoài một nhân tố quan trọng ảnh hưởng đến những thay đổi của lương: những dự tính của công nhân về lạm phát. Friedman lưu ý rằng các hãng và công nhân quan tâm đến lương thực tế, chứ không phải là lương danh nghĩa; họ quan tâm đến lương được điều chỉnh theo bất kỳ sự tăng dự tính nào trong mức giá cả - tức là họ chú ý đến tỷ lệ thay đổi của tiền lương trừ đi lạm phát dự tính. Khi thất nghiệp cao so với tỷ lệ tự nhiên, thì lương thực tế (chứ không phải danh nghĩa) sẽ giảm ($\Delta w/w - \pi^e < 0$); khi thất nghiệp thấp so với tỷ lệ tự nhiên, thì lương thực tế sẽ tăng lên ($\Delta w/w - \pi^e > 0$). Do vậy mối quan hệ đường Phillips cần được thay đổi bằng cách

(2) Bởi vì công nhân có năng suất lao động cao hơn qua thời gian do kết quả của công nghệ mới và vốn hiện vật tăng lên, cho nên lương thực tế của họ tăng lên qua thời gian, ngay cả khi nền kinh tế ở tại tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên. Để phản ánh điều này, đường Phillips sẽ bao gồm một số hạng phản ánh sự tăng trưởng của lương thực tế do năng suất lao động của công nhân cao hơn. Chúng ta để số hạng này ra ngoài phương trình trong bài bởi vì năng suất lao động cao hơn do lương thực tế cao hơn sẽ không làm cho đường tổng cung di chuyển ra. Nếu, ví dụ, năng suất lao động của công nhân tăng 3% mỗi năm và lương thực tế của họ tăng 3% mỗi năm, thì chi phí thực sự của công nhân đối với hãng (gọi là chi phí đơn vị lao động) vẫn không thay đổi và đường tổng cung không di chuyển. Như vậy số hạng $\Delta w/w$ trong đường Phillips nói trên được coi là sự thay đổi trong chi phí đơn vị lao động thì chính xác hơn.

thay $\Delta w/w$ bằng $\Delta w/w - \pi^e$. Điều này đưa đến kết quả một đường Phillips cộng thêm dự tính được biểu thị :

$$\frac{\Delta w}{w} - \pi^e = -h \times (U - U_n) \quad \text{hoặc} \quad \frac{\Delta w}{w} = -h \times (U - U_n) + \pi^e$$

Đường Phillips cộng thêm dự tính hàm ý rằng vì lạm phát dự tính tăng lên, lương danh nghĩa sẽ tăng để ngăn không cho lương thực tế giảm xuống ; do vậy đường Phillips sẽ di chuyển lên. Kết quả tăng lên trong chi phí sản xuất do vậy sẽ di chuyển đường tổng cung vào. Do đó kết luận rút ra từ sự sửa đổi của Friedman đối với đường Phillips là lạm phát dự tính càng cao thì đường tổng cầu di chuyển vào càng lớn ; kết luận này được đưa vào cách phân tích đường tổng cung trong chương.

Sự sửa đổi của Friedman đối với việc phân tích đường Phillips đặc biệt rõ ràng : với việc lạm phát tăng lên trong các năm cuối của những năm 1960, đường Phillips thực sự đã bắt đầu di chuyển lên, như chúng ta có thể thấy trong hình (b). Một đặc điểm quan trọng của hình (b) là sự đối chác giữa thất nghiệp và lạm phát tiền lương không còn rõ nữa ; không có mối quan hệ rõ ràng giữa thất nghiệp và lạm phát tiền lương - một tỷ lệ cao của lạm phát tiền lương không có nghĩa là thất nghiệp là thấp, hoặc một tỷ lệ lạm phát tiền lương thấp không có nghĩa là thất nghiệp là cao. Đó đúng là điều mà đường Phillips cộng thêm dự tính đã dự đoán : một tỷ lệ thất nghiệp thường xuyên thấp hơn tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên không thể "nuôi" được bằng cách chấp nhận một tỷ lệ lạm phát cao hơn, bởi vì không có sự đối chác về dài hạn giữa thất nghiệp với lạm phát tiền lương⁽³⁾.

- (3) Điều dự đoán có thể rút ra từ đường Phillips cộng thêm dự tính như sau. Khi lạm phát tiền lương được giữ ở mức không thay đổi, thì lạm phát và lạm phát dự tính cuối cùng sẽ bằng lạm phát tiền lương. Do vậy về dài hạn

$$\pi = \frac{\Delta w}{w}$$

Thay trị giá dài hạn của π trên đây vào đường Phillips cộng thêm dự tính cho chúng ta

$$\frac{\Delta w}{w} = -h \times (U - U_n) + \frac{\Delta w}{w}$$

Trừ $\Delta w/w$ khỏi hai vế của phương trình sẽ có được phương trình sau :

$$0 = -h \times (U - U_n)$$

Phương trình này hàm ý rằng $U = U_n$

Phương trình này nói cho chúng ta rằng về dài hạn, đối với bất cứ mức lạm phát tiền lương nào thì thất nghiệp sẽ ở mức tỷ lệ tự nhiên của nó ; Do vậy đường Phillips dài hạn là thẳng đứng và không có sự đối chác về dài hạn giữa thất nghiệp với lạm phát tiền lương.

Một sự hoàn thiện khác của khái niệm tổng cung là do kết quả nghiên cứu của Milton Friedman, Edmund Phelps và Robert Lucas, họ khai thác những hàm ý của đường Phillips đối với sự vận động của thất nghiệp. Giải đường Phillips cộng thêm dự tính, tính cho U đưa đến biểu thức sau :

$$U = U_n - \frac{(\Delta w / w \cdot \pi^e)}{h}$$

Bởi vì lạm phát tiền lương và lạm phát giá cả liên hệ chặt chẽ với nhau, nên π có thể được thay bằng $\Delta w / w$ trong phương trình trên và ta có :

$$U = U_n - \frac{(\pi - \pi^e)}{h}$$

Biểu thức này thường được gọi là "hàm số cung Lucas" chỉ ra rằng thất nghiệp và tổng sản phẩm lệch với mức tăng tỷ lệ tự nhiên là đáp lại lạm phát không dự tính trước (lạm phát hiện tại - lạm phát dự tính, $\pi - \pi^e$). Khi lạm phát lớn hơn dự tính, thất nghiệp sẽ thấp hơn mức tự nhiên (tổng sản phẩm trên tỷ lệ tự nhiên). Khi lạm phát ở dưới mức dự tính, thất nghiệp sẽ tăng lên trên mức tỷ lệ tự nhiên. Kết luận từ quan điểm này về tổng cung là chỉ có chính sách đi trước mới có thể gây nên những chuyển lệch khỏi tỷ lệ tự nhiên của thất nghiệp và sản phẩm. Hàm ý của quan điểm này được khảo sát chi tiết trong Chương 30.

CHƯƠNG 27

Tiền tệ và hoạt động kinh tế : Chứng cứ thực nghiệm

LỜI DẪN

Từ năm 1980, nền kinh tế Mỹ nằm trên chiếc tàu bập bênh với một tình hình sản phẩm và thất nghiệp bị biến động dữ dội. Tiếp theo cuộc suy thoái năm 1980 là một thời kỳ kỷ lục phát triển kinh tế ngắn ngủi nhất. Một năm sau thì nền kinh tế rơi vào cuộc suy thoái 1981 - 1982, một tình trạng co hẹp kinh tế nghiêm trọng nhất trong thời kỳ sau chiến tranh - tỷ lệ thất nghiệp lên đến trên 10%. Sau cuộc suy thoái 1981 - 1982 là một thời kỳ dài phát triển kinh tế dẫn đến tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống dưới 6% trong thời kỳ 1987 - 1990. Với cuộc xâm lược của Iraq vào Côét và giá dầu mỏ tăng lên trong nửa cuối năm 1990, nền kinh tế lại rơi vào suy thoái. Với những biến động lớn trong tổng sản phẩm và tiếp theo đó là tình trạng kinh tế bất ổn định, những nhà hoạch định chính sách đứng trước vấn đề tiến thoái lưỡng nan sau đây : phải áp dụng chính sách nào hay những chính sách nào để giảm bớt biến động của sản phẩm trong tương lai ?

Như chúng ta đã học trong Chương 26, những nhà tiền tệ tin là chỉ có một nguyên nhân chính của những biến động của sản phẩm : những thay đổi trong cung tiền tệ. Giải pháp của họ để giảm bớt các biến động của sản phẩm là quy tắc một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ không thay đổi. Còn các người theo Keynes thì lại tin rằng còn có những nguyên nhân khác của biến động sản phẩm (chính sách tài chính, xuất khẩu ròng, "tính năng nổ", các cú sốc cung ứng), và họ hoài nghi là chỉ có một mình việc kiểm soát cung tiền tệ sẽ loại bỏ những biến động đó. Như bạn có thể thấy, một điều cực kỳ quan trọng đối với những người hoạch định chính sách là phải biết tiền tệ là quan trọng như thế nào với tư cách là một nhân tố trong việc xác định toàn bộ hoạt động kinh tế.

Trong chương này chúng ta xem xét chứng cứ thực nghiệm về ảnh hưởng của tiền tệ đến tổng sản phẩm (GNP thực tế) và tổng chi tiêu (GNP danh nghĩa) và bàn về sự bất đồng giữa những nhà tiền tệ và những người theo Keynes về tầm quan trọng của tiền tệ đối với những biến số đó. Điều ngạc nhiên là mặc dù đã có một số quan điểm giống nhau, nhưng 30 năm sau những sự khác biệt vẫn tồn tại ! Những cuộc tranh luận trong khoa học tự nhiên thường được giải quyết nhanh hơn. Tại sao trong kinh tế học lại không như vậy ?

Chương nào cho chúng ta câu trả lời cho vấn đề này bằng cách nhằm vào việc tại sao chứng cứ thực nghiệm trong kinh tế học lại khó lý giải hơn là chứng cứ trong khoa học tự nhiên. Những cuộc tranh luận trong kinh tế học thường vẫn chưa được giải quyết bởi vì có hai loại chứng cứ mà đôi khi đưa đến những kết luận mâu thuẫn nhau. Việc phân tích trong chương này sẽ không chỉ giúp bạn hiểu cuộc tranh luận về tầm quan trọng của hoạt động kinh tế, mà quan trọng hơn là sẽ cho bạn một khung cảnh về cách đánh giá như thế nào những cuộc tranh luận khác trong kinh tế học (cũng như những môn khoa học khác) mà rất khó giải quyết.

HAI LOẠI CHỨNG CỨ THỰC NGHIỆM

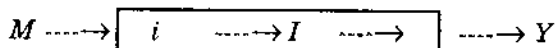
Chúng ta gặp hai loại chứng cứ thực nghiệm trong kinh tế học và trong các môn khoa học khác : **chứng cứ mô hình cơ cấu** xem xét phải chăng một biến số này ảnh hưởng đến biến số kia bằng cách sử dụng những dữ kiện để lập một mô hình giải thích những con đường mà qua đó biến số này ảnh hưởng đến biến số kia ; **chứng cứ rút gọn** xem xét phải chăng một biến số này ảnh hưởng đến biến số kia đơn giản bằng cách nhìn trực tiếp vào mối quan hệ giữa hai biến số đó.

Giả định là phải chăng bạn quan tâm đến việc uống cà phê gây nên bệnh đau tim : **Chứng cứ theo mô hình cơ cấu** sẽ kéo theo việc phát triển một mô hình thực nghiệm, mô hình này phân tích các dữ kiện về việc cà phê bị cơ thể con người làm biến chất đi như thế nào, nó ảnh hưởng đến hoạt động của trái tim như thế nào, và những ảnh hưởng của nó đến quá tim tấn công quá tim như thế nào. Chứng cứ rút gọn sẽ kéo theo việc nhìn xem trực tiếp, phải chăng những người uống cà phê có xu hướng thường bị đau tim hơn là những người không uống cà phê. Các bạn xem xét chứng cứ nào - chứng cứ mô hình cơ cấu hay là vào chứng cứ rút gọn - mỗi chứng cứ có thể đưa đến những kết luận khác nhau. Điều này đặc biệt đúng đối với việc tranh luận giữa những nhà tiền tệ với những người theo Keynes :

những nhà tiền tệ có khuynh hướng nhằm vào chứng cứ rút gọn và phát hiện rằng những thay đổi trong cung tiền tệ là quan trọng hơn đối với hoạt động kinh tế, còn những người theo Keynes thì không cho là như vậy, họ nhằm vào chứng cứ mô hình cơ cấu. Để hiểu được những khác nhau trong quan điểm của họ về tầm quan trọng của chính sách tiền tệ, chúng ta cần nhìn vào bản chất và những điều lợi và bất lợi của hai loại chứng cứ đó.

Chứng cứ mô hình cơ cấu

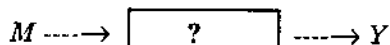
Cách phân tích của Keynes được bàn đến trong Chương 26 là riêng biệt về những con đường mà thông qua đó cung tiền tệ ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế (gọi là **những cơ chế truyền động của chính sách tiền tệ**). Những người theo Keynes đặc biệt xem xét ảnh hưởng của tiền tệ đến hoạt động kinh tế bằng cách lập ra **mô hình cơ cấu** - là một sự mô tả nền kinh tế hoạt động như thế nào bằng cách sử dụng một tập hợp các phương trình mô tả thái độ của các hãng kinh doanh và của những người tiêu dùng trong nhiều lĩnh vực kinh tế. Những phương trình này chỉ cho thấy những kênh mà thông qua đó chính sách tiền tệ và chính sách tài chính ảnh hưởng đến tổng sản phẩm và tổng chi tiêu. Một mô hình cơ cấu của Keynes, chẳng hạn, có thể có những phương trình vận động mô tả cách hoạt động của chính sách tiền tệ với đồ hình sau :



Mô hình mô tả cơ chế truyền động của chính sách tiền tệ như sau : cung tiền tệ (M) ảnh hưởng đến lãi suất (i), lãi suất ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư (I), chi tiêu đầu tư ảnh hưởng đến tổng sản phẩm hoặc đến tổng chi tiêu (Y). Những người theo Keynes xem xét mối quan hệ giữa M và Y bằng cách nhìn vào chứng cứ kinh nghiệm (chứng cứ mô hình cơ cấu) trên các kênh riêng biệt của việc ảnh hưởng của tiền tệ, chẳng hạn như mối quan hệ giữa lãi suất với chi tiêu đầu tư.

Chứng cứ rút gọn

Những nhà tiền tệ, một mặt khác, không mô tả những kênh riêng biệt mà cung tiền tệ thông qua đó ảnh hưởng đến tổng chi tiêu, thay vào đó, họ xem xét ảnh hưởng của tiền tệ đến hoạt động kinh tế bằng cách nhìn xem phải chăng những chuyển động trong Y liên hệ chặt chẽ với những chuyển động trong M (có một tương quan lớn). Sử dụng chứng cứ rút gọn, những nhà tiền tệ phân tích ảnh hưởng của M đối với Y như thể nền kinh tế là một cái hộp đen trong đó có thể nhìn thấy được hoạt động của nó. Cách các nhà tiền tệ nhìn vào chứng cứ có thể biểu diễn bằng đồ hình sau, trong đó nền kinh tế được vẽ như là một hộp đen với một dấu hỏi.



Bây giờ khi mà chúng ta đã thấy các nhà tiền tệ và các nhà theo Keynes nhìn như thế nào vào chứng cứ kinh nghiệm trên mối quan hệ giữa tiền tệ và hoạt động kinh tế, thì chúng ta có thể xem xét những điều lợi và bất lợi của mô hình rút gọn đối lại với cách tiếp cận của mô hình cơ cấu.

Những điều lợi và bất lợi của chứng cứ mô hình cơ cấu

Cách tiếp cận của mô hình cơ cấu, đầu tiên được những người theo Keynes sử dụng, có điều lợi là làm cho chúng ta hiểu được nền kinh tế hoạt động như thế nào. Nếu cơ cấu là đúng, nghĩa là, nếu nó chứa đựng mọi cơ chế truyền động và các kênh, mà thông qua đó chính sách tiền tệ và chính sách tài chính có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế, thì cách tiếp cận của mô hình cơ cấu có ba điều lợi chính so với cách tiếp cận rút gọn.

1. Vì chúng ta có thể đánh giá riêng biệt mỗi cơ chế truyền động để xem thử nó có thích đáng hay không, chúng ta có thể có nhiều chứng cứ về việc phải chăng tiền tệ có một ảnh hưởng quan trọng đến hoạt động kinh tế. Nếu chúng ta thấy được những ảnh hưởng quan trọng của tiền tệ đến hoạt động kinh tế, chẳng hạn, thì chúng ta sẽ tin hơn rằng những thay đổi trong tiền tệ thực sự gây nên những thay đổi trong hoạt động kinh tế, nghĩa là, chúng ta sẽ tin hơn vào hướng nhân quả giữa M và Y .

2. Biết được những thay đổi trong tiền tệ ảnh hưởng như thế nào đến hoạt động kinh tế có thể giúp chúng ta dự đoán chính xác hơn ảnh hưởng của M đến Y . Sự bành trướng của tiền tệ có thể được phát hiện là có ảnh hưởng ít hơn khi lãi suất thấp. Do vậy, khi lãi suất lên cao hơn, chúng ta có thể dự đoán rằng một sự bành trướng trong cung tiền tệ sẽ ảnh hưởng đến Y mạnh hơn là nếu nó khác đi.

3. Hiểu được nền kinh tế hoạt động như thế nào, chúng ta có thể dự đoán những thay đổi về thể chế của nền kinh tế có thể ảnh hưởng như thế nào đến mối quan hệ giữa M và Y . Ví dụ, năm 1980 khi Quy định Q vẫn còn hiệu lực, thì những hạn chế trong việc trả lãi về tiền gửi tiết kiệm có nghĩa là người tiêu dùng bình thường sẽ không thu được nhiều hơn về tiền tiết kiệm của mình khi lãi suất tăng lên. Với việc hủy bỏ Quy định Q thì lúc này người tiêu dùng bình thường thu được nhiều hơn về tiền gửi tiết kiệm khi lãi suất tăng. Nếu chúng ta hiểu được thu nhập về tiền gửi tiết kiệm ảnh hưởng như thế nào đến chi tiêu tiêu dùng, thì chúng ta có thể nói rằng thay đổi trong cung tiền tệ mà ảnh hưởng đến lãi suất, thì ngày nay sẽ có một ảnh hưởng khác với ảnh hưởng của nó có thể có trước năm 1980. Do bước đi nhanh chóng của việc đổi mới tài chính, nên điều lợi của việc có

khả năng dự đoán những thay đổi về thể chế ảnh hưởng như thế nào đến mối liên hệ giữa M và Y bây giờ có thể quan trọng hơn là trước đây.

Ba điều lợi đó của cách tiếp cận theo mô hình cơ cấu gợi ý rằng cách tiếp cận đó là tốt hơn cách tiếp cận rút gọn, nếu chúng ta biết được cơ cấu đúng của mô hình. Dùng một cách khác, chứng cứ mô hình cơ cấu chỉ tốt như mô hình cơ cấu mà nó dựa trên đó; nghĩa là, nó chỉ là tốt nhất nếu mọi cơ chế truyền động được hiểu biết hoàn toàn. Đó là chữ *nếu* lớn, vì nếu không đưa một hoặc hai cơ chế truyền động thích đáng về chính sách tiền tệ vào mô hình cơ cấu thì có thể đưa đến kết quả là đánh giá rất thấp ảnh hưởng của M đối với Y .

Các nhà tiền tệ lo lắng rằng các mô hình cơ cấu kiểu Keynes có thể bỏ quên các cơ chế truyền động quan trọng nhất về chính sách tiền tệ. Ví dụ, nếu các cơ chế truyền động quan trọng nhất kéo theo sự chi tiêu tiêu dùng hơn là chi tiêu đầu tư, thì mô hình cơ cấu của Keynes (chẳng hạn như mô hình trong trang 767) nhằm vào chi tiêu đầu tư cho cơ chế truyền động tiền tệ của mô hình này, có thể đánh giá thấp tầm quan trọng của tiền tệ đối với nền kinh tế. Nói một cách khác, những nhà tiền tệ bác bỏ cách lý giải chứng cứ của nhiều mô hình cơ cấu của Keynes, bởi vì họ tin là những con kênh của ảnh hưởng tiền tệ bị xác định quá chật hẹp. Trong một ý nghĩa nào đó, họ kết tội những người theo Keynes là mang miếng bịt mắt làm cho những người theo Keynes không thấy tầm quan trọng đầy đủ của chính sách tiền tệ.

Những điều lợi và bất lợi của chứng cứ rút gọn

Điểm lợi chính của chứng cứ rút gọn so với chứng cứ mô hình cơ cấu là ở chỗ không có sự hạn chế nào đối với con đường mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế. Bởi vậy, nếu chúng ta không chắc chắn rằng chúng ta đã hiểu được cơ chế truyền động tiền tệ là cái gì, thì chúng ta rất có thể nhận ra được tất cả ảnh hưởng của M đối với Y bằng cách nhìn xem có phải những chuyển động trong Y có một tương quan cao với những chuyển động trong M hay không. Những nhà tiền tệ ưu ái chứng cứ rút gọn bởi vì họ tin rằng con kênh riêng biệt mà thông qua đó những thay đổi trong cung tiền tệ ảnh hưởng đến Y là đa dạng và tiếp tục thay đổi. Họ lập luận rằng có thể rất khó xác định mọi cơ chế truyền động của chính sách tiền tệ.

Sự phản đối đáng lưu ý nhất đối với chứng cứ rút gọn là ở chỗ nó có thể gợi ý sai lầm những thay đổi trong M dẫn đến những thay đổi trong Y trong khi đó

không phải là như vậy. Một nguyên tắc cơ bản áp dụng cho mọi môn khoa học bao gồm kinh tế học, quy định rằng mỗi tương quan không nhất thiết hàm ý mối nhân quả. Do sự chuyển động của một biến số này liên hệ chặt chẽ tới một biến số khác, nên không thể nhất thiết có nghĩa là biến số này gây ra biến số kia.

Giả định bạn nhận thấy rằng nơi nào mà xảy ra nhiều tội hình sự thì ở đó nhiều cảnh sát đi tuần đường phố hơn. Vậy liệu bạn có thể vì thế mà kết luận là cảnh sát đi tuần gây nên hoạt động trọng tội hình sự và khuyên là nên đưa cảnh sát ra khỏi đường phố là giải pháp làm giảm mức tội phạm hay không? Rõ ràng câu trả lời là "không", bởi vì cảnh sát đi tuần không gây nên hoạt động tội phạm; hoạt động tội phạm gây nên cảnh sát đi tuần. Tình hình này gọi là nhân quả ngược và có thể đưa đến những kết luận sai lầm khi giải thích các mối tương quan (xem Bài đọc thêm 27.1).

Vấn đề nhân quả ngược có thể có khi xem xét mối liên hệ giữa tiền tệ với tổng sản phẩm hoặc với chi tiêu. Cuộc bàn luận của chúng ta về việc chỉ đạo chính sách tiền tệ trong Chương 20 gợi ý rằng khi dự trữ liên bang có chỉ tiêu lãi suất hoặc chỉ tiêu dự trữ tự do, thì sản phẩm cao hơn có thể đưa đến cung tiền tệ cao hơn. Nếu đa số mối tương quan giữa M và Y xảy ra là do chỉ tiêu lãi suất của Fed, thì việc kiểm soát cung tiền tệ sẽ không giúp cho việc kiểm soát tổng sản phẩm, bởi vì chính thực Y là nguyên nhân của M chứ không phải là cái gì chung chung khác.

BÀI ĐỌC THÊM 27.1

Những nguy hiểm của mối nhân quả ngược : truyện dân gian Nga

Một truyện dân gian Nga minh họa những vấn đề có thể sinh ra từ nhân quả ngược. Như câu truyện đã kể, một lần xảy ra một nạn dịch tại một vùng thôn quê Nga và nhiều bác sĩ đã được phái đến những nơi mà dịch hoành hành nhất. Dân

quê tại vùng đấy nhận thấy rằng ở đâu mà các bác sĩ đến, thì có nhiều người chết. Do vậy để giảm bớt người chết, họ giết hết các bác sĩ. Tình hình dân quê đứng lùn như thế có tốt hơn không? Tại sao có, tại sao không?

Một khía cạnh khác của vấn đề giữa tương quan với nhân quả là ở chỗ nhân tố thứ ba (chưa rõ) có thể là động lực ở đằng sau hai biến số cùng chuyển động với nhau. Uống cà phê có thể kết hợp với bệnh đau tim, không phải vì uống cà phê gây nên những cơn đau tim, mà bởi vì những người uống cà phê có thể là những người bị căng thẳng và sự căng thẳng đó gây nên những cơn đau tim. Do vậy, làm cho người ta đừng uống cà phê nữa, sẽ không làm giảm bớt nạn đau tim.

Tương tự nếu có một nhân tố thứ ba làm cho M và Y cùng chuyển động, thì kiểm soát M sẽ không cải thiện việc kiểm soát Y . (Nguy hiểm của việc quên yếu tố điều khiển thứ ba được minh họa trong Bài đọc thêm 27.2).

BÀI ĐỌC THÊM 27.2

Những nguy hiểm của việc không liếc đến nhân tố động lực thứ ba : một cuộc bầu cử Tổng thống như thế nào

Một cố vấn chính trị của một ứng cử viên tổng thống phát hiện ra ở một tỉnh nhỏ tại New Hampshire, mà phiếu bầu tổng thống của họ lúc nào cũng tương xứng với phiếu bầu quốc gia, nghĩa là, tại mỗi lần bầu cử thì đều có một tương quan tuyệt diệu giữa cuộc bỏ phiếu của tỉnh với cuộc bỏ phiếu quốc gia. Do vậy,

người cố vấn chính trị nói với ứng cử viên rằng việc bầu ông ta sẽ được bảo đảm nếu mọi khoản tiền của chiến dịch vận động của ông là được chi chỉ tại một tỉnh đó thôi.

Liệu Ứng cử viên Tổng thống thành công hay thất bại ? Tại sao có, tại sao không ?

Tóm tắt. Không có trường hợp rõ ràng có thể xảy ra làm cho chứng cứ rút gọn được ưa thích hơn chứng cứ mô hình cơ cấu, hoặc ngược lại. Cách tiếp cận của mô hình cơ cấu, đầu tiên được những người theo Keynes sử dụng, cung cấp một sự hiểu biết về việc nền kinh tế hoạt động như thế nào. Nếu cơ cấu là đúng, thì nó dự đoán chính xác hơn ảnh hưởng của chính sách tiền tệ, cho phép dự đoán ảnh hưởng của chính sách tiền tệ sẽ thay đổi như thế nào khi các thể chế thay đổi, và gây nên lòng tin nhiều hơn vào phương hướng của quan hệ nhân quả giữa M và Y . Nếu cơ cấu của mô hình không được xác định đúng, bởi vì nó để ra ngoài một cơ chế truyền động quan trọng của chính sách tiền tệ, thì nó có thể nhầm lẫn khi xem xét tính hiệu quả của chính sách tiền tệ.

Cách tiếp cận rút gọn, đầu tiên được các nhà tiền tệ sử dụng, không hạn chế con đường mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế và rất có thể cho thấy rõ tác dụng đầy đủ của M đối với Y . Tuy nhiên, chứng cứ rút gọn không thể xóa bỏ khả năng xảy ra nhân quả ngược trong đó những thay đổi trong sản phẩm gây nên những thay đổi trong tiền tệ, hoặc là một nhân tố thứ ba gây nên những thay đổi trong sản phẩm và trong tiền tệ. Mối tương quan cao giữa tiền tệ với sản phẩm có thể bị sai lệch do việc kiểm soát cung tiền tệ sẽ không giúp cho việc kiểm soát mức sản phẩm.

CHỨNG CỨ CỦA KEYNES TRƯỚC ĐÂY VỀ TẦM QUAN TRỌNG CỦA TIỀN TỆ

Mặc dù Keynes đề xuất khuôn mẫu của mình để phân tích toàn bộ hoạt động kinh tế năm 1936, nhưng quan điểm của ông ta đạt đỉnh cao tiếng tăm của nó trong các nhà kinh tế là từ những năm 1950 và đầu những năm 1960, khi đại đa số các nhà kinh tế chấp nhận khuôn mẫu của ông ta. Mặc dù những người theo Keynes hiện nay tin rằng tiền tệ có những ảnh hưởng quan trọng đến hoạt động kinh tế, nhưng những người theo Keynes trước đây của những năm 1950 và đầu những năm 1960 đặc biệt giữ quan điểm rằng *chính sách tiền tệ không có ảnh hưởng gì đến những chuyển động trong tổng sản phẩm và do đó đến chu kỳ kinh doanh*.

Lòng tin của họ vào tính hiệu quả của chính sách tiền tệ bắt nguồn từ ba bộ phận của chứng cứ mô hình cơ cấu :

1. Trong cuộc Đại suy thoái, lãi suất của chứng khoán Kho bạc Mỹ đã xuống đến mức thấp nhất, tín phiếu kho bạc 3 tháng chẳng hạn xuống dưới 1%. Những người theo Keynes trước đây cho rằng chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tổng cầu chỉ bằng cách thông qua ảnh hưởng của nó đến lãi suất danh nghĩa, rồi lãi suất danh nghĩa lại ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư ; họ tin rằng lãi suất thấp trong thời gian suy thoái chỉ ra rằng chính sách tiền tệ là "nới lỏng" bởi vì nó khuyến khích chi tiêu đầu tư và như vậy có thể không đóng được vai trò co hẹp nền kinh tế lại trong thời kỳ đó. Do chính sách tiền tệ không có khả năng giải thích tại sao sự co hẹp kinh tế xấu nhất trong lịch sử nước Mỹ đã xảy ra, cho nên họ kết luận rằng những thay đổi trong cung tiền tệ không ảnh hưởng đến tổng sản phẩm - nói cách khác, tiền tệ không quan trọng gì cả.

2. Những việc nghiên cứu kinh nghiệm trước đây phát hiện không có mối liên quan giữa những chuyển động của lãi suất với chi tiêu đầu tư. Bởi vì những người theo Keynes trước đây cho rằng mối quan hệ đó là con kênh mà thông qua đó những thay đổi trong cung tiền tệ ảnh hưởng đến tổng cầu, phát hiện ra rằng mối quan hệ này là yếu, vì vậy cũng đưa họ đến kết luận là những thay đổi trong cung tiền tệ không ảnh hưởng đến tổng sản phẩm.

3. Những quan sát của giới kinh doanh cho thấy là các quyết định của họ về việc đầu tư bao nhiêu vào vốn hiện vật mới không bị lãi suất thị trường ảnh hưởng đến. Chứng cứ này bổ sung thêm sự xác nhận nữa rằng mối quan hệ giữa

lãi suất và chi tiêu đầu tư là yếu, củng cố kết luận rằng tiền tệ không quan trọng gì cả.

Kết quả của cách lý giải này về chứng cứ đó là nhiều nhà kinh tế chú ý rất ít đến chính sách tiền tệ cho đến giữa những năm 1960.

Hướng dẫn nghiên cứu

Trước khi đọc tiểu mục sau đây, bàn về những sự phản đối cách lý giải của những người theo Keynes trước đây về chứng cứ, hãy dùng những ý kiến về các điều bất lợi của chứng cứ mô hình cơ cấu đã được bàn đến trước đây để xem thử bạn có thể nghĩ ra một vài sự phản đối đó không. Điều này giúp bạn học được cách áp dụng như thế nào vào thực tiễn những nguyên tắc đánh giá chứng cứ được bàn đến trong mục trước.

Bác bỏ chứng cứ của Keynes trước đây

Trong khi nhà kinh tế học Keynes đạt đến đỉnh cao của nó trong những năm 1950 và 1960, thì một nhóm nhỏ các nhà kinh tế tại Trường Đại học Chicago do Milton Friedman đứng đầu áp dụng một quan điểm mà lúc bấy giờ là không đúng một - tiền tệ không quan hệ gì đến tổng sản phẩm. Friedman và những đồ đệ của ông ta, mà sau này trở thành những nhà tiền tệ, bác bỏ cách lý giải của Keynes trước đây về chứng cứ, dựa trên cơ sở là mô hình cơ cấu được những người theo Keynes trước đây sử dụng là có khuyết điểm nghiêm trọng. Bởi vì chứng cứ mô hình cơ cấu cũng chỉ tốt như mô hình cơ cấu mà nó dựa trên đó, cho nên sự chỉ trích của những nhà tiền tệ về chứng cứ đó cần được xem xét nghiêm túc.

Năm 1963, Friedman và Anna Schwartz xuất bản cuốn sách giáo khoa : *Lịch sử tiền tệ của Mỹ, 1867-1960*, sách đó chỉ ra điều ngược lại với niềm tin của Keynes trước đây là chính sách tiền tệ trong thời kỳ đại suy thoái không phải là "nới lỏng" ; thật vậy chính sách đó chưa bao giờ là thắt chặt hơn. Friedman và Schwartz đưa ra tư liệu về những sự phá sản ngân hàng hàng loạt trong thời kỳ đó và kết quả giảm xuống trong cung tiền tệ - một sự giảm sút nhiều nhất mà Mỹ chưa từng gặp phải (xem Chương 16). Như vậy chính sách tiền tệ có thể giải thích sự co hẹp kinh tế xấu nhất ở Mỹ, và cuộc Đại suy thoái không có thể được chọn ra làm một thời kỳ duy nhất chứng minh cho tính không có hiệu quả của

chính sách tiền tệ.

Một người theo Keynes vẫn có thể phản đối lại lập luận của Friedman và Schwartz rằng tiền tệ bị co hẹp lại trong thời kỳ Đại suy thoái bằng cách nêu lên mức lãi suất thấp. Thế nhưng có thực là những lãi suất đó thấp đến như vậy không ? Chỉ dẫn ở Hình 7.1 (Chương 7) bạn sẽ thấy rằng mặc dù lãi suất của chứng khoán Kho bạc Mỹ và của trái khoán công ty cao cấp là thấp trong thời kỳ Đại suy thoái, nhưng lãi suất của trái khoán cấp thấp hơn, chẳng hạn như trái khoán công ty Baa, tăng lên những mức cao chưa từng có trong giai đoạn co hẹp nghiêm trọng nhất (1930-1933). Do vậy, tiêu chuẩn của những trái khoán cấp thấp hơn đó, lãi suất là cao và chính sách tiền tệ là căng thẳng.

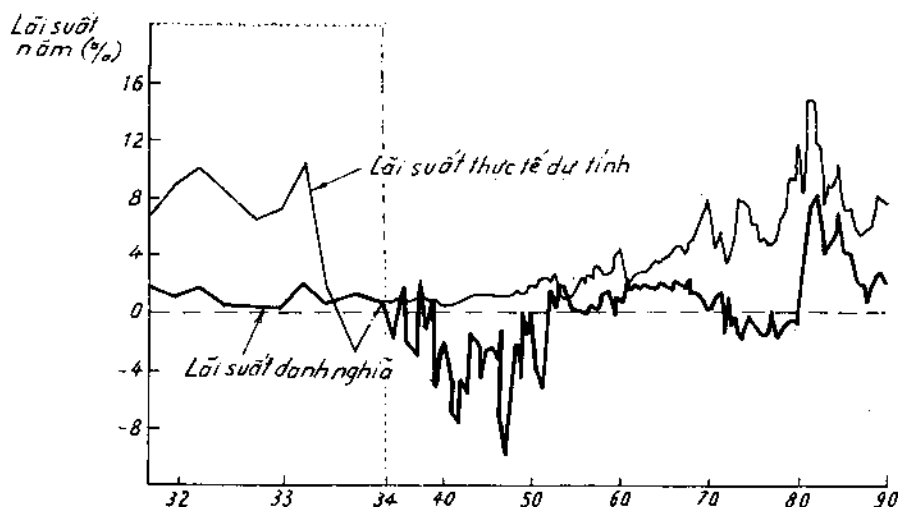
Có vấn đề tâm lý trong câu chuyện này : Mặc dầu nhiều sự phân tích kinh tế tổng hợp được tiến hành như là chỉ có một lãi suất duy nhất, nhưng chúng ta lúc nào cũng phải nhận thức rằng có nhiều lãi suất - một số lãi suất đó có thể kể cho chúng ta những câu chuyện khác nhau. Trong những lúc bình thường, đại bộ phận các lãi suất chuyển động lần lượt, do vậy gộp chung các lãi suất đó lại với nhau và việc nhìn vào một lãi suất đại diện có thể không bị sai lệch quá. Nhưng không phải lúc nào cũng như vậy. Xảy ra những thời kỳ không bình thường (như thời kỳ Đại suy thoái) khi mà lãi suất của những chứng khoán khác nhau bắt đầu không giống nhau. Đó đúng là trường hợp mà trong đó mô hình cơ cấu (như của Keynes trước đây) chỉ nhìn vào lãi suất của chứng khoán rủi ro như tín phiếu và trái khoán kho bạc có thể rất sai lệch.

Có một lý do thứ hai, quan trọng hơn một cách tiềm tàng, tại sao mô hình cơ cấu của Keynes trước đây nhầm vào lãi suất danh nghĩa lại tạo nên một hình ảnh sai lệch về tình trạng chặt chẽ của chính sách tiền tệ trong thời kỳ Đại suy thoái. Trong thời kỳ giảm phát, khi mức giá cả giảm xuống, thì lãi suất danh nghĩa thấp không nhất thiết chỉ ra rằng phí đi vay là thấp và chính sách tiền tệ là nới lỏng - trong thực tế phí đi vay có thể hoàn toàn cao. Ví dụ, nếu dân chúng dự đoán mức giá cả sẽ giảm xuống với mức 10%, thì thậm chí mặc dù lãi suất danh nghĩa là không thì phí đi vay thực tế lên cao 10%. [Nhắc lại rằng, trong Chương 4, lãi suất thực tế bằng lãi suất danh nghĩa, 0, trừ đi tỷ lệ lạm phát dự tính - 10%, do vậy lãi suất thực tế = $0 - (-10\%) = +10\%$].

Trong Hình 27.1 bạn có thể thấy điều đó hoàn toàn đúng như đã xảy ra trong

thời kỳ Đại suy thoái : lãi suất thực tế của trái phiếu kho bạc là rất cao trong giai đoạn co hẹp 1921 - 1933 của Đại suy thoái hơn là trong thời kỳ 4 năm tiếp theo đó⁽¹⁾. Kết quả là những chuyển động của lãi suất thực tế chỉ ra điều trái ngược với niềm tin của Keynes trước đây : chính sách tiền tệ là cực kỳ căng thẳng trong thời kỳ Đại suy thoái. Bởi vì một vai trò quan trọng của chính sách tiền tệ trong thời kỳ suy thoái đó có thể không còn tác dụng nữa nên đa số nhà kinh tế buộc phải suy nghĩ lại lập trường của mình về việc tiền tệ có quan trọng hay không.

Các nhà tiền tệ cũng bác bỏ quan điểm của mô hình cơ cấu của những người theo Keynes trước đây rằng mối liên hệ yếu giữa lãi suất danh nghĩa với chỉ tiêu đầu tư chỉ ra rằng chỉ tiêu đầu tư không bị chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến. Mối liên hệ yếu giữa lãi suất danh nghĩa với chỉ tiêu đầu tư không loại bỏ mối liên hệ vững chắc giữa lãi suất thực tế với chỉ tiêu đầu tư. Như được mô tả trong



Hình 27-1. Lãi suất thực tế và lãi suất danh nghĩa (trái phiếu kho bạc 3 tháng) : 1931 - 1990.

(1) Trong những năm 1980, lãi suất thực tế tăng đến những mức cao vượt gần sát với các mức trong thời kỳ Đại suy thoái. Nhiều cuộc nghiên cứu hiện nay cố gắng giải thích hiện tượng này, một vài cuộc nghiên cứu đó coi chính sách tiền tệ là nguyên nhân của lãi suất thực tế cao trong những năm 1980.

Hình 27.1, lãi suất danh nghĩa thường là một con số chỉ dẫn rất sai lệch của lãi suất thực tế - không những chỉ trong cuộc Đại suy thoái mà còn trong những thời kỳ sau này nữa. Bởi vì lãi suất thực tế phản ánh chính xác hơn phí đi vay thực sự, nếu nó thích hợp đối với các quyết định đầu tư hơn là lãi suất danh nghĩa. Do đó, hai bộ phận của chứng cứ mà Keynes trước đây chỉ ra rằng lãi suất danh nghĩa có ít ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư, không loại bỏ được ảnh hưởng mạnh mẽ của những thay đổi trong cung tiền tệ đối với chi tiêu đầu tư và do đó đối với tổng cầu.

Những nhà tiền tệ quả quyết rằng ảnh hưởng của lãi suất đối với chi tiêu đầu tư chỉ có thể là một trong những con kênh mà thông qua đó chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tổng cầu. Chính sách tiền tệ có thể có một tác động chính đối với tổng cầu ngay cả nếu lãi suất có ảnh hưởng ít đến chi tiêu đầu tư, như là những người theo Keynes trước đây đã đề xuất.

Hướng dẫn nghiên cứu

Như bạn đọc thấy, chứng cứ của những nhà tiền tệ được trình bày trong mục sau, hãy thử suy nghĩ về cách bác bỏ chứng cứ đó : lần này hãy sử dụng những ý kiến về những điều bất lợi của chứng cứ rút gọn.

CHỨNG CỨ CỦA CÁC NHÀ TIỀN TỆ TRƯỚC ĐÂY VỀ TẦM QUAN TRỌNG CỦA TIỀN TỆ

Trong những năm đầu 1960, Milton Friedman và những cộng sự đã xuất bản một loạt các công trình nghiên cứu dựa trên chứng cứ rút gọn khuyến khích trường hợp của một ảnh hưởng mạnh của tiền tệ đối với hoạt động kinh tế. Nói chung, chứng cứ rút gọn có thể tách ra làm 3 loại : (1) chứng cứ tính thời gian, chứng cứ này chú ý đến việc có phải những chuyển động trong biến số này xảy ra một cách điển hình trước biến số kia hay không ; (2) chứng cứ thống kê, chứng cứ này tiến hành những thử nghiệm thống kê hình thức về mối tương quan của những chuyển động của biến số này với biến số khác ; và (3) chứng cứ lịch sử, chứng cứ này xem xét những giai đoạn lịch sử đặc biệt, để xem có phải những chuyển động của biến số này thể hiện là nguyên nhân gây nên biến số kia hay không. Bây giờ chúng ta hãy chú ý vào chứng cứ của các nhà tiền tệ về tầm quan trọng của tiền tệ trong mỗi loại đó.

Chứng cứ thời gian

Chứng cứ thời gian của những nhà tiền tệ nhằm vào việc tỷ lệ tăng trưởng cung tiền tệ chuyển động như thế nào so với chu kỳ kinh doanh. Chứng cứ về mối quan hệ này đầu tiên được Friedman và Schwartz trình bày trong tác phẩm nổi tiếng của mình: "Tiền tệ và chu kỳ kinh doanh" xuất bản năm 1963. Friedman và Schwartz phát hiện rằng trong mỗi chu kỳ kinh doanh trong thời kỳ hơn một trăm năm qua mà họ đã nghiên cứu, thì tỷ lệ tăng trưởng của tiền tệ bao giờ cũng giảm xuống trước khi sản phẩm giảm xuống. Trung bình đỉnh cao của tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ xảy ra 16 tháng trước đỉnh cao trong mỗi sản phẩm. Tuy nhiên, thời gian đi trước này thay đổi, từ một vài tháng đến trên hai năm. Kết luận của Friedman và Schwartz rút ra từ chứng cứ này là sự tăng trưởng của tiền tệ gây nên những biến động của chu kỳ kinh doanh, những ảnh hưởng đó đối với chu kỳ kinh doanh tác động với "những sự chậm trễ dài và thay đổi".

Chứng cứ thời gian dựa trên nguyên lý triết học đầu tiên bằng tiếng la tinh, *post hoc, ergo propter hoc*, có nghĩa là nếu một sự kiện xảy ra sau một sự kiện khác thì sự kiện thứ hai phải do sự kiện thứ nhất gây nên. Nguyên lý này chỉ có giá trị nếu chúng ta biết rằng sự kiện thứ nhất là một *sự kiện ngoại sinh*, nghĩa là, một sự kiện xảy ra là kết quả của một hành động độc lập mà có thể không chắc là do một sự kiện tiếp theo nó gây nên hoặc do một nhân tố thứ ba nào đó gây nên, nhân tố này có thể ảnh hưởng đến cả hai sự kiện đó và sự kiện tiếp theo. Nếu sự kiện thứ nhất là ngoại sinh, khi sự kiện thứ hai đi tiếp theo sự kiện thứ nhất, thì chúng ta có thể chắc chắn rằng chính sự kiện *thứ nhất* gây nên sự kiện thứ hai.

Một ví dụ của một sự kiện ngoại sinh là một thí nghiệm được kiểm soát. Một nhà hóa học trộn hai hóa chất - bỗng nhiên phòng thí nghiệm của anh ta nổ tung và anh ta cũng nổ cùng với phòng thí nghiệm. Chúng ta có thể chắc chắn hoàn toàn rằng nguyên nhân của cái chết đó là do hành động trộn hai hóa chất chung với nhau. Nguyên lý *post hoc ergo propter hoc*, cực kỳ hữu ích trong thí nghiệm khoa học.

Không may là, kinh tế học không hưởng được sự chính xác của những khoa học như vật lý và hóa học. Thường chúng ta không chắc chắn rằng một sự kiện kinh tế, chẳng hạn như sự giảm xuống trong tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ, là một sự kiện ngoại sinh - nó có thể do tự nó bị gây nên, bởi một nhân tố thứ ba hoặc bởi một sự kiện được coi là đã gây nên. Khi một sự kiện khác (chẳng hạn như giảm

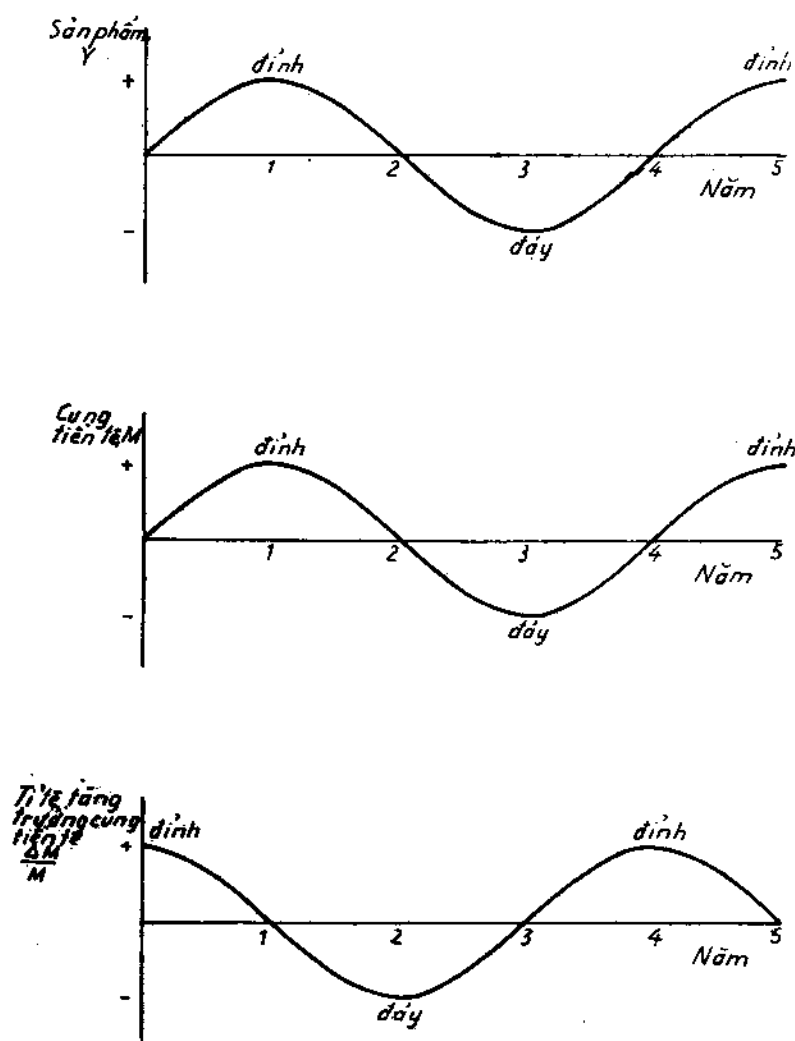
sản phẩm) xảy ra tiếp theo hiện tượng thứ nhất (tăng trưởng tiền tệ giảm xuống), thì chúng ta không thể chắc rằng mức tăng trưởng tiền tệ giảm gây nên sản phẩm giảm. Chứng cứ thời gian là rõ ràng đối với loại rút gọn bởi vì nó nhằm trực tiếp vào mối quan hệ của những chuyển động của hai biến số. Tăng trưởng tiền tệ có thể dẫn dắt sản phẩm, song cả hai có thể bị một nhân tố khác dẫn dắt.

Bởi vì chứng cứ thời gian là thuộc loại rút gọn, nên cũng có khả năng có quan hệ nhân quả ngược, theo đó tăng trưởng sản phẩm gây nên tăng trưởng tiền tệ. Nhân quả ngược xảy ra như thế nào trong khi tăng trưởng tiền tệ vẫn dẫn dắt sản phẩm? Có nhiều cách xảy ra điều đó, nhưng chúng ta sẽ bàn đến chỉ một ví dụ mà thôi.

Giả dụ là bạn ở trong một nền kinh tế giả định với một chuyển động chu kỳ kinh doanh đều đặn [(phác họa trong hình a, Hình 27.2)] dài 4 năm; nghĩa là thời gian từ đỉnh cao này đến đỉnh cao tiếp theo là 4 năm. Chúng ta hãy cho rằng trong nền kinh tế giả định có quan hệ nhân quả ngược từ sản phẩm sang cung tiền tệ, vì vậy những chuyển động trong cung tiền tệ và sản phẩm là hoàn toàn tương quan với nhau: nghĩa là, cung tiền tệ (M) và sản phẩm (Y) có những chuyển động lên và xuống cùng một lúc. Kết quả là những đỉnh và đáy của M và Y trong hình (a) và (b) xảy ra đúng cùng một lúc, do đó không có mối quan hệ dẫn dắt hoặc kéo theo giữa chúng.

Bây giờ chúng ta hãy lập ra tỷ lệ tăng trưởng của tiền tệ từ dãy cung ứng trong hình (b). Tỷ lệ này được vẽ ra ở dưới trong hình (c). Tỷ lệ tăng trưởng của cung tiền tệ là như thế nào khi nó nằm tại đỉnh của nó trong những năm 1 và 5? Tại những điểm này nó không hề tăng; do vậy tỷ lệ tăng trưởng là không. Tương tự, tại điểm đáy vào năm 3, tỷ lệ tăng trưởng là không. Khi cung tiền tệ giảm từ đỉnh trong năm 1 xuống đáy của nó trong năm 3, thì có một tỷ lệ tăng trưởng âm, và sự sụt xuống của nó đôi khi nhanh nhất giữa năm 1 và năm 3 (năm 2). Chuyển sang hình (c) tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ là dưới không từ năm 1 đến năm 3, với giá trị âm lớn nhất tại năm 2. Với cách lập luận tương tự, chúng ta có thể thấy rằng tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ là dương từ năm 0 đến năm 1 rồi từ năm 3 đến năm 5, với giá trị cao nhất trong những năm 0 và 4. Khi chúng ta nối tất cả các điểm đó với nhau chúng ta có các dãy tăng trưởng tiền tệ trong hình (c), trong đó các đỉnh nằm tại các năm 0 và 4, với đáy nằm tại năm 2.

Bây giờ chúng ta hãy nhìn vào mối quan hệ của các dãy tăng trưởng tiền tệ của hình (c) với mức sản phẩm hình (a). Như chúng ta có thể thấy, các dãy tăng trưởng tiền tệ lúc nào cũng có những đỉnh của chúng (và đáy) đúng một năm



Hình 27.2. Ví dụ giả định trong đó tăng trưởng tiền tệ dẫn dắt sản phẩm. Mặc dù M hoặc Y đều không dẫn dắt cái này cho cái kia (nghĩa là, những đỉnh và đáy của chúng trùng nhau), nhưng $\Delta M/M$ có đỉnh và đáy của nó một năm trước M và Y , như vậy dẫn dắt cả hai dãy. (Chú ý rằng M và Y trong các hình được vẽ như là những chuyển động chung quanh một giá trị bình quân dương do vậy $+$ giá trị có nghĩa là một giá trị trên bình quân và $-$ giá trị có nghĩa là một giá trị dưới bình quân, chứ không phải là một giá trị âm).

trước những đỉnh (và đáy) của các dãy sản phẩm. Do vậy cái mà chúng ta phát hiện là nền kinh tế giả định của chúng ta là một nền kinh tế mà trong đó tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ luôn luôn giảm xuống một năm trước sản phẩm. Tuy nhiên, chứng cứ đó không hàm ý rằng tăng trưởng tiền tệ dẫn dắt sản phẩm. Trong thực tế, theo giả định, chúng ta biết rằng nền kinh tế đó là một nền kinh tế mà trong đó quan hệ nhân quả thực sự đi từ sản phẩm đến mức cung tiền tệ, và không có mối quan hệ dẫn dắt hoặc kéo theo giữa hai cái đó. Chỉ bằng cách chúng ta lựa chọn đúng đắn là sử dụng tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ chứ không phải là mức cung tiền tệ mà chúng ta phát hiện ra mối quan hệ dẫn dắt.

Ví dụ này cho ta thấy việc lý giải mối quan hệ thời gian dễ bị sai lầm như thế nào. Hơn nữa, bằng cách tìm kiếm chúng ta muốn phát hiện cái gì, chúng ta có thể nhầm vào một biến số, chẳng hạn như tỷ lệ tăng trưởng, chứ không phải là mức tăng trưởng, mức này gợi ý một mối quan hệ sai lệch. Chứng cứ thời gian có thể là một công cụ nguy hiểm cho việc quyết định về mối quan hệ nhân quả.

Thậm chí có thể phát biểu một cách vô đoán hơn : "sự dẫn dắt của người này là sự kéo theo của người kia". Ví dụ, chúng ta có thể lý giải dễ dàng mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền tệ và sản phẩm trong Hình 27.2 để nói rằng tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ kéo theo sản phẩm trong 3 năm. Sau cùng các đỉnh trong dãy tăng trưởng tiền tệ xảy ra 3 năm sau các đỉnh trong dãy sản phẩm. Tóm lại, bạn có thể nói rằng sản phẩm dẫn dắt tăng trưởng tiền tệ.

Nhìn chung lại, chúng ta thấy rằng chứng cứ thời gian là cực kỳ khó lý giải. Thứ nhất, trừ phi chúng ta có thể chắc chắn rằng những thay đổi trong biến số dẫn dắt là những sự kiện ngoại sinh, chúng ta không thể chắc chắn rằng biến số dẫn dắt thực sự là nguyên nhân gây ra biến cố tiếp theo. Thứ hai, rất dễ dàng phát hiện được cái mà bạn muốn tìm kiếm, khi nhìn vào chứng cứ thời gian. Có lẽ cách tốt nhất để mô tả mối nguy hiểm này là nói rằng "chứng cứ thời gian có thể nằm trong con mắt người chứng kiến".

Chứng cứ thống kê

Chứng cứ thống kê của những nhà tiền tệ xem xét mối tương quan giữa tiền tệ và tổng sản phẩm hoặc tổng chi tiêu bằng cách tiến hành các thử nghiệm thống kê hình thức. Lại vào năm 1963 (đương nhiên là một năm được mùa đối với những nhà tiền tệ), Milton Friedman và đồng tác giả David Meiselman xuất bản tác phẩm để xuất cuộc thử nghiệm sau đây mô hình của phái tiền tệ đối lại

mô hình của Keynes. Trong khuôn mẫu của Keynes chỉ tiêu đầu tư và chi tiêu của chính phủ là những nguyên nhân gây ra những biến động trong tổng cầu, do vậy Friedman và Meiselman lập ra một biến số chỉ tiêu tự định (A) "theo kiểu của Keynes" bằng chỉ tiêu đầu tư cộng chi tiêu của chính phủ. Họ đặc trưng cho mô hình của Keynes bằng cách giả định rằng A phải tương quan cao độ với tổng chi tiêu (Y), trong khi cung tiền tệ (M) thì không. Trong mô hình của các nhà tiền tệ, cung tiền tệ là nguồn gốc của những biến động trong tổng chi tiêu và M sẽ phải tương quan cao độ với Y , trong khi A thì không.

Một cách lô gích để biết mô hình nào tốt hơn là xem cái nào tương quan cao độ hơn với Y : M hoặc A . Khi Friedman và Meiselman tiến hành thử nghiệm này cho nhiều thời kỳ của dữ liệu của Mỹ, thì họ phát hiện rằng mô hình của các nhà tiền tệ đã thắng (2). Họ kết luận rằng cách phân tích của những nhà tiền tệ mô tả tổng chi tiêu được xác định như thế nào một cách tốt hơn là cách phân tích của Keynes.

Đã nổi lên một số ý kiến phản đối chứng cứ của Friedman - Meiselman :

1. Những chỉ trích chuẩn của chứng cứ rút gọn, đó là những chỉ trích mà chúng ta đã bàn đến : nhân quả ngược có thể xảy ra hoặc một nhân tố thứ ba có thể thúc đẩy cả hai dãy.

2. Thử nghiệm có thể không trung thực bởi vì mô hình của Keynes đã đặc trưng hóa quá đơn giản. Các mô hình của Keynes thường bao gồm hàng trăm phương trình. Mô hình một phương trình của Keynes và Friedman - Meiselman thử nghiệm không thể nắm bắt được thích đáng những ảnh hưởng của chi tiêu tự định. Hơn nữa, các mô hình của Keynes thường bao gồm những ảnh hưởng của các biến số khác. Bằng cách không để ý đến những ảnh hưởng đó, thì ảnh hưởng của chính sách tiền tệ có thể được đánh giá cao trong khi ảnh hưởng của chi tiêu tự định lại bị đánh giá thấp.

3. Số đo của Friedman - Meiselman về chi tiêu tự định A , có thể được thiết lập không hoàn toàn nhằm ngăn chặn không cho mô hình của Keynes được tiến hành tốt. Ví dụ, những đơn đặt hàng thiết bị quân sự ảnh hưởng đến tổng cầu trước khi chúng thể hiện là chi tiêu trong biến số chỉ tiêu tự định mà Friedman

(2) Friedman và Meiselman không thực sự tiến hành những thử nghiệm của họ bằng cách sử dụng biến số Y , bởi vì họ cảm thấy rằng điều đó đem lại một điều lợi không trung thực cho mô hình của Keynes, vì A được đưa vào trong Y . Thay vào đó họ trừ A khỏi Y và thử nghiệm về mối tương quan của $(Y-A)$ với M hoặc A .

và Meiselman đã sử dụng. Việc dựng lên một cách cẩn thận hơn biến số chỉ tiêu tự định phải tính đến việc đặt hàng quân sự. Khi biến số chỉ tiêu tự định được lập nên một cách cẩn thận hơn do những phê phán của công trình nghiên cứu của Friedman - Meiselman, thì họ nhận thấy rằng những kết quả đạt được là ngược lại : mô hình của Keynes thắng lợi. Cuộc mổ xẻ mới đây nhất về tính thích đáng của các cách khác nhau xác định chỉ tiêu tự định không đem lại thắng lợi rõ rệt cho mô hình của Keynes hay của những nhà tiền tệ.

Chứng cứ lịch sử

Chứng cứ lịch sử của những nhà tiền tệ được phát hiện trong tập *Một lịch sử tiền tệ của Mỹ : 1867 - 1960* của Friedman - và Schwartz có một ảnh hưởng rất lớn đối với việc giành được sự ủng hộ lập trường của những nhà tiền tệ. Bạn đã thấy rằng cuốn sách đó là cực kỳ quan trọng trong việc phê phán tư tưởng của Keynes trước đây, bởi vì nó chỉ ra rằng thời kỳ Đại suy thoái không phải là thời kỳ của chính sách tiền tệ nới lỏng, hơn nữa cuộc suy thoái có thể coi là do sự giảm sút nghiêm trọng trong cung tiền tệ từ 1930 đến 1933 vì những cuộc sụp đổ ngân hàng gây nên. Thêm vào đó, cuốn *Một lịch sử tiền tệ* đã dẫn chứng rất chi tiết rằng tỉ lệ tăng trưởng tiền tệ dẫn dắt chu kỳ kinh doanh bởi vì nó giảm xuống trước mọi cuộc suy thoái. Chứng cứ thời gian này, đương nhiên, chịu tất cả sự phê phán được nêu lên sớm hơn.

Tuy nhiên, chứng cứ lịch sử có một đặc điểm làm cho nó khác với chứng cứ khác của những nhà tiền tệ mà chúng ta đã bàn luận cho đến nay. Có nhiều giai đoạn trong đó những thay đổi trong cung tiền tệ thể hiện là những sự kiện ngoại sinh. Hầu hết các giai đoạn đó đều giống như những thí nghiệm được kiểm soát. Do vậy nguyên lý *post hoc, ergo propter hoc* rất có thể là rất có giá trị : nếu một sự giảm xuống trong tỷ lệ tăng trưởng của cung tiền tệ được tiếp theo ngay bằng một sự giảm xuống của sản phẩm trong những giai đoạn đó, thì chứng cứ vững chắc hơn được nêu lên rằng tăng trưởng tiền tệ là động lực ở đằng sau chu kỳ kinh doanh.

Một ví dụ tốt nhất về một giai đoạn như vậy là tình hình tăng dự trữ bắt buộc trong năm 1936 - 1937 (đã được bàn đến trong Chương 20), việc tăng này đưa đến sự giảm sút mạnh trong cung tiền tệ và trong tỷ lệ tăng trưởng của nó. Tăng trong dự trữ bắt buộc được thực hiện bởi vì Dự trữ Liên bang muốn cải thiện sự kiểm soát của mình đối với chính sách tiền tệ, chắc chắn là nó được thực hiện không phải nhằm đáp ứng những điều kiện kinh tế. Do vậy chúng ta có thể loại bỏ quan hệ nhân quả ngược sản phẩm ảnh hưởng đến cung tiền tệ. Cũng rất

khó nghĩ đến một nhân tố thứ ba có thể thúc đẩy Fed tăng dự trữ bắt buộc và cũng có thể ảnh hưởng trực tiếp đến sản phẩm. Do đó, sự giảm sút trong cung tiền tệ trong giai đoạn này chắc có thể được coi là một sự kiện ngoại sinh với những đặc điểm của một thí nghiệm được kiểm soát. Ngay sau "cuộc thí nghiệm được kiểm soát" đó, thì xảy ra cuộc suy thoái rất nghiêm trọng năm 1937 - 1938. Kết luận là : trong giai đoạn đó, thay đổi trong cung tiền tệ do Fed tăng dự trữ bắt buộc quả nhiên là nguồn gốc của việc co hẹp chu kỳ kinh doanh tiếp sau đó.

Cuốn sách *Một lịch sử tiền tệ* cũng dẫn chứng về những giai đoạn khác, chẳng hạn như cuộc sụp đổ ngân hàng trong năm 1907 và trong những năm khác, trong đó sự tăng trưởng tiền tệ lại thể hiện là một sự kiện ngoại sinh. Việc những cuộc suy thoái thường đi theo sau một cách rõ ràng sự giảm sút ngoại sinh trong tăng trưởng tiền tệ là một chứng cứ hùng hồn rằng những thay đổi trong tỷ lệ tăng trưởng cung tiền tệ không ảnh hưởng đến tổng sản phẩm.

Nhìn chung chứng cứ của trường phái tiền tệ

Cuộc bàn luận này về chứng cứ của các nhà tiền tệ đặt chúng ta tại đâu ? Chúng ta đã thấy rằng có khả năng có quan hệ nhân quả ngược và nhân tố thứ ba, cho nên có những mối hoài nghi nghiêm trọng với những kết luận được rút ra chỉ từ chứng cứ thời gian và chứng cứ thống kê. Tuy nhiên, một vài chứng cứ lịch sử trong đó những sự giảm sút trong tăng trưởng tiền tệ được nối tiếp theo bằng những chu kỳ kinh doanh bị co hẹp lại không ủng hộ hùng hồn hơn quan điểm của những nhà tiền tệ. Khi chứng cứ lịch sử được kết hợp với chứng cứ thời gian và chứng cứ thống kê, thì điều kết luận rằng tiền tệ quả nhiên không có ảnh hưởng gì đến, dường như được chứng minh.

Như bạn có thể hình dung, ngành kinh tế học hoàn toàn bị lung lay bởi việc xuất hiện chứng cứ của những nhà tiền tệ, bởi vì cho đến lúc đó đại bộ phận ngành này tin rằng tiền tệ không hề ảnh hưởng gì đến cả. Những nhà tiền tệ đã chứng minh rằng lập trường của những người theo Keynes trước đây có lẽ là sai và đã làm cho nhiều người thay đổi lập trường và theo họ. Thừa nhận điều sai lầm của lập trường cho rằng tiền tệ không có ảnh hưởng gì, không nhất thiết có nghĩa là chúng ta phải chấp nhận lập trường cho rằng tiền tệ duy nhất có ảnh hưởng. Nhiều nhà kinh tế thuộc trường phái Keynes thay đổi quan điểm của mình theo quan điểm của những nhà tiền tệ, nhưng không phải thay đổi tất cả mọi mặt. Thay vào đó, giữ một lập trường trung gian phù hợp với cách phân tích tổng cung và tổng cầu của Keynes được mô tả trong Chương 26 : Họ tin rằng tiền tệ là cực kỳ quan trọng, nhưng chính sách tài chính cũng như xuất khẩu ròng và

"tính năng nổ" cũng góp phần làm cho tổng cầu biến động.

Việc khảo sát kinh tế đi theo hai hướng sau cuộc tấn công thắng lợi của những nhà tiền tệ đối với lập trường của Keynes. Một hướng là cải tiến các mô hình cơ cấu của Keynes. Có hai bài học được rút ra từ chứng cứ của những nhà tiền tệ. Một bài học là cần phải hết sức thận trọng khi xác định các biến số của chính sách tài chính ảnh hưởng như thế nào đến hoạt động kinh tế trong khuôn mẫu của Keynes. Một ví dụ là việc sử dụng các đơn đặt hàng quân sự, chứ không phải là những số liệu về chi tiêu quân sự, trong việc đánh giá ảnh hưởng của chính sách tài chính đến tổng cầu. Bài học khác có thể có những con kênh khác mà tiền tệ ảnh hưởng đến tổng cầu hơn là chỉ có những ảnh hưởng của lãi suất đến đầu tư.

Do vậy chứng cứ của các nhà tiền tệ khuyến khích những nhà kinh tế theo Keynes đi tìm những con kênh mới của ảnh hưởng tiền tệ. Người dẫn đầu trong phong trào này là người được giải thưởng Nobel, Franco Modigliani ở MIT, ông ta trong những năm cuối của thập kỷ 60 đã giúp thúc đẩy việc phát triển mô hình cơ cấu mới hiện nay được Hội đồng quản trị Dự trữ liên bang sử dụng để dự đoán hoạt động kinh tế và phân tích chính sách. Mô hình này được gọi là mô hình FRB - MIT (Hội đồng dự trữ liên bang - Viện công nghệ Massachusetts) hoặc mới đây nhất là mô hình MPS (MIT-Penn - SSRC).

Hướng thứ hai là cải tiến chứng cứ rút gọn của các nhà tiền tệ bằng cách sử dụng các mô hình rút gọn phức tạp hơn. Đặc biệt là các mô hình rút gọn được dựng nên cho phép đo lường ảnh hưởng tương đối của chính sách tiền tệ và chính sách tài chính, trong khi cho phép các chính sách ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế với những chậm trễ kéo dài.

Việc nghiên cứu này đạt đỉnh cao nhất trong mô hình St. Louis, mô hình này được ngân hàng Dự trữ Liên bang ở St. Louis phát triển vào cuối những năm 1960 và đầu những năm 1970.

CHỨNG CỨ PHỨC TẠP HƠN CỦA CÁC NHÀ TIỀN TỆ : MÔ HÌNH ST. LOUIS

Năm 1968, Leonall Andersen và Jerry Jordan, những nhà kinh tế tại

ngân hàng Dự trữ Liên bang của St. Louis, công bố cách diễn đạt đầu tiêu của mô hình St. Louis. Ý định của họ là thử nghiệm ba tình huống thường giúp các người theo Keynes bằng cách sử dụng một tiếp cận rút gọn phức tạp hơn. Ba tình huống này là : sự đáp lại của hoạt động kinh tế đối với chính sách tài chính so với chính sách tiền tệ là : (1) vững mạnh hơn, (2) có thể dễ dự đoán hơn, và (3) nhanh hơn. Andersen và Jordan gợi ý mô hình rút gọn sau :

$$\Delta Y_t = f(\Delta M_t, \Delta M_{t-1}, \Delta M_{t-2}, \dots, \Delta F_t, \Delta F_{t-1}, \Delta F_{t-2}, \dots),$$

trong đó ΔY_t = thay đổi trong tổng chỉ tiêu danh nghĩa tại thời điểm t

$f(\dots)$ = nghĩa là ΔY_t là một hàm số của những biến số nằm trong dấu ngoặc

ΔM_t = thay đổi trong cung tiền tệ tại thời điểm t

ΔF_t = thay đổi trong chính sách tài chính tại thời điểm t

$\Delta M_{t-i}, \Delta F_{t-i}$ = thay đổi trong cung tiền tệ và trong chính sách tài chính tại thời điểm $t-i$, tức là, i quý sớm hơn

Mô hình này là một dạng của tiếp cận Friedman - Meiselman, chú ý đến những ảnh hưởng cùng một lúc của chính sách tiền tệ và chính sách tài chính đến tổng chi tiêu. Thêm vào đó, những ảnh hưởng của hai loại chính sách không phải được coi là ảnh hưởng ngay tức thời, mà chúng có thể ảnh hưởng đến tổng chi tiêu sau một thời gian. Khi Andersen và Jordan đánh giá mô hình này bằng cách sử dụng một số biện pháp của chính sách tài chính, họ phát hiện ra rằng ba tình huống của phái Keynes là không thể đứng vững được. Chính sách tiền tệ, như được thể hiện bằng những thay đổi trong cung tiền tệ, (1) có một ảnh hưởng đầy quyền lực hơn, (2) có một ảnh hưởng có thể dễ dự đoán hơn, và (3) có một ảnh hưởng nhanh hơn là chính sách tài chính.

Những chỉ trích này đối với chứng cứ đó không khác các chỉ trích trước đây đối với chứng cứ Friedman - Meiselman. Thứ nhất là điều chỉ trích rằng quan hệ nhân quả có thể đi từ ΔY đến ΔM hơn là con đường đi quanh khác. Thứ hai, một nhân tố thứ ba có thể dẫn dắt ΔM và ΔY , do vậy thay đổi trong cung tiền tệ không gây nên thay đổi trong tổng chi tiêu. Thứ ba, những cách đo lường mà Andersen và Jordan sử dụng để thể hiện chính sách tài chính có thể không chính xác, nó có thể đưa đến một sự phát biểu không đúng ảnh hưởng của chính sách

tài chính. Thứ tư, việc đặc điểm hóa các ảnh hưởng của chính sách tài chính có thể quá đơn giản. Ví dụ, các mô hình cơ cấu của Keynes chú ý đến việc chính sách tài chính ảnh hưởng khác nhau, phụ thuộc vào việc chính sách được thực hiện vào giai đoạn nào của chu kỳ kinh doanh. Thứ năm, có thể có những biến số khác bị để ra ngoài mô hình, mà nếu được đưa vào sẽ thay đổi những đánh giá về tính hiệu quả của chính sách tiền tệ so với chính sách tài chính.

Đồng thời, mô hình St. Louis chỉ ra rằng chứng cứ thống kê của phái tiền tệ đã giữ lại trong một khuôn mẫu rút gọn phức tạp hơn bao gồm những ảnh hưởng của chính sách tiền tệ và chính sách tài chính và cho phép những chính sách đó ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế với những chậm trễ kéo dài. Tuy nhiên, những chỉ trích chứng cứ rút gọn nói chung, không được cách tiếp cận của St. Louis giải đáp.

TÌM KIẾM MỘT CƠ CHẾ TRUYỀN ĐỘNG TÀI CHÍNH MỚI : MÔ HÌNH *MPS*

Quan điểm truyền thống của Keynes về cơ chế truyền động tiền tệ có thể được biểu thị đặc điểm như sau :

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Tuy nhiên, như chúng ta đã thấy, lãi suất (*i*) ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư *I* thường là khá yếu. Chúng ta đã nêu lên rằng để đáp lại chứng cứ của phái tiền tệ cho rằng tiền tệ là quan trọng, nhiều nhà kinh tế của phái Keynes bắt đầu tìm kiếm những con kênh mới mà tiền tệ ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế. Nhiều cơ chế trong số các cơ chế truyền động đó được đưa vào trong mô hình *MPS* của Franco Modigliani, mà một kiểu trong số cơ chế đó được Dự trữ Liên bang dùng để phân tích chính sách. Các cơ chế truyền động đó chia thành 3 loại : những cơ chế hoạt động thông qua chi tiêu đầu tư, thông qua chi tiêu tiêu dùng và thông qua buôn bán quốc tế.

Chi tiêu đầu tư

Bởi vì Keynes nhấn mạnh đến vai trò của chi tiêu đầu tư trong các biến động của chu kỳ kinh doanh, cho nên công trình sớm nhất về cơ chế truyền động tiền

tệ trước tiên nhắm vào chi tiêu đầu tư.

Giả thuyết về tính sẵn sàng để sử dụng. Bắt đầu từ cuối những năm 1950 các nhà kinh tế bắt đầu thừa nhận rằng lãi suất không thể đại diện đầy đủ cho phí tài trợ chi tiêu đầu tư. Khi chính sách tiền tệ là thắt chặt, các ngân hàng rõ thể hạn chế các khoản cho khách hàng vay thay cho việc để cho lãi suất của những khoản vay đó tăng lên, nghĩa là nó sẽ không để cho tiền vay được sẵn sàng sử dụng ở mức lãi suất đã định. Hiện tượng này đã được mô tả trong Chương 8, gọi là *hạn chế tín dụng*. Do vậy một chính sách tiền tệ bành trướng có thể làm tăng lượng vay có sẵn để dùng làm cho chi tiêu đầu tư tăng lên, ngay cả mặc dù lãi suất không giảm xuống nhiều lần. Sơ đồ của ảnh hưởng của chính sách tiền tệ là :

$$M \uparrow \rightarrow \text{cho vay} \uparrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Một cách để tìm ra cơ chế truyền động đó là hãy xem thử có mối tương quan chặt chẽ giữa chi tiêu đầu tư với cho vay kinh doanh hay không. Nếu bạn thấy rằng mối tương quan là chặt chẽ, liệu bạn có nhất thiết kết luận rằng số tiền các khoản vay hiện đang sử dụng là động lực đằng sau chi tiêu đầu tư hay không ? Bạn sẽ hoài nghi là do có lập luận của quan hệ nhân quả ngược. Lượng tiền vay có thể tăng vì các nhà kinh doanh muốn đầu tư nhiều hơn và do vậy yêu cầu vay nhiều hơn.

Kết quả là, nhân quả có thể đi từ đầu tư đến cho vay hơn là cách chung chung khác và một số nhà kinh tế đã hoài nghi tầm quan trọng của giả thuyết tính sẵn sàng để dùng đối với việc cho vay thương mại (kinh doanh).

Giả thuyết tính sẵn sàng để dùng được sự ủng hộ rộng rãi hơn trong việc áp dụng vào thị trường nhà ở những năm 1960. Khi lãi suất thị trường lên cao hơn đỉnh của Quy định Q (Quy định này đặt giới hạn lãi tối đa mà các ngân hàng tiết kiệm, ngân hàng cho vay và ngân hàng tương tế có thể trả cho những khoản tiền gửi) thì những tổ chức này bắt đầu mất tiền gửi do tình trạng không qua trung gian (Chương 13). Bởi vì các ngân hàng phát hành đại bộ phận chứng khoán cầm cố vào những năm 1960, cho nên tiền gửi của họ sụt xuống làm giảm tính sẵn sàng để dùng của những chứng khoán cầm cố đó. Những người dự định mua nhà không thể có được những khoản cho vay cầm cố đó và không mua được nhà họ muốn, do vậy cầu về nhà ở giảm xuống.

Sự giảm sút mạnh trong việc mua nhà năm 1966 và 1969 khi lãi suất thị trường tăng cao hơn đỉnh của Quy định Q, là khớp với việc phân tích trên đây. Nhưng thay đổi trong môi trường các quy định - việc hủy bỏ các đỉnh của Quy định Q và việc các trung gian tài chính khác tham gia vào thị trường cầm cố nhà cửa - đã làm giảm tầm quan trọng của kênh ảnh hưởng này của tiền tệ. Tại sao ? Bởi vì bây giờ có thể ít xảy ra tình hình không qua trung gian, từ khi những tổ chức phát hành cầm cố có thể trả lãi cao hơn đối với tiền gửi của họ, khi mà lãi suất thị trường tăng ; do vậy các tổ chức này không bị mất tiền gửi.

Đây là một ví dụ tuyệt vời về sự hiểu biết như thế nào cách hoạt động của các cơ chế bên trong hộp đen có thể giúp cho việc dự đoán ảnh hưởng của chính sách tiền tệ có thể thay đổi khi môi trường thể chế thay đổi.

Thuyết q của Tobin. Các nhà kinh tế đã nêu lên chính sách tiền tệ cũng có thể ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư thông qua ảnh hưởng của nó đến giá cả cổ phiếu thường. James Tobin phát triển một thuyết về mối quan hệ giữa giá cổ phiếu và chi tiêu đầu tư, được gọi là thuyết q của Tobin. Tobin xác định q như sau

$$q = \frac{\text{giá thị trường của các hãng}}{\text{phí thay thế vốn}}$$

Nếu q cao, thì giá thị trường của các hãng là cao so với phí thay thế vốn, và vốn của một nhà máy và thiết bị mới là rẻ so với giá trị thị trường của các hãng kinh doanh. Các công ty do đó có thể phát hành cổ phiếu và được giá cao về việc phát hành đó so với phí của nhà máy thiết bị mà họ mua. Do vậy chi tiêu đầu tư sẽ tăng lên bởi vì các hãng có thể mua nhiều tư liệu sản xuất với việc phát hành ít cổ phiếu.

Mặt khác, khi q thấp, các hãng sẽ không mua tư liệu sản xuất mới bởi vì giá trị thị trường của các hãng thấp hơn so với phí của vốn. Nếu các công ty muốn có vốn khi q thấp, họ có thể mua một công ty khác với giá rẻ và có vốn cũ thay cho vốn mới ! Thuyết q của Tobin giải thích rất tốt tình hình tỷ lệ chi tiêu đầu tư cực kỳ thấp trong thời kỳ Đại suy thoái. Trong thời kỳ này giá cổ phiếu sụp đổ và vào năm 1933 giá chỉ bằng 1/10 giá trị của cổ phiếu vào cuối năm 1929 ; q sụt xuống mức thấp chưa từng có.

Điểm then chốt của việc thảo luận này là có một mối liên hệ giữa q của Tobin

với chi tiêu đầu tư. Nhưng chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến giá cổ phiếu như thế nào? Rất đơn giản, khi cung tiền tệ tăng, dân chúng thấy họ có nhiều tiền hơn họ muốn và do vậy giải quyết bớt tiền đi thông qua chi tiêu. Một nơi mà dân chúng chi tiêu tiền là thị trường cổ phiếu, làm tăng cầu cổ phiếu và do đó làm giá cổ phiếu tăng lên⁽³⁾. Kết hợp việc đó với việc giá cổ phiếu cao hơn (P_s) sẽ đưa đến q cao hơn và do vậy chi tiêu đầu tư cao hơn (I) đưa đến cơ chế truyền động sau đây của chính sách tiền tệ⁽⁴⁾

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Ảnh hưởng của thông tin không đối xứng. Trong cuộc bàn luận của chúng ta về ảnh hưởng của thông tin không đối xứng với thị trường tài chính trong Chương 8, chúng ta đã thấy giá trị ròng của các hãng kinh doanh càng cao thì những vấn đề về lựa chọn đối nghịch rủi ro đạo đức càng ít nghiêm trọng. Giá trị ròng cao hơn có nghĩa là những người cho vay thực tế có nhiều bảo đảm hơn cho những khoản cho vay của mình, do vậy tổn thất từ việc lựa chọn đối nghịch giảm xuống, giá trị ròng tăng lên làm vấn đề lựa chọn đối nghịch giảm đi, do vậy khuyến khích cho vay tăng lên để tài trợ cho chi tiêu đầu tư. Giá trị ròng cao hơn của các hãng kinh doanh cũng giảm bớt vấn đề rủi ro đạo đức bởi vì nó có nghĩa là những người chủ có tiền góp vào cổ phần cao hơn trong các hãng của mình. Với tiền góp vào cổ phần trong hãng mình các chủ hãng ít bị thúc đẩy tham gia vào các dự án đầu tư nhiên rủi ro hoặc chi tiêu vốn của hãng vào các việc lợi cho cá nhân họ, nhưng lại không thêm vào lợi nhuận. Bởi vì các dự án đầu tư ít rủi ro và chi tiêu cho cá nhân ít hơn làm cho các người cho vay rất có thể được hoàn trả tiền vay cho nên một sự tăng lên trong giá trị ròng của hãng đưa đến một sự tăng lên trong cho vay và do đó trong chi tiêu đầu tư.

Giá cổ phiếu tăng lên làm tăng giá trị ròng của các hãng, do vậy đưa đến chi tiêu đầu tư cao hơn do giảm bớt trong lựa chọn đối nghịch và các vấn đề may rủi về đạo đức. Như chúng ta đã chỉ ra, vì chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến giá cổ

(3) Một câu chuyện cổ phần nào mang tính chất trường phái Keynes nhiều hơn cũng có kết quả như nhau là: cung tiền tệ tăng làm lãi suất trái khoán giảm, do đó lợi thu được về các thứ khác với cổ phiếu giảm xuống. Điều đó làm cho cổ phiếu hấp dẫn hơn so với trái khoán, do đó cầu về cổ phiếu tăng, làm tăng giá cổ phiếu và do đó giảm thấp thu nhập về cổ phiếu.

(4) Một cách khác để xem xét mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và chi tiêu đầu tư là giá cổ phiếu cao hơn làm giảm thu nhập về cổ phiếu và làm giảm phi tài trợ chi tiêu đầu tư thông qua việc phát hành cổ phiếu. Cách xem xét mối liên hệ giữa giá cổ phiếu và chi tiêu đầu tư là về hình thức tương đương với cách tiếp cận q của Tobin.

phiếu, nên việc phân tích thông tin không đối xứng của chúng ta cho chúng ta cơ chế truyền động tiền tệ bổ sung sau đây :

$$M \uparrow \rightarrow P_r \uparrow \rightarrow \text{lựa chọn nghịch} \downarrow \rightarrow \text{cho vay} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \\ \text{và may rủi đạo đức} \downarrow$$

Chi tiêu tiêu dùng

Chứng cứ rút gọn của trường phái tiền tệ cũng gợi ý rằng có thể có một mối giây liên hệ trực tiếp giữa chính sách tiền tệ với chi tiêu tiêu dùng. Công trình nghiên cứu sớm nhất theo những hướng đó nhắm vào những ảnh hưởng có thể có của lãi suất đối với một yếu tố cấu thành của chi tiêu tiêu dùng, chi tiêu tiêu dùng lâu bền, tức là chi tiêu của người tiêu dùng về hàng lâu bền như ô tô, tủ lạnh.

Ảnh hưởng của lãi suất đến chi tiêu tiêu dùng lâu bền. Do việc chi tiêu tiêu dùng lâu bền như ô tô thường được tài trợ bằng đi vay, nhưng người lập mô hình cơ cấu kiểu Keynes trước đây đi tìm một số ảnh hưởng của lãi suất đến chi tiêu tiêu dùng lâu bền. Họ lập luận rằng lãi suất thấp hơn làm giảm phí tài trợ những khoản mua đó, sẽ khuyến khích người tiêu dùng tăng chi tiêu tiêu dùng lâu bền của mình. Do đó con kênh mà tiền tệ ảnh hưởng đến tổng cầu là như sau :

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \text{chi tiêu tiêu dùng lâu bền} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Tuy nhiên, mức độ của ảnh hưởng này là nhỏ. Cần phải tìm một vài con kênh khác mà tiền tệ ảnh hưởng đến chi tiêu tiêu dùng để giải thích tại sao chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến chi tiêu tiêu dùng.

Ảnh hưởng của sự giàu có. Trong việc tìm kiếm cơ chế truyền động tiền tệ mới, nhưng người đi tìm kiếm nhìn vào việc tại sao bảng kết toán của người tiêu dùng có thể ảnh hưởng đến các quyết định chi tiêu của họ. Franco Modigliani là người đầu tiên đi theo hướng đó, sử dụng giả thuyết đời sống - chu kỳ nổi tiếng của mình về tiêu dùng. **Tiêu dùng** là chi tiêu của người tiêu dùng về những hàng hóa không lâu bền và dịch vụ ⁽⁵⁾. Nó khác với chi tiêu tiêu dùng bởi vì nó

(5) Tiêu dùng cũng bao gồm một cấu thành nhỏ khác đó là dịch vụ mà một người tiêu dùng nhận được từ quyền sở hữu nhà ở và những hàng lâu bền.

không bao gồm chi tiêu về hàng lâu bền. Tiên đề cơ bản của thuyết Modigliani là người tiêu dùng tiêu hết hàng tiêu dùng của mình qua thời gian. Do đó, cái quyết định chi tiêu tiêu dùng là những thu nhập trong cả cuộc đời của người tiêu dùng, chứ không phải là thu nhập hiện nay. Một cấu thành quan trọng của thu nhập cả đời của người tiêu dùng là của cái tài chính, mà một cấu thành chính là cổ phiếu thường. Khi giá cổ phiếu tăng, trị giá của cái tài chính tăng lên, do vậy làm tăng thu nhập cả đời của người tiêu dùng, và tiêu dùng sẽ tăng. Vì chúng ta đã biết rằng chính cách bành trướng tiền tệ có thể đưa đến giá cổ phiếu tăng lên, nên chúng ta có một cơ chế truyền động tiền tệ khác.

$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow$ của cái $\uparrow \rightarrow$ thu nhập cả đời $\uparrow \rightarrow$ tiêu dùng $\uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Việc khảo cứu của Modigliani cho thấy đó là một cơ chế đẩy quyền lực, cơ chế này bổ sung thêm vào hiệu lực của chính sách tiền tệ.

Ảnh hưởng của tính lỏng. Thị trường cổ phiếu cũng ảnh hưởng đến chi tiêu tiêu dùng lâu bền. Lập luận về ảnh hưởng này tập trung vào tính không lỏng của hàng tiêu dùng lâu bền như ô tô hoặc vật dụng gia đình. Nếu bỗng nhiên bạn cần tiền mặt và cố thử bán vật dụng lâu bền của mình để tăng thêm tiền mặt, thì bạn phải dự tính bị thiệt hại lớn, bởi vì bạn không thể thu được đầy đủ giá trị của những vật dùng đó trong việc bán rẻ mặt. Ngược lại, nếu bạn giữ tài sản tài chính (như tiền tại ngân hàng, cổ phiếu hoặc trái khoán), bạn có thể dễ dàng bán chúng nhanh chóng theo giá thị trường đầy đủ và tăng thêm tiền mặt. Bây giờ bạn hãy tự đặt cho mình câu hỏi : nếu bạn dự tính là bạn sẽ bị khó khăn về tài chính, liệu bạn có giữ hàng lâu bền không lỏng hơn là giữ tài sản tài chính lỏng hơn ? Đương nhiên là bạn sẽ giữ tài sản tài chính hơn. Do đó, nếu khả năng xảy ra khó khăn tài chính tăng lên, thì người tiêu dùng sẽ chi tiêu ít hơn cho hàng lâu bền ; nếu khả năng xảy ra khó khăn tài chính ít đi thì người tiêu dùng sẽ chi nhiều hơn cho hàng lâu bền.

Bảng kết toán của người tiêu dùng sẽ là một yếu tố ảnh hưởng quan trọng đến việc đánh giá khả năng chắc chắn xảy ra khó khăn tài chính. Đặc biệt là khi người tiêu dùng có nhiều tài sản tài chính so với nợ của họ, thì họ đánh giá thấp khả năng xảy ra khó khăn tài chính, và họ sẽ thích mua hàng tiêu dùng hơn. Khi giá cổ phiếu tăng lên, giá trị của tài sản tài chính cũng tăng lên ; chi tiêu tiêu dùng lâu bền cũng sẽ tăng lên, bởi vì người tiêu dùng có tình hình tài chính bảo

đảm hơn và đánh giá khả năng khó khăn tài chính ít xảy ra hơn. Bây giờ chúng ta có một cơ chế truyền động đẩy quyền lực khác cho chính sách tiền tệ do mối liên hệ giữa tiền tệ và giá cổ phiếu :

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{Trị giá của tài sản tài chính} \uparrow \rightarrow \text{khó khăn tài chính} \\ \text{có lẽ xảy ra} \downarrow \rightarrow \text{chỉ tiêu tiêu dùng lâu bền} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Lập luận về tính lỏng cũng có thể được áp dụng cho cầu về nhà ở, bởi vì giống như hàng lâu bền, nó rất không lỏng. Giá cổ phiếu tăng lên, cải thiện bảng kết toán của người tiêu dùng sẽ làm giảm khả năng xảy ra khó khăn tài chính và làm người tiêu dùng thích mua nhiều nhà mới hơn. Như vậy một con kênh khác của ảnh hưởng tiền tệ là :

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{giá trị tài sản tài chính} \uparrow \rightarrow \text{khả năng khó khăn} \\ \text{tài chính} \downarrow \rightarrow \text{chỉ tiêu mua nhà mới} \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

Ba cơ chế truyền động tiền tệ gợi ý rằng chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến bảng kết toán tiêu dùng có thể có ảnh hưởng lớn đến tổng cầu. Một thời kỳ mà những ảnh hưởng đó có thể là cực kỳ quan trọng là thời kỳ Đại suy thoái (xem Bài đọc thêm 27.3).

BÀI ĐỌC THÊM 27.3

Bảng kết toán của người tiêu dùng và cuộc Đại suy thoái

Những năm giữa 1929 và 1933 chứng kiến một tình trạng xấu nhất trong bảng kết toán tiêu dùng thậm chí ngay ở Mỹ. Cuộc sụp đổ của thị trường cổ phiếu năm 1929, tiếp tục chui đến năm 1933, làm giá trị của của cải tiêu dùng giảm đi 311 tỷ đôla, (đôla năm 1982) và như đã dự đoán, tiêu dùng giảm mạnh (trên 70 tỷ đôla). Do mức giá cả giảm xuống trong thời kỳ này, nên mức nợ thực tế của những

người tiêu dùng tăng mạnh (trên 20%). Kết quả : giá trị của tài sản tài chính so với số tiền nợ giảm mạnh, giúp cho việc tăng thêm khả năng xảy ra khó khăn tài chính. Không có gì là ngạc nhiên cả khi chỉ tiêu về hàng lâu bền và nhà ở giảm mạnh : từ 1929 đến 1933 chỉ tiêu cho hàng lâu bền giảm trên 50%, trong khi chỉ tiêu về nhà ở giảm 80%.

Buôn bán quốc tế

Với sự phát triển của việc quốc tế hóa nền kinh tế và sự xuất hiện của tỷ giá thả nổi, ảnh hưởng của tỷ giá đến xuất khẩu ròng trở thành một cơ chế truyền động tiền tệ quan trọng.

Ảnh hưởng của tỷ giá đến xuất khẩu ròng. Như chúng ta đã bàn đến chi tiết hơn trong Chương 21, khi lãi suất trong nước giảm (làm phát không thay đổi) thì tiền gửi trong nước trở nên kém hấp dẫn hơn so với tiền gửi bằng ngoại tệ. Kết quả là giá trị tiền gửi đôla giảm xuống so với tiền gửi bằng các đồng tiền khác, nghĩa là, tỷ giá giảm xuống (ký hiệu bằng $E \downarrow$). Giá trị thấp hơn của đồng nội tệ làm cho hàng nội rẻ hơn hàng ngoại, do đó làm xuất khẩu ròng tăng lên và vì vậy tổng sản phẩm tăng lên. Cơ chế truyền động tiền tệ hoạt động thông qua buôn bán quốc tế, như sau :

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

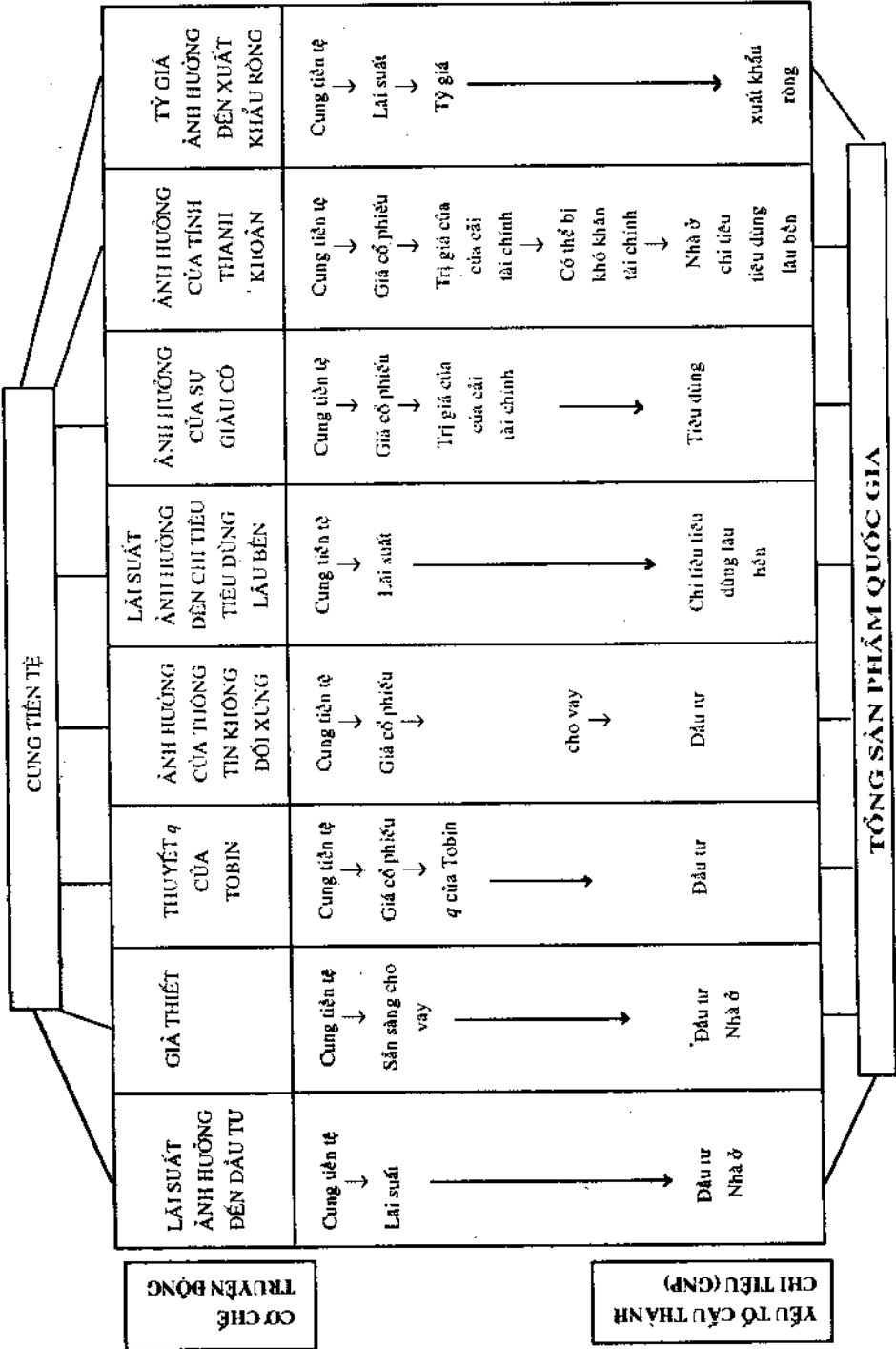
Ảnh hưởng của tất cả các cơ chế truyền động tiền tệ kết hợp lại

Bây giờ chúng ta đã thấy việc tìm kiếm các con kênh bổ sung của ảnh hưởng tiền tệ đã đưa đến việc phát hiện ra nhiều cơ chế truyền động tiền tệ (được tóm tắt trong đồ hình Hình 27.3).

Ảnh hưởng hỗn hợp của tất cả những cơ chế đó có thể làm nảy sinh ra hay không một mô hình cơ cấu kiểu Keynes chỉ ra rằng những thay đổi trong cung tiền tệ có một ảnh hưởng chủ yếu đến tổng chi tiêu và đến sản phẩm? Mô hình MPS của Modigliani, bao gồm đại đa số cơ chế đã được mô tả, đúng là làm được điều đó. Hình 27.4 minh họa sự đáp lại của tổng chi tiêu (GNP danh nghĩa) đối với việc sụt 1 tỷ đôla tiền gửi không kỳ hạn theo mô hình MPS (của Keynes) và mô hình St Louis của phái tiền tệ. Lưu ý rằng cả hai mô hình thể hiện một ảnh hưởng mạnh của thay đổi trong cung tiền tệ đối với tổng chi tiêu.

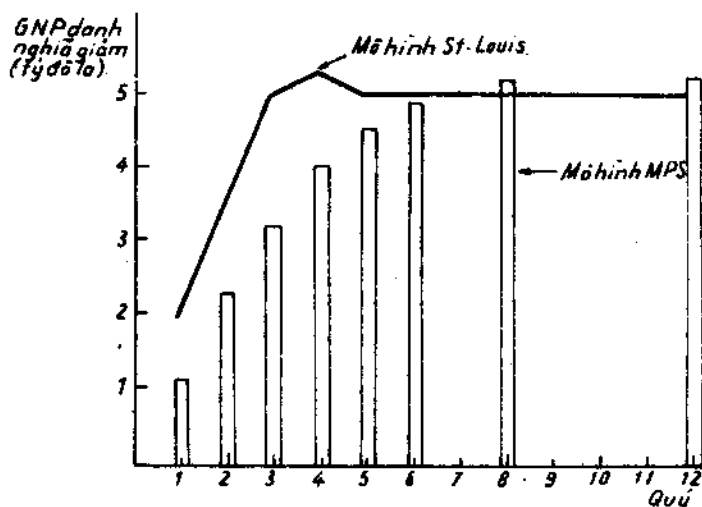
NHÌN CHUNG CUỘC TRANH LUẬN GIỮA TRƯỜNG PHÁI KEYNES VÀ TRƯỜNG PHÁI TIỀN TỆ VỀ TIỀN TỆ VÀ HOẠT ĐỘNG KINH TẾ

Chứng cứ rút gọn của phái tiền tệ trình bày một sự thách thức chính đối với quan điểm của Keynes là tiền tệ không có ảnh hưởng gì. Điều này đưa đến một sự tìm kiếm một cơ chế truyền động tiền tệ mới và kết quả là một sự hội tụ quan điểm của Keynes và quan điểm của phái tiền tệ (như trong Hình 27.4) về tầm quan trọng của tiền tệ đối với hoạt động kinh tế. Bây giờ có một thỏa thuận chung giữa những người theo phái Keynes rằng chính sách tiền tệ thực sự là một



Hình 27.3. Mối liên hệ giữa tiền tệ và GNP: Cơ chế truyền động tiền tệ.

nguồn gốc cực kỳ quan trọng của những biến động chu kỳ kinh doanh. Tuy nhiên, những người đề xướng ra thuyết mới về tổng biến động gọi là thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế không chấp nhận chứng cứ rút gọn của phái tiền tệ rằng tiền tệ là có ảnh hưởng đối với những biến động chu kỳ kinh doanh bởi vì họ tin rằng có quan hệ nhân quả ngược từ chu kỳ kinh doanh đến tiền tệ (Bài đọc thêm 27.4).



Hình 27.4. Ảnh hưởng của thay đổi cung tiền tệ trong mô hình MPS và mô hình St. Louis. Thay đổi trong GNP danh nghĩa là kết quả của việc tiền gửi không kỳ hạn giảm 1 tỷ đô la theo quý.

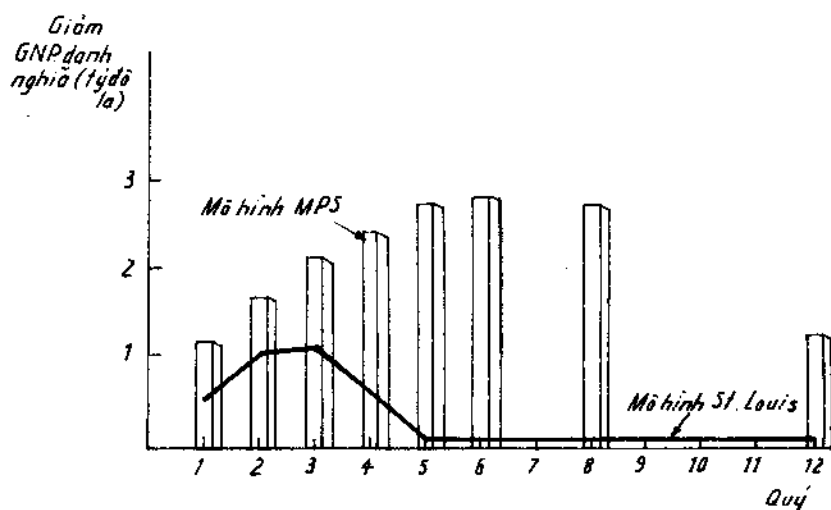
Mặc dù những người thuộc phái Keynes hiện nay đồng ý là tiền tệ có ảnh hưởng nhưng họ không đồng ý với phát biểu của phái tiền tệ là tiền tệ là duy nhất. Những mô hình cơ cấu của họ vẫn cung cấp chứng cứ vững chắc rằng chính sách tài chính có ảnh hưởng đầy quyền lực. Điều này có thể thấy trong Hình 27.5, hình này chỉ ra một sự đáp lại mạnh mẽ của sản phẩm đối với việc tăng 1 tỷ đô la chi tiêu của chính phủ theo mô hình MPS, nhưng chỉ là một sự đáp lại yếu theo mô hình St. Louis. Như vậy, chứng cứ rút gọn và chứng cứ mô hình cơ cấu không đưa lại những kết quả tương tự nhau về tính hiệu quả của chính sách tài chính và như vậy cuộc tranh luận giữa phái tiền tệ và phái Keynes về việc xác định tổng cầu vẫn chưa hoàn toàn ngã ngũ.

BÀI ĐỌC THÊM 27.4

Thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế và cuộc tranh luận về tiền tệ và hoạt động kinh tế

Những người mới tham gia vào cuộc tranh luận về tiền tệ và hoạt động kinh tế là những người bảo vệ cho thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế. Thuyết này phát hiện rằng những cú sốc thực sự đụng đến thị hiếu và công nghệ (chứ không phải là những cú sốc tiền tệ) là những động lực đằng sau những chu kỳ kinh doanh. Những người đề xướng ra thuyết này không chấp nhận quan điểm của phái tiền tệ rằng tiền tệ ảnh hưởng đến chu kỳ kinh doanh, bởi vì họ tin rằng mối tương quan giữa sản phẩm với tiền tệ phản ánh quan hệ nhân quả ngược: nghĩa là, chính chu kỳ kinh tế chứ không phải cách chung chung khác thúc đẩy tiền tệ. Một chứng cứ mà họ nêu lên để bảo vệ cho lập luận nhân quả ngược

là hầu như không có mối tương quan nào giữa tiền tệ và sản phẩm phát sinh từ cơ sở tiền tệ. Cơ sở này do các nhà chức trách tiền tệ kiểm soát. Thay vào đó, tương quan tiền tệ - sản phẩm sinh ra từ những nguồn khác không phải là các chuyển động cung tiền tệ, mà như chúng ta thấy trong Chương 15 và 16, chịu ảnh hưởng của các hành động của ngân hàng, của người gửi tiền, những người vay ngân hàng và rất có thể bị chu kỳ kinh doanh ảnh hưởng đến. Mặc dù thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế không thấy vai trò của tiền tệ trong chu kỳ kinh doanh, nhưng nó cũng thấy tiền tệ là một yếu tố quyết định của lạm phát. Chính sách tiền tệ, do vậy, vẫn đóng 1 vai trò quan trọng trong nền kinh tế.



Hình 27.5. Ảnh hưởng của thay đổi chỉ tiêu của chính phủ trong mô hình MPS và St. Louis: đáp lại của GNP danh nghĩa đối với việc tăng 1 tỷ đô la trong chỉ tiêu của chính phủ.

TÓM TẮT

1. Phái tiền tệ hướng tập trung vào chứng cứ rút gọn và thấy rằng thay đổi trong cung tiền tệ là quan trọng đối với hoạt động kinh tế hơn là quan niệm của phái Keynes, phái này nhằm vào chứng cứ mô hình cơ cấu. Không có trường hợp rõ ràng nào cho thấy rằng loại chứng cứ này được ưa thích hơn loại kia : cả hai đều có những điểm lợi và bất lợi của mình. Điều lợi chính của chứng cứ mô hình cơ cấu là nó cho chúng ta hiểu biết việc nền kinh tế hoạt động như thế nào và làm cho chúng ta tin hơn vào phương hướng của quan hệ nhân quả giữa sản phẩm và tiền tệ. Tuy nhiên, nếu cơ cấu không được xác định đúng do không biết đến cơ chế truyền động tiền tệ quan trọng, thì có thể có đánh giá rất thấp tính hiệu quả của chính sách tiền tệ. Chứng cứ rút gọn có điểm lợi là không hạn chế con đường mà chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế và do vậy có thể dễ nắm bắt mọi ảnh hưởng của chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, chứng cứ rút gọn không thể bãi bỏ khả năng có nhân quả ngược hoặc có nhân tố thúc đẩy thứ ba, nhân tố này có thể đưa đến những kết luận sai lệch với tầm quan trọng của tiền tệ.

2. Những người theo phái Keynes đầu tiên tin rằng tiền tệ không có ảnh hưởng gì, bởi vì họ thấy mối liên hệ yếu giữa lãi suất và đầu tư và vì lãi suất thấp của chứng khoán kho bạc thuyết phục họ là chính sách tiền tệ là "nới lỏng" trong thời kỳ kinh tế co hẹp xấu nhất trong lịch sử của Mỹ, thời kỳ Đại suy thoái. Phái tiền tệ phản đối cách lý giải này đối với chứng cứ dựa trên cơ sở rằng : (1) việc nhằm vào lãi suất danh nghĩa chứ không phải là lãi suất thực tế có thể che giấu mất mọi liên hệ giữa lãi suất và đầu tư. (2) lãi suất ảnh hưởng đến đầu tư có thể chỉ là

một trong những kênh mà qua đó chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến tổng cầu, và (3) theo những tiêu chuẩn của lãi suất thực và lãi suất của trái khoán thấp cấp, chính sách tiền tệ là cực kỳ co hẹp trong thời kỳ Đại suy thoái.

3. Chứng cứ của phái tiền tệ đầu tiên chia thành 3 loại : thời gian, thống kê và lịch sử. Do những khả năng có thể có nhân quả ngược và có nhân tố thứ ba cho nên phát sinh một vài sự hoài nghi nghiêm túc về những kết luận có thể rút ra chỉ từ chứng cứ thời gian và thống kê. Tuy nhiên, một vài chứng cứ lịch sử trong đó sự giàu có ngoại sinh trong tăng trưởng tiền tệ được tiếp theo bằng những cuộc suy thoái, cung cấp một chỗ dựa vững chắc hơn cho lập trường phái tiền tệ rằng tiền tệ là có ảnh hưởng.

4. Chứng cứ của phái tiền tệ thúc đẩy 2 hướng khảo sát kinh nghiệm. Một hướng, mà đại diện là mô hình St. Louis, được cải tiến theo chứng cứ rút gọn bằng cách sử dụng những mô hình rút gọn phức tạp hơn. Hướng thứ hai, mà đại diện là mô hình MPS của Modigliani, được cải tiến theo cải mô hình cơ cấu của Keynes bằng cách đi tìm cơ chế truyền động tiền tệ mới, bao gồm thuyết tính sẵn sàng, thuyết q của Tobin, ảnh hưởng thông tin không đối xứng, ảnh hưởng của lãi suất đối với chỉ tiêu tiêu dùng lâu bền, ảnh hưởng của sự giàu có, ảnh hưởng của tính lỏng, ảnh hưởng của tỷ giá hối đoái đối với xuất khẩu ròng.

5. Là kết quả của việc khảo sát kinh nghiệm, có một sự hội tụ của quan điểm phái Keynes và quan điểm phái tiền tệ đối với việc cho rằng tiền tệ là có ảnh hưởng. Tuy nhiên, phái Keynes không đồng ý với quan điểm của phái tiền tệ rằng tiền tệ là duy nhất có ảnh hưởng.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Giả định rằng một người khảo sát đang thử xác định xem việc đi chăm chăm có tốt đối với sức khỏe của bạn không. Bà ta xem xét vấn đề này bằng 2 cách. Trong cách A bà ta theo dõi xem những người đi chăm chăm sống có lâu hơn những người không đi chăm chăm hay không. Trong cách B bà ta theo dõi xem có phải đi chăm chăm có làm giảm chất cholesterol trong máu và hạ thấp huyết áp hay không ; sau đó bà ta đặt câu hỏi liệu việc hạ thấp huyết áp và cholesterol có kéo dài cuộc sống hay không. Cách nào trong hai cách đây sẽ cho chứng cứ rút gọn và cách nào cho chứng cứ mô hình cơ cấu ?

2. Nếu việc khảo sát chỉ ra rằng người đi chăm chăm không có lượng cholesterol ít hơn và huyết áp thấp hơn những người không đi chăm chăm, vậy thì có thể là đi chăm chăm là tốt đối với sức khỏe của bạn hay không ? Hãy cho một ví dụ cụ thể.

3. Nếu việc khảo sát chỉ ra rằng người đi chăm chăm sống lâu hơn người không đi chăm chăm thì có thể là đi chăm chăm không tốt cho sức khỏe của bạn hay không ? Cho một ví dụ cụ thể.

*4. Giả định kế hoạch của bạn mua một cái xe hơi và muốn biết có phải là xe của General Motors đáng tin cậy hơn xe Ford hay không. Một cách là hỏi những ông chủ của hai xe đó xem tại sao xe của họ phải đem sửa chữa thường xuyên. Cách khác là đi thăm xí nghiệp sản xuất ra xe và xem cái xe nào được sản xuất tốt hơn. Phương pháp nào cho chứng cứ rút gọn và phương pháp nào cho chứng cứ mô hình cơ cấu ?

*5. Nếu xe hơi của GM mà bạn định mua có kỷ lục sửa chữa tốt hơn xe của Ford, thì điều đó có nghĩa là xe GM nhất định là đáng

tin cậy hơn không ? (chủ xe GM có thể, chẳng hạn, thay đổi dầu thường xuyên hơn chủ xe Ford).

*6. Giả định là khi bạn đến thăm xưởng xe GM và xưởng Ford để xem xe được sản xuất như thế nào, bạn chỉ có thì giờ để xem máy được lắp ráp tốt như thế nào. Nếu máy của Ford được làm tốt hơn của GM, thì điều đó có nghĩa là xe Ford đáng tin cậy hơn xe GM không ?

7. Thái độ của ngân hàng (mô tả trong Chương 16) có thể đưa đến quan hệ nhân quả như thế nào từ sản phẩm đến cung tiền tệ ? Điều này nói cái gì về chứng cứ rằng có một mối tương quan chặt chẽ giữa tiền tệ và sản phẩm.

*8. Phương pháp nghiệp vụ nào của Fed (mô tả trong Chương 20) có thể giải thích những chuyển động trong sản phẩm có thể gây nên những chuyển động trong cung tiền tệ như thế nào ?

9. "Trong các chu kỳ kinh doanh trong một trăm năm lại đây, tỷ lệ tăng trưởng của cung tiền tệ lúc nào cũng giảm xuống trước sản phẩm. Do đó, cung tiền tệ gây nên chuyển động trung chu kỳ kinh doanh". Bạn có đồng ý không ? Bạn có lập luận gì bác bỏ lập luận ấy không ?

*10. Chiến lược khảo sát của phái Keynes và phái tiền tệ khác nhau như thế nào sau khi họ trình bày chứng cứ của phái tiền tệ sớm nhất.

11. Trong cuộc suy thoái 1973 - 1975, giá trị của cổ phiếu thường tính theo giá trị thực tế giảm xuống gần 50%. Sự sụt xuống này trên thị trường chứng khoán ảnh hưởng như thế nào đến tổng cầu và do vậy góp phần làm tăng thêm mức nghiêm trọng của cuộc

suy thoái đó ?

Có phải là đặc trưng về các cơ chế mà thông qua đó sự giảm sút của thị trường cổ phiếu ảnh hưởng đến nền kinh tế.

*12. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn : "Phí tài trợ đầu tư chỉ liên quan đến lãi suất. Do đó, cách duy nhất mà chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư là thông qua ảnh hưởng của nó đến lãi suất".

13. Dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho giá cổ phiếu nếu cung tiền tệ tăng. Giải thích tại sao bạn dự đoán như vậy.

*14. Franco Modigliani phát hiện rằng cơ chế truyền động quan trọng nhất của chính sách tiền tệ kéo theo chỉ tiêu tiêu dùng : Hãy mô tả hoạt động của ít nhất hai cơ chế trong những cơ chế đó.

15. "Phái tiền tệ chứng minh rằng phái Keynes cũ là sai, khi nói rằng tiền tệ không ảnh hưởng gì hết đến hoạt động kinh tế. Do đó chúng ta sẽ thừa nhận quan điểm của phái tiền tệ rằng tiền tệ là duy nhất có ảnh hưởng. Bạn có tán thành không ? Tại sao có, tại sao không ?

Tiền tệ và lạm phát

LỜI DẪN

Từ đầu những năm 1960 khi tỷ lệ lạm phát lên xuống giữa mức 1% và 2% nền kinh tế đã bị lạm phát ở mức cao hơn và với những tỷ lệ biến đổi nhiều hơn. Cuối những năm 1960, tỷ lệ lạm phát lên trên 5% và vào năm 1974 đã lên đến mức hai con số. Sau khi tăng lên vừa phải trong thời kỳ 1975 - 1978 nó tăng vọt lên trên 10% trong năm 1979 và 1980, chỉ giảm xuống chung quanh mức 5% từ năm 1982 đến 1990. Lạm phát, một điều kiện làm cho mức giá cả tiếp tục tăng lên, trở thành mối quan tâm chính của những nhà chính trị và công chúng, và việc kiểm soát lạm phát như thế nào là vấn đề hàng đầu trong cuộc tranh luận về chính sách kinh tế.

Chúng ta làm thế nào để dập tắt ngọn lửa lạm phát và chấm dứt tình trạng trượt dốc của tỷ lệ lạm phát trong 30 năm trước ? Milton Friedman đưa ra một câu trả lời trong ý kiến đề xuất nổi tiếng của mình "Lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ". Ông ta ước định rằng nguồn gốc của mọi lạm phát là một tỷ lệ tăng trưởng cao của cung tiền tệ : Đơn giản bằng cách giảm tỷ lệ tăng trưởng cung tiền tệ đến mức thấp nhất, thì có thể ngăn chặn được lạm phát.

Trong chương này chúng ta sử dụng cách phân tích tổng cung và tổng cầu (Chương 26) để hiểu vai trò của chính sách tiền tệ trong việc gây ra lạm phát. Bạn sẽ thấy rằng khi lạm phát còn được xác định là một điều kiện của mức giá cả tiếp tục tăng lên nhanh chóng, thì những người thuộc phái tiền tệ cũng như phái Keynes đều đồng ý với ý kiến của Friedman rằng lạm phát là một hiện tượng

tiền tệ.

Nhưng cái gì gây ra lạm phát ? Tại sao xảy ra chính sách tiền tệ lạm phát ? Bạn sẽ thấy rằng chính sách tiền tệ lạm phát là một bộ phận của những chính sách khác của chính phủ : nỗ lực đạt được chỉ tiêu công ăn việc làm cao hoặc quản lý thâm hụt ngân sách lớn. Hiểu được những chính sách đó đưa đến lạm phát như thế nào sẽ cho chúng ta một vài ý nghĩ về việc làm cách nào để ngăn chặn lạm phát với giá thấp nhất phải trả bằng thất nghiệp và tổn thất sản phẩm.

TIỀN TỆ VÀ LẠM PHÁT : MỘT CHỨNG CỨ

Chứng cứ theo phát biểu của Friedman như sau : *trong mọi trường hợp mà tỷ lệ lạm phát của một nước là cực kỳ cao trong bất cứ thời kỳ kéo dài nào, thì tỷ lệ tăng trưởng của cung ứng tiền tệ là cực kỳ cao.*

Hãy xem xét lạm phát ở Mỹ La tinh từ 1980 đến 1990 : người ta tin một cách phổ biến rằng có một cái gì đó về cơ cấu trong các nền kinh tế Mỹ La tinh (Liên đoàn lao động chiến đấu, hệ thống chính trị) không ổn định gây nên lạm phát cao. Thực tế thì lạm phát ở Mỹ La tinh là đa dạng : một số nước Mỹ La tinh, như Honduras, có tỷ lệ lạm phát bình quân năm dưới 10% trong thời kỳ đó, trong khi tại các nước khác như Argentina, Brazil, và Peru tỷ lệ lạm phát là trên 200%.

Bài đọc thêm 28.1 phân tích tỷ lệ lạm phát của các nước Mỹ La tinh đối lại với mức tăng trưởng cung tiền tệ, cho thấy là những nước có tỷ lệ lạm phát rất cao cũng có tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao nhất. Chứng cứ về các nước Mỹ La tinh cũng như về các nước khác trên thế giới (Hình 1.2 trong Chương 1) dường như bảo vệ cho ý kiến rằng lạm phát cực kỳ cao là kết quả của tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao. Tuy nhiên, hãy lưu ý rằng bạn đang nhìn vào chứng cứ rút gọn, nó chỉ nhằm vào mối tương quan giữa hai biến số : tăng trưởng tiền tệ và tỷ lệ lạm phát. Giống như đối với mọi chứng cứ rút gọn phải có nhân quả ngược (lạm phát gây nên tăng trưởng cung tiền tệ) hoặc một nhân tố thứ ba thúc đẩy cả tăng trưởng tiền tệ và lạm phát.

Bạn bác bỏ những khả năng đó có thể xảy ra như thế nào ? Thứ nhất bạn có thể nhìn vào những giai đoạn lịch sử mà lúc đó mức tăng trưởng tiền tệ tăng lên thể hiện là một sự kiện ngoại sinh ; do vậy một tỷ lệ lạm phát cao cho một thời kỳ kéo dài đi tiếp theo sau mức tăng của tăng trưởng tiền tệ sẽ cung cấp một chứng cứ vững chắc rằng tăng trưởng tiền tệ cao là một động lực đằng sau lạm phát. May thay đã có những giai đoạn lịch sử rõ ràng như vậy - siêu lạm phát (lạm phát cực kỳ nhanh với tỷ lệ lạm phát quá 50% mỗi tháng). Ví dụ hiển nhiên nhất là siêu lạm phát của Đức trong những năm 1921 - 1923.

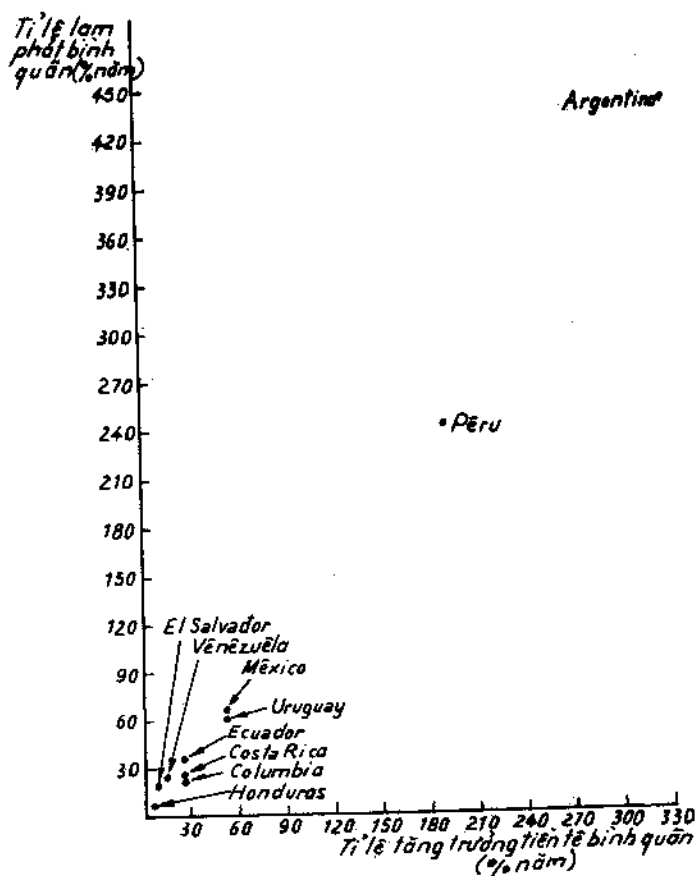
BÀI ĐỌC THÊM 28.1

Toàn cảnh

Lạm phát và tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ tại Mỹ La tính : 1980 - 1990

Đồ thị phân bố về tỷ lệ lạm phát bình quân của một nhóm nước Mỹ La tính trong thời kỳ 10 năm 1980 - 1990, đối lại mức tăng trưởng tiền tệ bình quân cũng trong thời kỳ đó (tỷ lệ % năm). Đồ thị chứng minh rằng lạm phát cao tại những

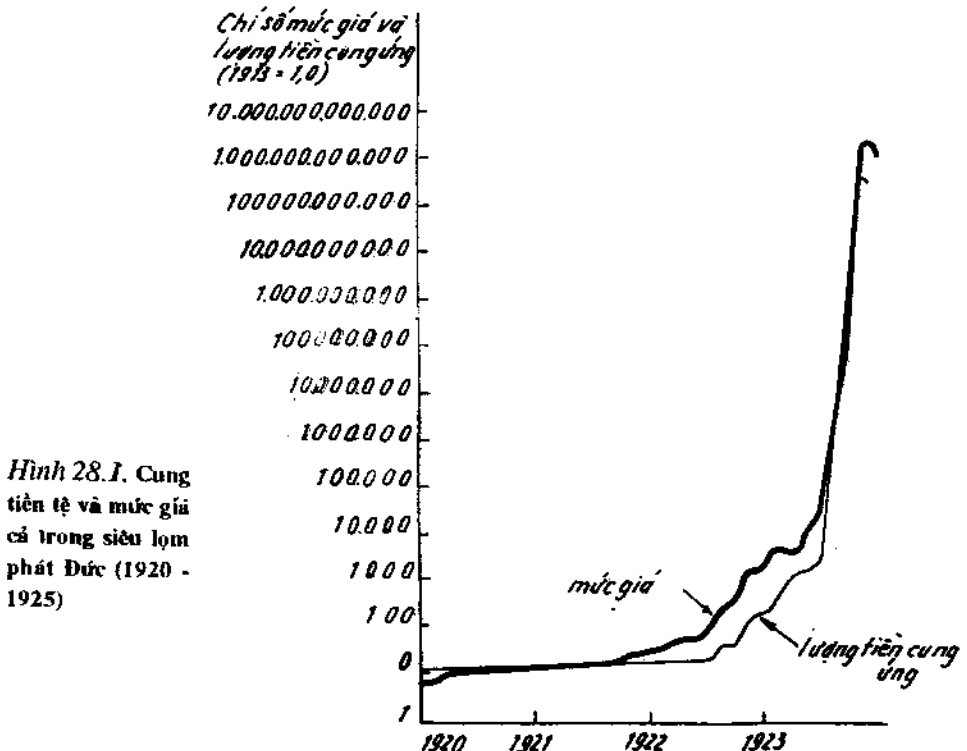
nước đó nói chung là đi liền với mức tăng trưởng tiền tệ cao. (Những nước như Brazil, Chile, Nicaragua, và Bolivia không có trên đồ thị bởi vì số liệu không có sẵn cho cả thời kỳ 1980 - 1990).



Siêu lạm phát của Đức : 1921 - 1923

Siêu lạm phát của Đức bắt đầu từ năm 1921, khi nhu cầu bồi thường chiến tranh và xây dựng lại nền kinh tế sau Thế chiến 1 làm cho chi của chính phủ vượt thu rất nhiều : Chính phủ Đức có thể tăng thu để chi trả cho chi tiêu tăng lên đó bằng tăng thuế, nhưng biện pháp này, như thường thấy, về mặt chính trị là không hợp lòng dân và đòi hỏi nhiều thời gian để thực hiện. Chính phủ cũng có thể vay của công chúng để trang trải chi tiêu đó, nhưng số tiền cần vay vượt xa khả năng cho vay. Chỉ còn lại một con đường duy nhất : máy in. Chính phủ có thể chi trả cho những chi tiêu của mình đơn giản bằng in thêm nhiều tiền giấy (tăng cung tiền tệ) và dùng tiền đó trả cho các cá nhân hoặc công ty đã cung cấp cho chính phủ hàng hóa và dịch vụ. Như trong Hình 28.1, đó đúng là điều mà chính phủ Đức đã làm ; cuối năm 1921, cung tiền tệ bắt đầu tăng nhanh và mức giá cả cũng vậy.

Năm 1923 tình hình ngân sách của chính phủ Đức lại càng xấu đi hơn nữa. Đến năm 1923, Pháp xâm chiếm vùng Rhur vì Đức không trả được tiền bồi thường theo quy định. Do vậy một cuộc tổng bãi công nổ ra để phản đối hành động của Pháp và chính phủ Đức cũng ủng hộ tích cực "cuộc kháng cự thụ động" đó bằng cách trả tiền cho những công nhân bãi công. Kết quả là chi của chính phủ leo thang nghiêm trọng và chính phủ in tiền giấy với tốc độ nhanh hơn để tài



trợ cho chỉ tiêu này. Như được trình bày trong Hình 28.1 kết quả của sự bùng nổ trong cung tiền tệ là mức giá cả bùng nổ, đưa đến một tỷ lệ lạm phát trong năm 1923 vượt quá 1.000.000%. Cuộc xâm lược vùng Rhur và việc in tiền để trả cho công nhân bãi công là đúng tính chất của một sự kiện ngoại sinh. Nhân quả ngược (có nghĩa là giá cả tăng làm cho Pháp xâm chiếm vùng Rhur) là rất vô lý và rất khó mà hình dung được một nhân tố thứ ba có thể có một động lực thúc đẩy đáng sau lạm phát và sự bùng nổ cung tiền tệ. Do đó siêu lạm phát của Đức là một "thí nghiệm được kiểm soát" ủng hộ cho ý kiến của Friedman là lạm phát là một hiện tượng tiền tệ.

Những ví dụ mới đây về lạm phát nhanh

Mặc dầu những cuộc lạm phát mới đây không khủng khiếp như siêu lạm phát Đức, nhưng nhiều nước trong những năm 1980 đã bị lạm phát nhanh trong đó tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao cũng có thể được xếp vào loại sự kiện ngoại sinh. Bài đọc thêm 28.1 minh họa những cuộc lạm phát đó ở tất cả các nước Mỹ La tinh trong thập kỷ 1980 - 1990. Argentina có tỷ lệ cao nhất và tăng trưởng tiền tệ và tỷ lệ lạm phát bình quân cao nhất. Thật vậy, vấn đề lạm phát ở Argentina trở nên xấu hơn vào cuối thập kỷ, với tỷ lệ lạm phát tăng trên 10.000%. Bolivia có một tỷ lệ lạm phát thậm chí còn cao hơn vào năm 1985 (xem chương 30, Bài đọc thêm 30.2) nhưng nó không bao gồm vào trong nhóm các nước trong Bài đọc thêm 28.1 bởi vì số liệu của Bolivia về tăng trưởng tiền tệ và lạm phát không sẵn sàng để dùng cho cả thời kỳ 1980 - 1990. Cách giải thích về tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao cũng tương tự như cách giải thích về Đức trong thời kỳ siêu lạm phát: Việc Argentina không muốn tài trợ những chi tiêu của chính phủ bằng cách tăng thuế đưa đến thiếu hụt ngân sách nghiêm trọng (đôi khi trên 15% GNP), thiếu hụt này được tài trợ bằng tạo ra tiền tệ.

Việc tỷ lệ lạm phát cao trong mọi trường hợp, trong đó tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao có thể được coi là một sự kiện ngoại sinh (bao gồm những giai đoạn tại Argentina và tại Đức) là một chứng cứ vững chắc rằng tăng trưởng tiền tệ cao gây nên lạm phát cao.

ĐỊNH NGHĨA CỦA "LẠM PHÁT"

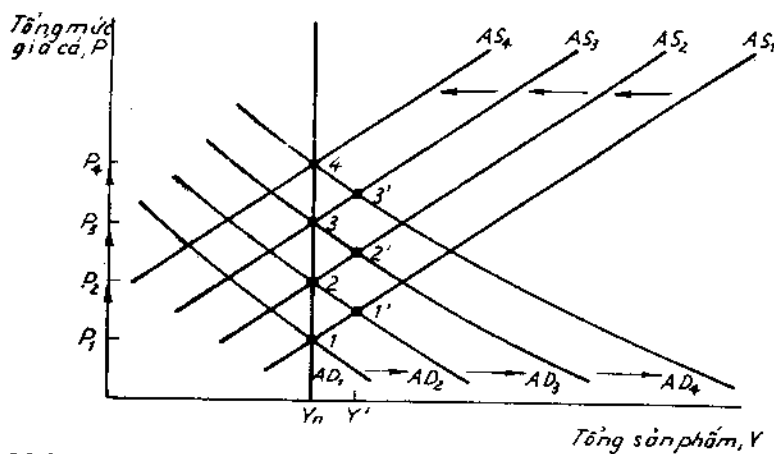
Bạn có thể lưu ý rằng mọi chứng cứ thực nghiệm về mối quan hệ giữa tăng trưởng tiền tệ và lạm phát được bàn luận đến đây chỉ xem xét trường hợp mức

giá cả tiếp tục tăng lên với một tỷ lệ nhanh. Đó có phải là định nghĩa của chữ "lạm phát" mà Friedman và những nhà kinh tế khác sử dụng khi họ phát biểu, chẳng hạn "lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ". Đó không phải là cái mà phát thanh viên định nghĩa khi cô ta thông báo về tỷ lệ lạm phát hàng tháng trong tin tức buổi tối. Cô ta chỉ nói cho bạn mức giá cả thay đổi bao nhiêu phần trăm so với tháng trước. Ví dụ, khi bạn nghe nói rằng tỷ lệ lạm phát hàng tháng là 1% (tỷ lệ năm là 12%), thì đó chỉ cho thấy rằng mức giá cả tăng lên 1% trong tháng đó. Đó có thể là một thay đổi duy nhất xảy ra một lần, theo đó tỷ lệ lạm phát cao chỉ là tạm thời chứ không phải là kéo dài. Chỉ khi nào tỷ lệ lạm phát vẫn cao trong một thời gian dài (lớn hơn 1% mỗi tháng trong nhiều năm) thì các nhà kinh tế mới nói rằng lạm phát là cao.

Do đó, ý kiến của Friedman thực tế cho rằng những biến động tăng lên trong mức giá cả là một hiện tượng tiền tệ chỉ khi nào những biến động tăng lên đó từ một quá trình kéo dài. Phải cẩn thận về việc định nghĩa là lạm phát, bởi vì với định nghĩa lạm phát là việc giá cả tăng nhanh và kéo dài thì đa số nhà kinh tế phái tiền tệ hay phái Keynes đều đồng ý với ý kiến của Friedman.

NHỮNG QUAN ĐIỂM VỀ "LẠM PHÁT"

Bây giờ khi mà bạn đã hiểu ý kiến của Milton Friedman có nghĩa là gì rồi, thì chúng ta có thể dùng cách phân tích tổng cung và tổng cầu đã học trong Chương



Hình 28.2. Đáp lại cung tiền tệ tăng kéo dài. Việc tăng kéo dài của cung tiền tệ làm di chuyển đường tổng cầu sang phải từ AD_1 đến AD_2, AD_3, AD_4 , trong khi đường cung di chuyển từ AS_1 đến AS_2, AS_3, AS_4 . Kết quả là mức giá cả tiếp tục tăng từ P_1 đến P_2, P_3 , và P_4 .

26 để chỉ ra rằng những chuyển động tăng lên kéo dài của mức giá cả (lạm phát cao) chỉ có thể xảy ra nếu cung tiền tệ tăng lên kéo dài.

Quan điểm của phái tiền tệ

Thứ nhất, chúng ta hãy nhìn xem kết quả của việc cung tiền tệ tăng lên kéo dài, khi sử dụng cách phân tích của phái tiền tệ (Hình 28.2). Ban đầu, nền kinh tế ở điểm 1 với sản phẩm ở tại mức tỷ lệ tự nhiên và giá cả tại P_1 (điểm cắt nhau của đường tổng cầu AD_1 và đường tổng cung AS_1). Nếu cung tiền tệ tăng lên đều đặn dần dần trong suốt cả năm, thì đường tổng cầu di chuyển sang phải đến AD_2 . Trước tiên, trong một thời gian rất ngắn, nền kinh tế có thể chuyển động đến điểm I' và sản phẩm có thể tăng lên trên mức tỷ lệ tự nhiên đến Y' , nhưng kết quả giảm thất nghiệp xuống dưới mức tỷ lệ tự nhiên sẽ làm cho lương tăng lên và đường tổng cung sẽ nhanh chóng di chuyển vào. Nó sẽ dừng di chuyển chỉ khi nào đạt đến AS_2 , tại thời điểm đó nền kinh tế quay trở lại mức tự nhiên của sản phẩm trên đường tổng cung dài hạn⁽¹⁾. Ở điểm thăng bằng mới, điểm 2, mức giá tăng từ P_1 lên P_2 .

Nếu năm sau đó cung tiền tệ tăng lên, đường tổng cầu sẽ lại di chuyển sang phải đến AD_3 và đường tổng cung sẽ di chuyển vào từ AS_2 đến AS_3 ; nền kinh tế sẽ chuyển động sang điểm 2' và sau đó sang 3, tại đây mức giá cả tăng đến P_3 . Nếu cung tiền tệ tiếp tục trong những năm tiếp theo, thì nền kinh tế sẽ tiếp tục chuyển động đến những mức giá cả càng cao hơn nữa. Khi mà cung tiền tệ còn tăng thì quá trình này sẽ tiếp tục và lạm phát sẽ xảy ra.

Các nhà tiền tệ có tin rằng một mức giá cả tăng kéo dài có thể là do bất kỳ nguyên nhân nào khác ngoài việc tăng cung tiền tệ gây nên không? Câu trả lời là "không". Trong cách phân tích của phái tiền tệ, cung tiền tệ được coi là nguyên nhân duy nhất làm di chuyển đường tổng cầu, do vậy không có cái gì nữa có thể làm nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang 2 và 3 và xa hơn. ***Cách phân tích của phái tiền tệ chỉ ra rằng lạm phát nhanh có thể do sự tăng cao của cung tiền tệ thúc đẩy.***

(1) Trong cách phân tích của trường phái tiền tệ, đường tổng cung có thể lập tức di chuyển vào AS_2 , bởi vì công nhân và hãng kinh doanh có thể dự đoán cung tiền tệ tăng lên, do vậy lạm phát dự tính sẽ cao hơn. Trong trường hợp này, chuyển động sang điểm 2 sẽ rất nhanh, và sản phẩm không cần phải tăng cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên. (Chương 30 sẽ bàn luận thuyết dự tính hợp lý cung cấp như thế nào một sự biện hộ nữa cho tình hình này).

Quan điểm của phái Keynes

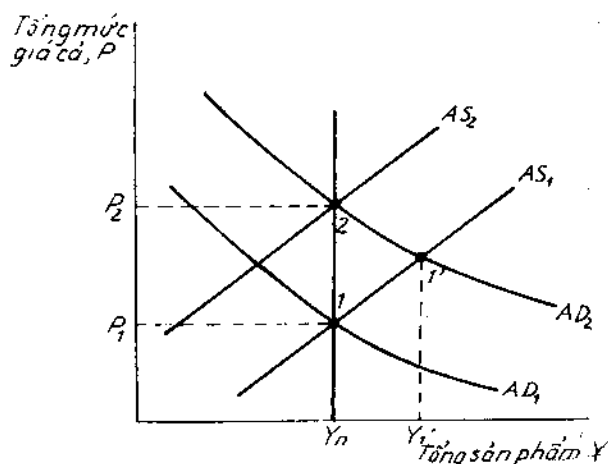
Cách phân tích của phái Keynes chỉ ra rằng cung tiền tệ tăng kéo dài sẽ có ảnh hưởng như nhau đối với đường tổng cầu và tổng cung mà chúng ta thấy trong Hình 28.2 ; đường tổng cầu sẽ di chuyển sang phải và đường tổng cung sẽ di chuyển vào⁽²⁾. Giống như kết luận của phái tiền tệ. Việc tăng nhanh cung tiền tệ sẽ làm cho mức giá cả tăng kéo dài với tỷ lệ cao, do vậy gây nên lạm phát.

Một nhân tố khác ngoài tiền tệ, theo cách phân tích của phái Keynes có thể gây nên lạm phát hay không ? Câu trả lời là "không". Kết quả này chắc làm cho bạn ngạc nhiên, bởi vì trong Chương 26, bạn đã biết rằng cách phân tích của Keynes cho phép những nhân tố khác, ngoài những thay đổi trong cung tiền tệ, ảnh hưởng đến đường tổng cầu và tổng cung (chẳng hạn như chính sách tài chính và các cú sốc cung tiền tệ). Để xem tại sao phái Keynes cũng quan niệm rằng lạm phát cao là một hiện tượng tiền tệ, chúng ta hãy xem xét có phải sự phân tích của họ cho phép những yếu tố khác gây nên lạm phát mà không có mức tăng trưởng cao của tiền tệ.

Chính sách tài chính tự nó có thể gây nên lạm phát hay không ? Để xem xét vấn đề này, chúng ta hãy xem Hình 28.3, hình này minh họa ảnh hưởng của một việc tăng thường xuyên từng đợt trong chi tiêu của chính phủ (chẳng hạn từ 500 tỷ đôla lên 600 tỷ đôla) đối với tổng sản phẩm và mức giá cả. Lúc đầu chúng ta ở điểm 1, tại đó sản phẩm ở mức tỷ lệ tự nhiên và mức giá cả ở P_1 . Tăng lên trong chi tiêu của chính phủ di chuyển đường tổng cầu ra đến AD_2 và chúng ta chuyển đến điểm 1', tại đó sản phẩm ở trên mức tỷ lệ tự nhiên tại Y_1 . Đường tổng cung sẽ bắt đầu di chuyển vào, cuối cùng đạt đến A_2 , tại đó nó cắt đường tổng cầu AD_2 tại điểm 2, ở đó sản phẩm lại ở mức tỷ lệ tự nhiên và mức giá cả tăng lên đến P_2 .

Kết quả ròng của một việc tăng thường xuyên từng đợt trong chi tiêu của chính phủ là việc tăng thường xuyên từng đợt của mức giá cả. Cái gì xảy ra đối với tỷ lệ lạm phát ? Khi chúng ta chuyển từ điểm 1 đến 1' đến 2, mức giá cả tăng

(2) Sự khác nhau duy nhất giữa hai cách phân tích là ở chỗ phái Keynes tin rằng đường tổng cung sẽ di chuyển vào chậm hơn là cách phân tích của phái tiền tệ. Như vậy cách phân tích của phái Keynes gợi ý rằng sản phẩm có thể có xu hướng nằm ở mức trên mức tỷ lệ tự nhiên một thời gian lâu hơn cách phân tích của phái tiền tệ.



Hình 28.3. Đáp lại việc tăng thường xuyên từng đợt trong chi tiêu của chính phủ. Tăng thường xuyên từng đợt trong chi tiêu của chính phủ di chuyển đường tổng cầu ra từ AD_1 đến AD_2 , làm nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang điểm 1'. Vì sản phẩm bây giờ vượt quá mức tỷ lệ tự nhiên Y_n , nên đường tổng cung cuối cùng di chuyển vào đến AS_2 và mức giá cả tăng từ P_1 đến P_2 , là một sự tăng thường xuyên từng đợt chứ không phải là một sự tăng kéo dài.

và chúng ta có một tỷ lệ lạm phát dương. Nhưng khi cuối cùng chúng ta đến điểm 2, thì tỷ lệ lạm phát quay trở về số không. Chúng ta thấy rằng một việc tăng một đợt trong chi tiêu của chính phủ chỉ đưa đến một sự tăng tạm thời của tỷ lệ lạm phát chứ không phải là một mức lạm phát mà trong đó mức giá cả tăng kéo dài.

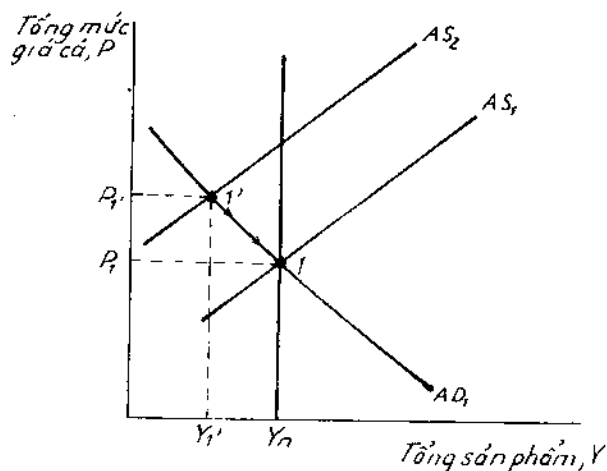
Tuy nhiên, nếu chi tiêu của chính phủ tăng kéo dài, thì chúng ta có thể có một mức giá cả tăng kéo dài. Như vậy, thể hiện rằng cách phân tích của phái Keynes có thể bác bỏ ý kiến của Friedman rằng lạm phát lúc nào cũng là kết

quả của sự tăng trưởng tiền tệ. Vấn đề với lập luận này là việc chi tiêu của chính phủ tăng lên kéo dài không phải là một chính sách có thể thực hiện được. Có một giới hạn đối với tổng số tiền của chính phủ có thể chi; chính phủ không có thể chi hơn 100% GNP. Trong thực tế, trước khi đạt đến giới hạn đó, thì quá trình chính trị sẽ làm cho chi tiêu của chính phủ ngừng tăng lên. Như những cuộc tranh cãi kéo dài trong quốc hội về ngân sách cân đối và chi tiêu của chính phủ, thì cả công chúng và những nhà chính trị đều có một mức chi tiêu riêng cho chi tiêu của chính phủ mà họ cho là thích hợp; mặc dù cho phép có một vài xê dịch nhỏ ra ngoài mức đó, nhưng không thể có xê dịch lớn được. Thực vậy, nhận thức của công chúng và của các nhà chính trị áp đặt những giới hạn chặt chẽ đối với việc tăng chi tiêu của chính phủ.

Còn về mặt khác của chính sách tài chính và thuế thì sao? Việc kéo dài cắt giảm thuế có thể đưa đến lạm phát hay không? Câu trả lời lại là "không". Việc phân tích trong Hình 28.3 cũng mô tả sự đáp lại của giá cả và sản phẩm đối với

một sự giảm xuống duy nhất một lần trong thuế. Sẽ có một sự tăng duy nhất một lần trong mức giá cả, nhưng sự tăng lên trong tỷ lệ lạm phát sẽ chỉ là tạm thời. Chúng ta có thể tăng mức giá cả bằng cách cắt giảm thuế hơn nữa, nhưng quá trình này sẽ phải dừng lại khi thuế ở mức số không thì không thể giảm thuế được nữa. Vậy chúng ta phải kết luận rằng *cách phân tích của Keynes chỉ ra rằng lạm phát cao không thể chỉ do một mình chính sách tài chính thúc đẩy nên*⁽³⁾.

Hiện tượng về phía cung tự nó có thể gây ra lạm phát không ? Bởi vì những cú sốc của cung và những cố gắng của công nhân nhằm nâng lương có thể di chuyển đường tổng cung vào nên bạn có thể hoài nghi rằng những hiện tượng về phía cung tự bản thân nó có thể thúc đẩy lạm phát. Chúng ta lại có thể chỉ ra rằng điều hoài nghi đó là không đúng.



Hình 28.4. Đáp lại cú sốc của cung. Một cú sốc tiêu cực của cung (hoặc một cú đẩy của lương) di chuyển đường tổng cung vào trong đến AS_2 , và kết quả là thất nghiệp cao tại điểm 1'. Do đó đường tổng cung di chuyển trở lại đến AS_1 và nền kinh tế quay trở lại điểm 1, ở đó mức giá cả quay trở lại điểm P_1 .

Giả định rằng có một cú sốc tiêu cực của cung - ví dụ, cầm vận dầu mỏ - làm tăng giá dầu (hoặc công nhân đã đòi tăng lương thẳng lợi). Như đã mô tả trong Hình 28.4 cú sốc tiêu cực làm cho đường tổng cung di chuyển vào từ AS_1 đến AS_2 . Nếu cung tiền tệ không thay đổi, để cho đường tổng cầu ở tại AD_1 , thì chúng ta chuyển sang điểm 1', tại đó sản phẩm ở dưới mức tỷ lệ tự nhiên Y_1' và mức giá cả là cao hơn (P_1').

Đường tổng cung bây giờ sẽ di chuyển trở lại đến AS_1 , bởi vì thất nghiệp là trên tỷ

(3) Lập luận ở đây chứng minh rằng "tính năng nổ" công không thể là một nguồn gốc lạm phát. Mặc dù tính lạc quan của người tiêu dùng và nhà kinh doanh thúc đẩy chi tiêu của họ có thể gây nên việc di chuyển một lần duy nhất trong đường tổng cầu và lạm phát tạm thời, nhưng nó không thể gây nên những di chuyển kéo dài trong đường tổng cầu và lạm phát, trong đó mức giá cả tăng lên kéo dài. Lập luận cũng tương tự như ở trên: người tiêu dùng và các nhà kinh doanh không thể tiếp tục tăng chi tiêu của họ không thể vượt quá 100% GNP.

lệ tự nhiên, và nền kinh tế di động xuống AD_1 từ điểm 1' đến điểm 1. Kết quả ròng của cú sốc cung là chúng ta quay trở lại tình trạng công ăn việc làm đầy đủ ở tại mức giá cả ban đầu và không xảy ra lạm phát. Những cú sốc tiêu cực bổ sung của cung mà lại làm cho đường tổng cung di chuyển vào sẽ đưa đến cùng một kết quả; mức giá cả sẽ tạm thời tăng, nhưng sẽ không có lạm phát. Kết quả mà chúng ta rút ra được là như sau: *hiện tượng về phía cung cũng không phải là một nguồn gốc của lạm phát cao*⁽⁴⁾.

Tóm tắt. Việc phân tích tổng cung và tổng cầu của chúng ta cho thấy rằng các quan điểm của trường phái Keynes và trường phái tiền tệ về quá trình lạm phát không khác nhau lắm. Cả hai đều tin rằng lạm phát cao có thể xảy ra chỉ với một tỷ lệ tăng trường tiền tệ cao. Thừa nhận rằng lạm phát có nghĩa là một sự tăng kéo dài của mức giá cả với tỷ lệ nhanh, đại đa số các nhà kinh tế đồng ý với Milton Friedman rằng "lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ".

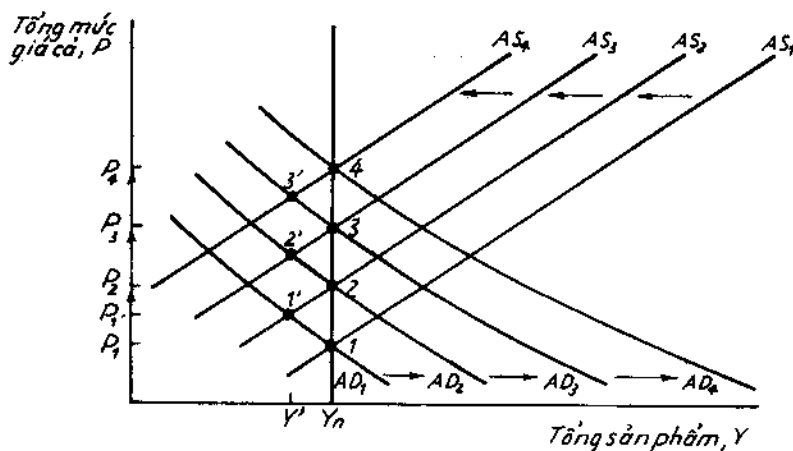
TẠI SAO XẢY RA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ LẠM PHÁT ?

Mặc dù bây giờ chúng ta biết rằng cái gì xảy ra làm lạm phát tăng nhanh - một mức tăng trường tiền tệ cao - chúng ta vẫn không biết tại sao lạm phát cao xảy ra khi chúng ta chưa hiểu được tại sao xảy ra chính sách tiền tệ lạm phát. Nếu mọi người đồng ý rằng lạm phát không phải là một điều tốt đối với nền kinh tế, thì tại sao chúng ta lại lưu ý đến nó nhiều như vậy? Tại sao các chính phủ theo đuổi các chính sách tiền tệ lạm phát? Bởi vì không có cái gì mà tự thân nó lại thích lạm phát và bởi vì chúng ta biết rằng một tỉ lệ tăng trường tiền tệ cao không tự nó muốn xảy ra, vậy phải kết luận rằng vì cố gắng đạt được những mục đích khác, các chính phủ cuối cùng phải áp dụng một tỷ lệ tăng trường tiền tệ cao và lạm phát cao. Trong mục này chúng ta sẽ xem xét các chính sách của chính phủ mà là nguồn gốc thông thường gây nên lạm phát.

(4) Hiện tượng về phía cung, làm thay đổi mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm (và làm di chuyển đường tổng cung dài hạn tại Y_p) có thể gây nên sự thay đổi tạm dợt thường xuyên trong mức giá cả. Tuy nhiên, sự thay đổi đó đưa đến kết quả là một tình trạng lạm phát tạm thời, chứ không phải là một sự tăng kéo dài của mức giá cả.

Chỉ tiêu công ăn việc làm cao và lạm phát

Mục tiêu thứ nhất được đa số chính phủ theo đuổi mà thường gây nên lạm phát là mức công ăn việc làm cao. Theo luật pháp "(Đạo luật về công ăn việc làm năm 1946 và Đạo luật Humphrey - Hawkins năm 1978) chính phủ Mỹ cam kết thúc đẩy mức công ăn việc làm cao. Trong khi đúng ra là hai đạo luật này yêu cầu cam kết một mức công ăn việc làm cao khớp với một mức giá cả ổn định, nhưng trong thực tế chính phủ Mỹ thường theo đuổi một chỉ tiêu công ăn việc làm cao mà ít quan tâm đến những hậu quả lạm phát của các chính sách của mình. Điều này là đặc biệt đúng giữa những năm 1960 và trong những năm 1970 khi chính phủ bắt đầu đóng một vai trò ngày càng tích cực hơn nhằm ổn định tình hình thất nghiệp.



Hình 28.5. Lạm phát phi đẩy với chính sách năng động nhằm đạt mức công ăn việc làm cao. Trong tình trạng lạm phát - phi đẩy thì những di chuyển vào của đường tổng cung từ AS_1 đến AS_3 và v.v. làm cho chính phủ theo đuổi chỉ tiêu công ăn việc làm cao phải di chuyển đường tổng cầu sang phải liên tục để giữ cho thất nghiệp và sản phẩm ở mức tỷ lệ tự nhiên. Kết quả là việc tăng liên tục trong mức giá cả từ P_1 đến P_2 , đến P_3 và v.v.

Có hai loại lạm phát là kết quả của chính sách ổn định năng động nhằm thúc đẩy một mức công ăn việc làm cao: **lạm phát phi - đẩy**, xảy ra do những cú sốc cung tiêu cực hoặc do việc các công nhân đòi tăng lương cao hơn gây nên, và **lạm phát cầu - kéo**, xảy ra khi những nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách làm đường tổng cầu di chuyển ra. Bây giờ chúng ta sẽ sử dụng cách phân tích tổng cung và tổng cầu của chúng ta để xem xét một chỉ tiêu công ăn việc làm cao có thể đưa đến lạm phát - phi đẩy và lạm phát - cầu kéo.

Lạm phát phi - đẩy. Trong hình 28.5 nền kinh tế lúc đầu ở tại điểm 1 là giao điểm của đường tổng cầu AD_1 và đường tổng cung AS_1 . Giả định là công nhân quyết định tăng lương bởi vì hoặc là (1) họ muốn tăng lương thực tế (lương tính theo số hàng hóa và dịch vụ họ có thể mua được), hoặc là (2) họ dự đoán lạm phát sẽ lên cao và vì vậy họ đòi hỏi và đạt được tăng lương để khớp với mức lạm phát. Ảnh hưởng của việc tăng như vậy (tương tự như một cú sốc cung tiêu cực) là làm cho đường tổng cung di chuyển vào đến $AS_2^{(5)}$. Nếu chính sách tài chính và tiền tệ của chính phủ vẫn không thay đổi, thì nền kinh tế sẽ chuyển từ điểm 1' tại giao điểm của đường tổng cung mới AS_2 với đường tổng cầu AD_1 . Sản phẩm sẽ giảm xuống dưới mức tỷ lệ tự nhiên của nó (Y'), trong khi mức giá cả sẽ tăng lên đến P_1 .

Những nhà hoạch định chính sách năng động với một chỉ tiêu công an việc làm cao sẽ làm gì nếu tình hình đó phát triển? Do sản phẩm giảm và thất nghiệp tăng, họ sẽ thực hiện chính sách nhằm tăng đường tổng cầu lên đến AD_2 do đó chúng ta sẽ quay trở lại mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm tại điểm 2 và mức giá cả P_2 . Những công nhân đã tăng được lương không sống kham khổ. Chính phủ đã can thiệp vào để chắc chắn rằng không có thất nghiệp quá nhiều và công nhân đã đạt được mục tiêu lương cao hơn của họ. Bởi vì chính phủ thực ra đã nhượng bộ yêu cầu tăng lương của công nhân, nên chính sách năng động với chỉ tiêu công an việc làm cao thường được gọi là một **chính sách điều hòa**.

Các công nhân đã được tăng lương rồi, nay lại được tăng lương nữa có thể được khuyến khích đòi tăng lương lần nữa. Thêm vào đó, các công nhân khác bây giờ có thể thấy rằng lương của mình đã sụt xuống so với những bạn công nhân khác, và do họ không muốn bị tụt lại đằng sau, nên những công nhân ấy sẽ đòi tăng lương của mình lên. Kết quả là đường tổng cung lại di chuyển vào đến AS_3 . Thất nghiệp lại phát triển khi chúng ta chuyển đến điểm 2', và các chính sách năng động sẽ lại một lần nữa được sử dụng để di chuyển đường tổng cầu ra đến AD_3 và đưa nền kinh tế trở lại tình hình công an việc làm đầy đủ với mức giá cả P_3 . Nếu quá trình này tiếp tục, thì kết quả sẽ là việc tăng liên tục của mức giá cả, nghĩa là, một tình trạng lạm phát phi - đẩy.

Chính sách tiền tệ đóng vai trò gì trong lạm phát phi - đẩy? Lạm phát phi - đẩy chỉ có thể xảy ra nếu đường tổng cầu di chuyển ra liên tục, trong cách phân tích của Keynes, sự di chuyển đầu tiên của đường tổng cầu đến AD_2 chắc chắn có

(5) Lạm phát phi đẩy mà chúng ta mô tả đây cũng có thể xảy ra do các hãng cố đạt được giá cao hơn hoặc do những cú sốc cung tiêu cực.

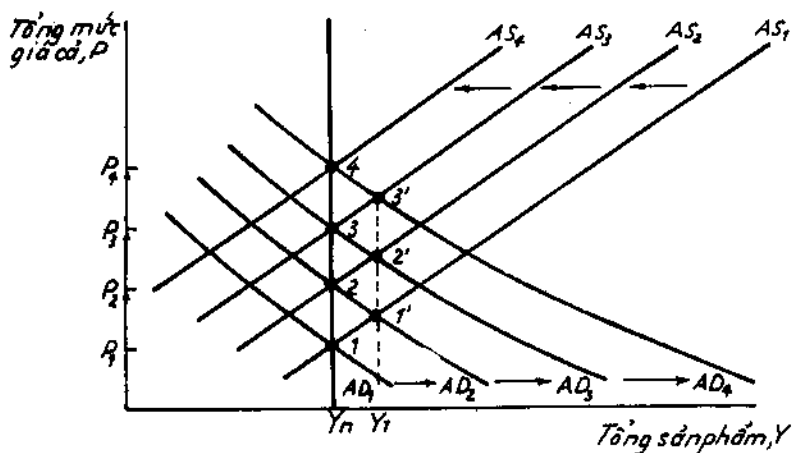
thể đạt được bằng một sự tăng lên "một đợt" của chi tiêu của chính phủ hoặc một sự giảm xuống "một đợt" của thuế. Nhưng về sự di chuyển ra tiếp theo của đường tổng cầu đến AD_2 , và tiếp theo, tiếp theo nữa thì thế nào? Những giới hạn về mức tối đa của chi tiêu chính phủ và mức tối thiểu của thuế sẽ ngăn chặn việc sử dụng chính sách tài chính bành trướng đó trong thời gian dài. Như vậy nó không thể được sử dụng để di chuyển ra liên tục đường tổng cầu. Mặt khác, đường tổng cầu có thể bị di chuyển ra liên tục bằng cách liên tục tăng cung tiền tệ, nghĩa là, bằng việc đi đến một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn. Do đó, *lạm phát phi - đầy cũng là một hiện tượng tiền tệ vì nó không có thể xảy ra mà không có chính sách điều hòa được các nhà chức trách tiền tệ đồng ý một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn.*

Lạm phát cầu - kéo. Có một cách khác mà mục tiêu công an việc làm cao có thể dẫn đến chính sách tiền tệ lạm phát. Ngay cả khi công an việc làm đầy đủ, thất nghiệp lúc nào cũng tồn tại do những xung đột trên thị trường lao động, làm cho những người công nhân và những người chủ khó gặp nhau. Một công nhân ở tờ ở Detroit có thể không biết có công việc chưa có người làm tại ngành công nghiệp điện tử ở California và ngay cả khi anh ta biết, có thể anh ta không muốn di chuyển hoặc không muốn được đào tạo lại. Do vậy tỷ lệ thất nghiệp khi có công an việc làm đầy đủ (tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên) sẽ lớn hơn không. Nếu những người hoạch định chính sách ấn định một chỉ tiêu thất nghiệp thấp quá dưới mức tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, thì điều đó có thể tạo ra một địa bàn cho một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn và lạm phát phát sinh. Chúng ta lại có thể chỉ ra điều đó xảy ra như thế nào bằng cách sử dụng đồ hình tổng cung và tổng cầu (Hình 28.6).

Nếu những nhà hoạch định chính sách có một chỉ tiêu thất nghiệp (4% chẳng hạn) thấp hơn tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên (dự tính hiện giờ khoảng 6%), thì họ sẽ cố gắng đạt được một chỉ tiêu sản phẩm lớn hơn mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm. Mức chỉ tiêu sản phẩm đó ký hiệu là Y_T trên Hình 28.6. Giả định, ban đầu chúng ta ở điểm 1; nền kinh tế ở mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm, nhưng dưới mức chỉ tiêu sản phẩm Y_T . Để đạt được chỉ tiêu thất nghiệp 4%, các nhà hoạch định chính sách ban hành các chính sách để tăng tổng cầu, và tác động của những chính sách đó di chuyển đường tổng cầu cho đến khi nó đạt AD_2 và nền kinh tế chuyển đến điểm 1'. Sản phẩm ở tại Y_T và đạt được mục tiêu thất nghiệp 4%.

Nếu tỷ lệ lạm phát được chỉ tiêu hóa ở tại mức tỷ lệ tự nhiên 6% thì sẽ không có vấn đề gì. Tuy nhiên, bởi vì ở tại Y_T tỷ lệ 4% thất nghiệp là dưới mức tỷ lệ tự nhiên, nên lương sẽ tăng lên và đường tổng cung sẽ di chuyển vào đến AS_2 , đưa nền kinh tế từ điểm 1' sang điểm 2. Nền kinh tế lại lui về tỷ lệ thất nghiệp tự

nhiên 6% nhưng ở một mức giá cả P_2 cao hơn. Chúng ta có thể dừng ở đây, nhưng bởi vì thất nghiệp lại cao hơn mức chỉ tiêu, các nhà hoạch định chính sách sẽ di chuyển đường tổng cầu ra đến AD_3 để đạt được chỉ tiêu sản phẩm đến điểm 2', và toàn bộ quá trình sẽ tiếp tục đẩy nền kinh tế đến điểm 3 và xa hơn. Kết quả sau cùng là gì? Một mức giá cả tăng đều dần và lạm phát.



Hình 28.6. Lạm phát cầu - kéo: Hậu quả của việc ấn định chỉ tiêu thất nghiệp quá thấp. Một chỉ tiêu thất nghiệp quá thấp (một chỉ tiêu sản phẩm Y_* quá cao) làm cho chính phủ di chuyển đường tổng cầu ra từ AD_1 đến AD_2 , đến AD_3 và v.v. trong khi đường tổng cung di chuyển vào từ AS_1 đến AS_2 và v.v. Kết quả là một sự tăng liên tục của mức giá cả gọi là lạm phát cầu-kéo.

Các nhà hoạch định chính sách sẽ có khả năng tiếp tục di chuyển đường tổng cầu ra như thế nào? Bạn đã thấy là họ không thể làm điều đó thông qua chính sách tài chính do có những giới hạn trong việc tăng chi tiêu của chính phủ và giảm thuế. Thay vào đó họ sẽ phải áp dụng chính sách tiền tệ bành trướng: nghĩa là, liên tục tăng cung tiền tệ và vì thế một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao.

Theo đuổi một chỉ tiêu sản phẩm quá cao, hoặc một cách tương đương là một tỷ lệ thất nghiệp quá thấp, là nguồn gốc sinh ra chính sách tiền tệ lạm phát trong tình hình đó, nhưng dường như là vô nghĩa đối với những nhà hoạch định chính sách làm điều đó. Họ không thu được điều "tốt" của một mức sản phẩm thường xuyên cao, nhưng lại gây nên điều "xấu" của một cuộc lạm phát. Tuy nhiên, nếu họ không nhận thấy rằng chỉ tiêu tỷ lệ thất nghiệp mà thấp hơn tỷ lệ tự nhiên thì quá trình mà chúng ta thấy trong Hình 28.6 sẽ diễn biến trôi chảy trước khi họ nhận ra được sai lầm của mình.

Bởi vì lạm phát được mô tả là kết quả của việc các nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách làm di chuyển đường tổng cầu ra, cho nên lạm phát đó được gọi là lạm phát cầu - kéo. Ngược lại, lạm phát phí - đẩy xảy ra khi công nhân đẩy lương của họ lên. Có dễ dàng phân biệt hai loại lạm phát này trong thực tiễn không? Câu trả lời là "không". Chúng ta đã thấy rằng hai loại lạm phát này đi liền với mức tăng trưởng tiền tệ cao hơn do vậy chúng ta không thể phân biệt chúng trên cơ sở đó. Song, như các Hình 28.5 và 28.6 chứng minh, lạm phát cầu - kéo sẽ đi liền với những thời kỳ mà thất nghiệp thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên, trong khi lạm phát phí - đẩy đi liền với những thời kỳ mà thất nghiệp cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên. Để quyết định xem loại lạm phát nào xảy ra, chúng ta hãy nhìn vào tình hình thất nghiệp là cao hơn hay thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên. Điều này sẽ dễ dàng nếu các nhà kinh tế và các nhà hoạch định chính sách thực sự biết cách làm sao đo lường được tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, nhưng không may là vấn đề khảo sát rất khó khăn đó vẫn chưa được ngành kinh tế học giải quyết đầy đủ. Thêm vào đó, sự phân biệt giữa hai loại lạm phát đó bị lu mờ đi, bởi vì lạm phát phí - đẩy có thể do lạm phát cầu - kéo gây nên. Khi lạm phát cầu - kéo gây nên tỷ lệ lạm phát cao hơn, thì lạm phát dự tính cuối cùng sẽ tăng lên và làm cho công nhân đòi tăng lương, vậy tiền lương thực tế của họ không giảm xuống. Vì vậy, cuối cùng lạm phát cầu - kéo có thể gây nên lạm phát phí - đẩy.

Thâm hụt ngân sách và lạm phát

Cuộc thảo luận về chứng cứ của tiền tệ và lạm phát gợi ý rằng một nguồn gốc có thể có của chính sách tiền tệ lạm phát là thâm hụt ngân sách. Trong Chương 18 bạn đã biết rằng chính phủ có thể trang trải thâm hụt ngân sách bằng một trong hai cách: bán trái khoán cho công chúng hoặc tạo ra tiền tệ, cũng được gọi là "in tiền" (ở Mỹ do kho bạc bán trái khoán cho công chúng mà sau đó được Fed mua). Bán trái khoán cho công chúng không có ảnh hưởng trực tiếp đến cơ sở tiền tệ (và do đó đến cung tiền tệ), vì vậy nó sẽ không có ảnh hưởng rõ ràng đến tổng cầu và sẽ không có hậu quả lạm phát. Mặt khác, việc tạo ra tiền tệ có một ảnh hưởng đến tổng cầu và có thể gây nên lạm phát.

Trong việc phân tích của chúng ta trước đây, bạn thấy rằng lạm phát chỉ có thể mở rộng khi lượng tiền tệ tăng liên tục. Một thâm hụt ngân sách được trang trải bằng in tiền có thể làm điều đó không? Câu trả lời là "có", nếu ngân sách thiếu hụt dai dẳng trong một thời kỳ khá dài. Trong thời kỳ đầu, nếu thiếu hụt được trang trải bằng tạo ra tiền tệ, thì cung tiền tệ sẽ tăng, di chuyển đường tổng cầu sang phải và đưa đến việc mức giá cả tăng lên (Hình 28.2). Nếu thâm

hút ngân sách vẫn xảy ra trong thời kỳ sau, thì nó lại phải được trang trái đầy đủ tất cả. Cung tiền tệ sẽ lại tăng lên và đường tổng cầu lại sẽ di chuyển ra sang phải, làm cho mức giá cả tăng lên hơn nữa. Khi thâm hụt còn dai dẳng và chính phủ phải in tiền để trang trái thâm hụt đó, thì quá trình này sẽ tiếp tục. ***Trang trái một thâm hụt ngân sách dai dẳng bằng tạo thêm tiền tệ sẽ đưa đến lạm phát kéo dài.***

Một yếu tố quan trọng trong quá trình này là thâm hụt dai dẳng. Nếu là tạm thời, thì nó sẽ không gây nên lạm phát bởi vì tình hình lúc đó sẽ giống như trong Hình 28.3, trong đó chi tiêu của chính phủ tăng một đợt. Trong thời kỳ mà thâm hụt xảy ra thì tiền tệ sẽ tăng lên để trang trái thâm hụt và việc di chuyển ra của đường cầu do tình hình đó gây nên sẽ làm mức giá cả tăng lên. Nếu trong thời kỳ sau không còn thâm hụt nữa thì không còn có nhu cầu in tiền nữa. Đường tổng cầu sẽ không di chuyển nữa và mức giá cả sẽ không tiếp tục tăng nữa. Như vậy sự tăng lên một đợt trong cung tiền tệ do thâm hụt tạm thời chỉ gây nên một sự tăng lên một đợt trong mức giá cả và lạm phát không mở rộng.

Để tóm tắt : ***Thâm hụt ngân sách có thể là một nguồn gốc gây nên lạm phát chỉ khi nào : (1) đó là một thâm hụt dai dẳng mà không phải là tạm thời và (2) khi chính phủ trang trái thâm hụt bằng tạo thêm tiền chứ không phải là phát hành trái khoán trong công chúng.***

Nếu kết quả là lạm phát, vậy tại sao chính phủ thường xuyên trang trái thâm hụt dai dẳng bằng tạo thêm tiền ? Câu trả lời cho vấn đề này là chìa khóa để hiểu thâm hụt ngân sách dẫn đến lạm phát như thế nào.

Thâm hụt ngân sách và tạo ra tiền tại các nước ngoài nước Mỹ. Mặc dù Mỹ có một thị trường vốn phát triển tốt ở đó những lượng lớn trái khoán nhà nước có thể được bán, nhưng đó không phải là tình hình tại nhiều nước đang phát triển khác. Nếu các nước đang phát triển bị thâm hụt ngân sách, thì họ không thể trang trái bằng phát hành trái khoán và phải dùng đến một cách duy nhất là in tiền. Kết quả là, khi họ bị thâm hụt nghiêm trọng so với GNP của họ, thì cung tiền tệ tăng trưởng với tỷ lệ cao và gây nên lạm phát.

Trước đây chúng ta nêu lên các nước Mỹ La tinh với tỷ lệ lạm phát cao và tăng trưởng tiền cao làm chứng cứ rằng lạm phát là một hiện tượng tiền tệ. Những nước đó với mức tăng trưởng tiền cao chính là những nước có thâm hụt ngân sách dai dẳng và cực kỳ lớn so với GNP. Cách duy nhất để tài trợ cho những thâm hụt đó là in thêm tiền, như vậy nguồn gốc cuối cùng của tỷ lệ lạm phát cao của những nước này là thâm hụt ngân sách lớn của họ.

Trong mọi giai đoạn của siêu lạm phát, thâm hụt ngân sách lớn cũng là nguồn gốc cuối cùng của các chính sách tiền tệ lạm phát. Thâm hụt ngân sách trong siêu lạm phát lớn đến nỗi nếu có một thị trường vốn để phát hành trái khoán nhà nước, thì nó cũng không có đủ khả năng để ôm hết số trái khoán mà chính phủ muốn bán. Trong tình hình đó, chính phủ cũng phải nhờ đến mấy in để tài trợ thâm hụt.

Thâm hụt ngân sách và tạo tiền tại Mỹ. Cho đến đây bạn đã thấy tại sao thâm hụt ngân sách tại một số nước phải đưa đến việc tạo tiền và lạm phát. Có phải là vì thâm hụt quá lớn hoặc là trong nước không có thị trường vốn đủ để có thể bán trái khoán nhà nước. Nhưng dường như không có tình hình nào trên đây mô tả được tình hình ở Mỹ. Hiện nay Mỹ đang bị thâm hụt lớn hơn nhiều so với trước đây. Mặc dù vậy, quy mô của những thâm hụt đó so với GNP là nhỏ so sánh với thâm hụt của những nước bị siêu lạm phát : thâm hụt của Mỹ đạt đỉnh cao nhất năm 1983 là 6% của GNP, trong khi thâm hụt của Argentina thường vượt quá 15%. Hơn thế nữa, vì Mỹ có thị trường chứng khoán nhà nước phát triển tốt nhất trên thế giới, cho nên Mỹ có thể phát hành nhiều trái khoán để tài trợ thâm hụt.

Mặc dù hình như thâm hụt vừa phải ở Mỹ không đưa đến lạm phát, bạn không thể cho rằng thâm hụt tại Mỹ không có nguy cơ lạm phát. Để hiểu tại sao thâm hụt ngân sách vừa phải lại có thể có tính lạm phát, hãy nhớ lại rằng Fed có thể có mục tiêu ngăn chặn lãi suất cao (Chương 18). Khi chính phủ phát hành trái khoán để tài trợ thâm hụt, thì nó có thể gây nên những áp lực đối với lãi suất, và Fed có thể mua trái khoán để nâng giá trái khoán lên và ngăn chặn lãi suất tăng. Vì nghiệp vụ mua trên thị trường tự do của Fed làm tăng lượng tiền có quyền lực cao, nên tác động ròng của việc chính phủ tài trợ thâm hụt bằng phát hành trái khoán là cung tiền tệ tăng lên. Nếu thâm hụt ngân sách dai dẳng, do vậy lượng trái khoán phát hành tăng lên tiếp tục, thì áp lực làm cho lãi suất tăng lên vẫn tiếp tục, Fed sẽ lại mua trái khoán nên cung tiền tệ sẽ tăng liên tục. Kết quả là phát sinh lạm phát.

Không phải mọi nhà kinh tế đồng ý rằng thâm hụt tự thân nó và vì nó đưa đến áp lực làm lãi suất tăng lên liên tục. Nhiều cuộc khảo sát hiện nay được tiến hành để đánh giá tầm quan trọng của thâm hụt ngân sách đối với quá trình lạm phát. Tuy nhiên, nhiều nhà kinh tế lo lắng rằng thâm hụt lớn của Mỹ có thể đưa đến lạm phát cao hơn.

Tóm tắt. Mặc dầu lạm phát cao "lúc nào và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ" trong ý nghĩa là nó không thể xảy ra mà không có một tỷ lệ cao tăng trưởng

tiền tệ, nhưng *tại sao* chính sách tiền tệ lạm phát này lại xảy ra. Có hai nguyên nhân cơ bản là việc các nhà hoạch định chính sách bám vào chỉ tiêu công ăn việc làm cao và việc tồn tại thâm hụt ngân sách dai dẳng.

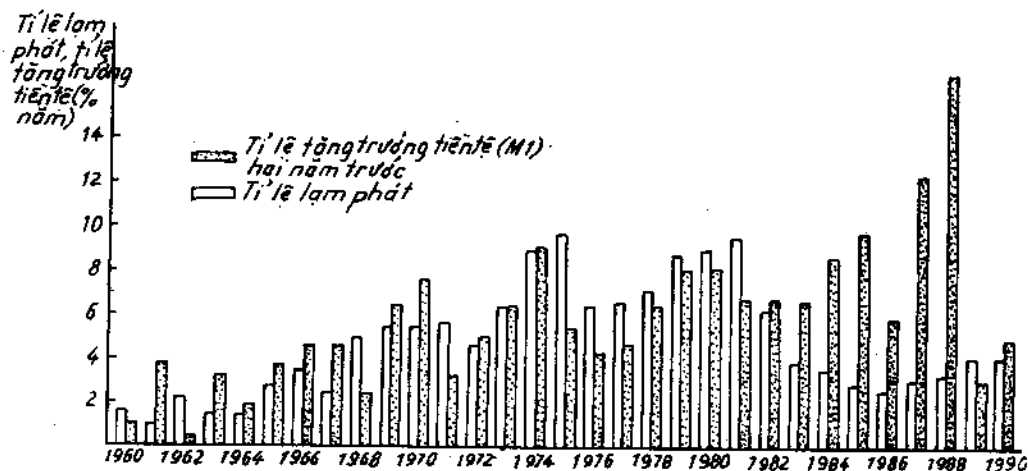
ỨNG DỤNG

GIẢI THÍCH LẠM PHÁT Ở MỸ TĂNG : 1960-1980

Bây giờ khi chúng ta đã xem xét những nguồn gốc cơ bản của lạm phát, chúng ta hãy áp dụng kiến thức đó để hiểu những nguyên nhân cơ bản của tình hình lạm phát ở Mỹ tăng lên từ 1960 đến 1980.

Hình 28.7 cho chúng ta dẫn chứng về tình hình lạm phát tăng từ 1960 đến 1980. Đầu thời kỳ thì tỷ lệ lạm phát là 1% năm, còn vào những năm cuối 1970 thì trung bình vào khoảng 8%. Cách phân tích của chương này sẽ giải thích như thế nào tình hình tăng lạm phát đó ?

Kết luận rằng lạm phát là một hiện tượng tiền tệ được khá nhiều người ủng hộ trong thời kỳ từ 1960 đến 1980. Trong thời kỳ này có một sự tương quan chặt chẽ giữa những chuyển động trong tỷ lệ lạm phát với tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ từ hai năm trước (Hình 28.7). (Tỷ lệ tăng trưởng là từ hai năm trước bởi vì sự khảo sát chỉ ra rằng thay đổi trong tăng trưởng tiền tệ phải có thời gian lâu mới tác động đến tỷ lệ lạm phát). Việc lạm phát tăng từ năm 1960 đến 1980 có thể quy cho là do tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ tăng lên trong thời gian đó ; nhưng chắc bạn



Hình 28.7. Lạm phát và tăng trưởng tiền tệ : 1960-1990.

cũng nhận thấy rằng trong năm 1974-1975 và 1979-1980 tỷ lệ lạm phát cao hơn tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ từ hai năm trước. Bạn có thể nhớ lại từ Chương 26 rằng việc tỷ lệ lạm phát bùng tăng lên tạm thời trong những năm đó có thể được cho là do những cú sốc cung ứng của giá dầu mỏ và giá lương thực tăng trong những năm 1973-1975 và 1978-1980.

Tuy nhiên, mối liên hệ giữa tăng trưởng tiền tệ và lạm phát sau 1980 thì không hiển nhiên tí nào như trong Hình 28.7. Đó là kết quả của sự hồi chuyển mạnh trong tốc độ trong những năm 1980 (có tư liệu trong Chương 23). Thật vậy, đầu những năm 1980 là thời kỳ giảm nhanh mức lạm phát (tỷ lệ lạm phát sụt rất mạnh) song tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ trong Hình 28.7 không gây nên xu hướng giảm xuống rõ rệt cho đến khi giảm lạm phát kết thúc. (Quá trình giảm mức lạm phát trong những năm 1980 sẽ được bàn đến trong một ứng dụng khác về sau trong chương này). Mặc dù một số nhà kinh tế coi thập kỷ 80 là một chứng cứ chống lại mối liên hệ giữa tiền tệ và lạm phát, nhưng những người khác quan niệm rằng thập kỷ 80 là một thời kỳ không bình thường với những biến động lớn trong lãi suất và những đổi mới tài chính nhanh chóng, điều này làm cho việc đo lường chính xác tiền tệ là một công việc khó khăn (xem Chương 2). Theo quan điểm của họ thì thập kỷ 80 là một sai lầm và họ tin rằng mối tương quan chặt chẽ giữa tiền tệ với lạm phát sẽ tự xác nhận lại.

Cái gì là nguyên nhân cơ bản của tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ tăng mà chúng ta thấy xảy ra từ năm 1960 đến năm 1980? Chúng ta đã xác định hai nguyên nhân có thể có của chính sách tiền tệ lạm phát: chính phủ bám vào chỉ tiêu công ăn



Hình 28.8. Tỷ lệ nợ chính phủ so với GNP :
1960-1990

việc làm cao và thâm hụt ngân sách. Trong Hình 28.8 chúng ta hãy xem thử thâm hụt ngân sách có thể giải thích việc chuyển sang chính sách tiền tệ lạm phát bằng cách vẽ sơ đồ tỷ lệ của nợ nhà nước so với GNP. Tỷ lệ này cho chúng ta một số đo hợp lý của việc liệu thâm hụt ngân sách có gây nên áp lực buộc lãi suất tăng lên hay không. Chỉ khi nào tỷ lệ này tăng lên thì mới có thể

có xu hướng thâm hụt ngân sách đẩy lãi suất tăng lên, bởi vì công chúng lúc đó được yêu cầu giữ trái khoản nhà nước nhiều hơn khả năng mua trái khoản của họ. Đáng ngạc nhiên là trái qua thời kỳ 20 năm từ 1960 đến 1980, tỷ lệ này giảm xuống chứ không tăng lên. Do vậy thâm hụt ngân sách của Mỹ trong thời kỳ này không làm tăng lãi suất và như vậy có thể không khuyến khích Fed mở rộng cung tiền tệ bằng cách mua trái khoản. Do đó, Hình 28.8 nói cho chúng ta rằng chúng ta có thể loại bỏ thâm hụt ngân sách ra, đó không phải là một nguyên nhân gây nên lạm phát trong thời kỳ này.

Vì các nhà chính trị thường xuyên phân nân về thâm hụt ngân sách trong thời kỳ này, tại sao thâm hụt đó không dẫn đến tỷ lệ giữa nợ nhà nước với GNP tăng lên? Lý lẽ là trong thời kỳ đó thâm hụt ngân sách Mỹ ít nên nợ của chính phủ trong thời kỳ 20 năm đó tăng chậm hơn sự tăng trưởng danh nghĩa của GNP, và tỷ lệ nợ so với GNP giảm xuống. Bạn có thể thấy rằng việc lý giải các con số của thâm hụt ngân sách là công việc rắc rối⁽⁶⁾.

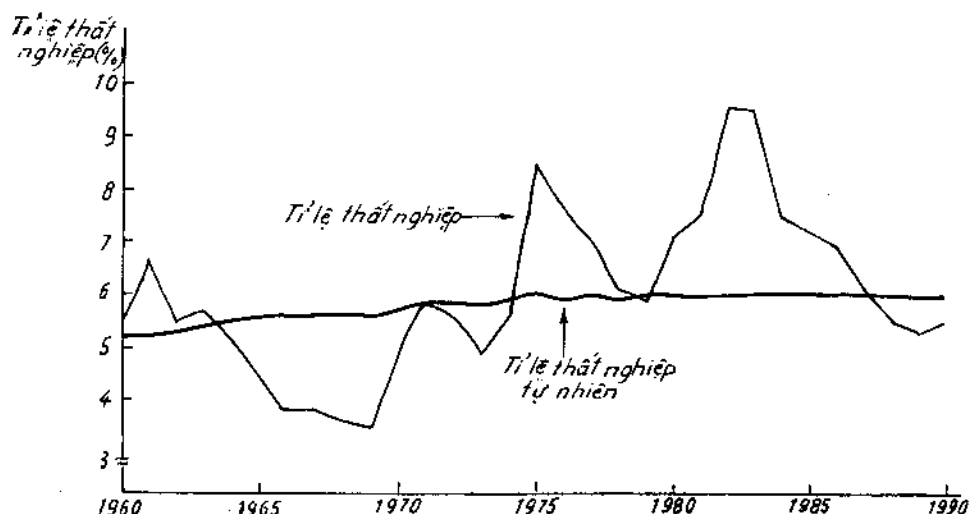
Bởi vì chúng ta đã loại bỏ không coi thâm hụt ngân sách là một nguyên nhân thúc đẩy, vậy thì cái gì còn có thể là nguyên nhân cơ bản của tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn và của lạm phát nhanh hơn trong thập kỷ 60 và thập kỷ 70? Hình 28.9 cho chúng ta thấy tỷ lệ thất nghiệp so với tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên chỉ cho chúng ta rằng nền kinh tế chịu một mức thất nghiệp dưới tỷ lệ tự nhiên trong tất cả các năm chỉ trừ một năm trong thời kỳ từ 1965 đến 1973. Điều đó gợi ý rằng trong thời kỳ 1965-1973 nền kinh tế Mỹ bị lạm phát cầu - kéo được trình bày trong Hình 28.6.

Rõ ràng là những nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách làm cho đường tổng cầu di chuyển liên tục sang phải nhằm cố gắng đạt được chỉ tiêu sản phẩm, chỉ tiêu này quá cao, do đó làm cho mức giá cả liên tục tăng lên như được mô tả trong Hình 28.6. Điều này xảy ra vì các nhà hoạch định chính sách, các nhà kinh tế và các nhà chính trị bắt đầu cam kết vào giữa thập kỷ 60, một chỉ tiêu tỷ lệ thất nghiệp 4%, là mức thất nghiệp mà họ nghĩ là khớp với sự ổn định giá cả. Nhìn nhận lại tình hình đa số các nhà kinh tế ngày nay đồng ý là tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên là cao hơn nhiều trong thời kỳ đó, từ 5 đến 6% (xem Hình

(6) Một cách khác để hiểu việc giảm xuống của tỷ lệ nợ - GNP là thừa nhận rằng tăng lên trong mức giá cả làm giảm giá trị của nợ nhà nước chưa trả theo giá trị *hiện vật*, nghĩa là, theo số hàng hóa và dịch vụ mà số nợ đó có thể mua được. Như vậy mặc dù thâm hụt ngân sách không đưa lại một số *nợ danh nghĩa* cao hơn ít nhiều trong thời kỳ đó, nhưng mức giá cả liên tục tăng lên (lạm phát) sinh ra một giá trị *hiện vật* thấp hơn của cả nợ nhà nước. Sự giảm xuống trong số nợ thực tế, đồng thời GNP thực tế tăng lên trong thời kỳ đó đưa đến kết quả là tỷ lệ nợ - GNP giảm xuống.

28.9), kết quả của chỉ tiêu thất nghiệp không thích hợp 4% là sự bắt đầu giai đoạn lạm phát kéo dài nhất trong lịch sử nước Mỹ.

Sau năm 1975, tỷ lệ thất nghiệp là thường xuyên trên tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên, song lạm phát vẫn tiếp tục. Hình như là chúng ta có hiện tượng lạm phát phi - đẩy được mô tả trong Hình 28.5 (nhưng mà động lực thúc đẩy nó là lạm phát cầu - kéo trước đó). Sự dai dẳng của lạm phát có thể được giải thích là do công chúng biết rằng chính sách của chính phủ tiếp tục quan tâm đến việc đạt mức công ăn việc làm cao. Với tỷ lệ lạm phát dự tính cao nảy sinh lúc đầu từ lạm phát cầu - kéo, thì đường tổng cung trong Hình 28.5 tiếp tục di chuyển vào, làm cho thất nghiệp tăng lên mà các nhà hoạch định chính sách sẽ cố gắng loại bỏ bằng cách di chuyển đường tổng cầu sang phải. Kết quả là lạm phát tiếp tục bắt đầu từ thập kỷ 60.



Hình 28.9. Thất nghiệp và tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên : 1960-1990.

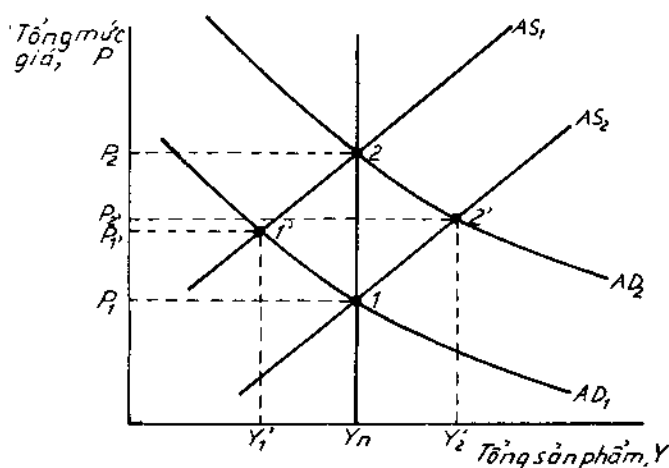
CUỘC TRANH LUẬN VỀ CHÍNH SÁCH GIỮA NHỮNG NGƯỜI NĂNG ĐỘNG VỚI NGƯỜI KHÔNG NĂNG ĐỘNG

Các nhà kinh tế đều có những mục tiêu chính sách như nhau - họ muốn thúc đẩy công ăn việc làm cao và ổn định giá cả - song họ thường có những quan điểm rất khác nhau về cách chỉ đạo chính sách như thế nào. Những người năng động cho rằng cơ chế tự điều chỉnh thông qua việc điều chỉnh lương và giá là rất chậm

và do vậy chính phủ cần phải theo đuổi chính sách tích cực thích ứng, tùy cơ để loại bỏ thất nghiệp cao bất kỳ lúc nào nó mở rộng ra. Còn mặt khác những người không năng động thì tin rằng thành quả của nền kinh tế có thể được tốt hơn lên nếu chính phủ tránh dùng chính sách tích cực để loại bỏ thất nghiệp. Ở đây chúng ta sẽ khảo sát cuộc tranh luận về chính sách giữa những người năng động với những người không năng động bằng cách trước hết hãy nhìn vào câu trả lời về chính sách của họ có thể là như thế nào khi nền kinh tế gặp tình trạng thất nghiệp cao.

Sự đáp lại tình hình thất nghiệp cao

Giả định là những nhà hoạch định chính sách gặp phải một nền kinh tế đã chuyển đến điểm 1' trong Hình 28.10. Tại điểm này, tổng sản phẩm ($Y_{1'}$) thấp hơn mức tỷ lệ tự nhiên và nền kinh tế bị thất nghiệp cao. Các nhà hoạch định chính sách có hai cách tốt để lựa chọn: nếu họ không làm gì cả (là những người không năng động) thì đường tổng cung cuối cùng sẽ di chuyển ra theo thời gian, đẩy nền kinh tế từ điểm 1' đến điểm 1, tại đó công ăn việc làm đầy đủ được phục hồi.



Hình 28.10. Lựa chọn giữa chính sách năng động và chính sách không năng động. Khi nền kinh tế đã chuyển đến điểm 1', thì các nhà hoạch định chính sách có hai cách lựa chọn chính sách: chính sách không năng động là không làm gì cả và để cho nền kinh tế quay trở lại điểm 1 hoặc chính sách năng động là di chuyển đường tổng cầu đến AD_2 để đưa nền kinh tế đến điểm 2.

Còn cách thích ứng, năng động là cố gắng thủ tiêu thất nghiệp bằng cách cố di chuyển đường tổng cầu ra đến AD_2 áp dụng chính sách bành trướng (tăng cung tiền tệ, tăng chi tiêu của chính phủ hoặc giảm thuế). Nếu các nhà hoạch định chính sách có thể di chuyển đường tổng cầu đến AD_2 một cách chớp nhoáng, thì nền kinh tế lập tức sẽ chuyển đến điểm 2, tại đó công ăn việc làm đầy đủ. Tuy nhiên có nhiều loại chậm trễ ngăn cản sự chuyển động đó xảy ra:

1. Sự chậm trễ dữ liệu,

là thời gian để cho những nhà hoạch định chính sách nắm được các dữ liệu cho họ biết cái gì đang xảy ra trong nền kinh tế. Chẳng hạn như dữ liệu chính xác về GNP, không thể có sẵn sàng ngay mà phải vài tháng sau khi một quý kết thúc.

2. *Sự chậm trễ thừa nhận*, là thời gian cho những nhà hoạch định chính sách nắm chắc cái gì mà những dữ liệu báo hiệu cho biết về tình hình tương lai của nền kinh tế. Ví dụ, để giảm thiểu sai lầm, Phòng nghiên cứu kinh tế quốc gia (một tổ chức chính thức ghi thời gian của chu kỳ kinh doanh) sẽ tuyên bố là nền kinh tế đang bị suy thoái ít nhất là sáu tháng sau khi phòng xác định là suy thoái đã bắt đầu.

3. *Sự chậm trễ pháp lý*, là thời gian thông qua các thủ tục pháp lý để thực hiện một chính sách. Sự chậm trễ pháp lý không xảy ra đối với đa số các hành động của chính sách tiền tệ như các nghiệp vụ thị trường tự do. Tuy nhiên có thể là rất quan trọng cho việc thực hiện chính sách tài chính khi mà đôi khi phải mất 6 tháng đến một năm để luật pháp thông qua việc thay đổi thuế hay chi tiêu của chính phủ.

4. *Sự chậm trễ thực thi*, là thời gian cho những nhà hoạch định chính sách thay đổi các công cụ chính sách một khi họ quyết định một chính sách mới. Sự chậm trễ này lại không quan trọng đối với việc tiến hành các nghiệp vụ thị trường tự do bởi vì phòng kinh doanh của Fed hầu như có thể mua bán trái khoán ngay lập tức một khi mà Ủy ban thị trường tự do liên bang báo nó làm như vậy. Tuy nhiên việc thực sự thực thi chính sách tài chính phải có thời gian, ví dụ, phải có thời gian để cho các cơ quan chính phủ thay đổi thói quen chi tiêu của họ, như thay đổi các biểu thuế chẳng hạn.

5. *Sự chậm trễ hiệu quả*, là thời gian để cho chính sách thực sự có ảnh hưởng đến nền kinh tế. Một điểm quan trọng của quan điểm của trường phái tiền tệ là sự chậm trễ hiệu quả đối với những thay đổi trong cung tiền tệ là dài và biến đổi (từ vài tháng đến vài năm). Những người theo trường phái Kenyes thường cho rằng chính sách tài chính có sự chậm trễ hiệu quả ngắn hơn là chính sách tiền tệ (chính sách tài chính thường phải mất một năm cho đến khi nó phát sinh đầy đủ ảnh hưởng) nhưng rất khó biết được là thời gian chậm trễ kéo dài bao lâu.

Lập trường của những người năng động và không năng động

Bây giờ khi bạn hiểu được những mối quan tâm ảnh hưởng đến các quyết định của những nhà hoạch định chính sách theo đuổi chính sách năng động hay chính sách không năng động thì chúng ta có thể xem xét khi nào thì chính sách này hay chính sách kia được ưa thích.

Trường hợp tán thành chính sách năng động. Những người năng động, như những người theo trường phái Keynes, cho rằng quá trình điều chỉnh giá và lương là cực kỳ chậm chạp. Do vậy họ thấy có một phí cao đối với chính sách không năng động, bởi vì việc chuyển động chậm chạp của nền kinh tế trở về tình hình công việc đầy đủ đưa đến kết quả là một tổn thất lớn sản phẩm. Mặt khác, ngay cả mặc dù năm sự chậm trễ mô tả ở trên đưa đến kết quả là phải chậm đi một hoặc hai năm để di chuyển đường tổng cầu đến AD_2 , nhưng đường tổng cung di chuyển rất chậm trong thời gian đó. Do vậy con đường thích hợp mà các nhà hoạch định chính sách theo đuổi là một chính sách năng động làm di chuyển nền kinh tế đến điểm 2 trong Hình 28.10.

Trường hợp tán thành chính sách không năng động. Những người không năng động, chẳng hạn như những người theo trường phái tiền tệ, cho rằng quá trình điều chỉnh lương và giá là nhanh hơn cách làm của những người năng động và nhận thấy chính sách không năng động trả phí thấp hơn bởi vì sản phẩm sẽ quay trở lại ngay mức tỷ lệ tự nhiên. Mặt khác họ cho rằng một chính sách năng động, thích ứng để di chuyển đường tổng cầu đến AD_2 sẽ rất tốn kém vì nó làm cho mức giá cả và sản phẩm rất dễ biến động hơn. Lý do của tính dễ biến động này là phải mất nhiều thời gian để di chuyển đường tổng cầu ra đến AD_2 , trong khi quá trình điều chỉnh lương và giá lại nhanh hơn. Do vậy, trước khi đường tổng cầu di chuyển ra, thì đường tổng cung đã di chuyển ra đến AS_2 và nền kinh tế đã chuyển từ điểm 1' đến điểm 1, tại đó nó quay trở lại mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm Y_n . Sau khi việc điều chỉnh đến đường AS_2 đã xong, thì việc di chuyển của đường tổng cầu đến AD_2 cuối cùng phát huy ảnh hưởng, đưa nền kinh tế đến điểm 2' tại giao điểm của AD_2 và AS_2 . Tổng sản phẩm tại Y_2 , bây giờ lớn hơn mức tỷ lệ tự nhiên ($Y_2 > Y_n$), và như vậy đường tổng cung bây giờ sẽ di chuyển vào trở lại đến AS_1 , đưa nền kinh tế đến điểm 2 tại đó sản phẩm lại ở mức tỷ lệ tự nhiên.

Mặc dù chính sách năng động cuối cùng chuyển nền kinh tế sang điểm 2 như những nhà hoạch định chính sách dự định, nhưng nó dẫn đến một dãy các điểm thăng bằng - 1', 1, 2' và 2 - tại đó sản phẩm và mức giá cả rất biến động: sản phẩm làm tăng vọt mức chỉ tiêu Y_n của nó, còn mức giá cả tụt từ P_1 , xuống P_1 rồi lại lên đến P_2 và cuối cùng đến P_2 . Bởi vì sự biến đổi này không được mong muốn, cho nên các nhà hoạch định chính sách có lẽ tốt hơn là theo đuổi chính sách không năng động, chính sách này chuyển nền kinh tế đến điểm 1 và để nó nằm tại đó.

Những dự tính và cuộc tranh luận giữa những người năng động và không năng động

Sự phân tích của chúng ta về lạm phát trong thời kỳ từ giữa đến cuối thập kỷ 70 (trong ứng dụng bắt đầu từ trang 818) chứng minh rằng những dự tính về chính sách có thể là một nhân tố quan trọng trong quá trình lạm phát. Việc chú ý đến các dự tính về chính sách để tác động đến việc lương được xác định như thế nào (quá trình xác định lương) cho thêm một lý do nữa để theo đuổi chính sách không năng động.

Liệu khả năng các dự tính về chính sách ảnh hưởng đến quá trình xác định lương có củng cố thêm cho trường hợp tán thành chính sách không năng động hay không? Trường hợp tán thành một chính sách năng động phát biểu rằng với sự điều chỉnh chậm lương và giá cả, chính sách năng động đưa nền kinh tế trở lại tình hình công an việc làm đầy đủ tại điểm 2 nhanh hơn rất nhiều so với thời gian để đạt được công an việc làm đầy đủ tại điểm 1 theo chính sách không năng động. Tuy nhiên, lập luận của người theo thuyết năng động không chú ý đến : (1) khả năng các dự tính về chính sách ảnh hưởng đến quá trình xác định lương, và (2) rằng nền kinh tế có thể ban đầu đã chuyển từ điểm 1 đến điểm 1' do sự cố gắng của công nhân để tăng lương hoặc do một cú sốc cung tiêu cực đã di chuyển đường tổng cung từ AS_2 đến AS_1 . Do đó chúng ta cần đặt câu hỏi về chính sách năng động : đường tổng cung có sẽ tiếp tục di chuyển vào hay không sau khi nền kinh tế đã đạt đến điểm 2, đưa đến lạm phát phí - đẩy ?

Câu trả lời cho câu hỏi này là "có", nếu dự tính về chính sách có ảnh hưởng. Cuộc thảo luận của chúng ta về lạm phát phí - đẩy trong Hình 28.5 gợi ý rằng nếu công nhân biết rằng chính sách trong tương lai sẽ thích ứng, thì họ sẽ tiếp tục đẩy lương của họ tăng lên và đường tổng cung sẽ vẫn tiếp tục di chuyển vào. Do đó, những nhà hoạch định chính sách bị buộc phải thích ứng với sức đẩy của phí bằng cách di chuyển đường tổng cầu sang phải để loại bỏ thất nghiệp đang phát triển. Chính sách thích ứng, năng động với chỉ tiêu công an việc làm cao phải trả một phí không lộ ra hoặc có một điểm bất lợi là nó dễ dẫn đến lạm phát.

Điểm lợi chính của chính sách không thích ứng không năng động, mà theo đó

các nhà hoạch định chính sách không cố tìm cách di chuyển đường tổng cầu ra để đáp lại sức đẩy của phí, là ở chỗ nó sẽ ngăn chặn lạm phát. Như được mô tả trong Hình 28.4 kết quả của việc đẩy lương lên đứng trước một chính sách không thích ứng ; không năng động là một thời kỳ lạm phát cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên, mức

này cuối cùng sẽ di chuyển đường tổng cung và mức giá cả trở về những vị trí ban đầu của chúng. Điều chỉ trích chính đối với chính sách không năng động này là nền kinh tế sẽ phải trải qua những thời kỳ thất nghiệp kéo dài khi đường tổng cung di chuyển vào. Tuy nhiên, công nhân có lẽ sẽ không thúc đẩy lương cao hơn ngay, nếu họ biết rằng chính sách sẽ không thích ứng bởi vì tiền lương mà họ thu thêm được sẽ đưa đến một thời kỳ thất nghiệp kéo dài. Chính sách không thích ứng không năng động có thể không chỉ có điểm lợi là ngăn chặn lạm phát, mà còn có điểm lợi không lộ ra là không khuyến khích đường tổng cung di chuyển vào, gây nên quá nhiều thất nghiệp.

Để kết luận : nếu quan điểm của công nhân về việc liệu chính sách là thích ứng hay không thích ứng ảnh hưởng đến quá trình xác định lương hay không, thì trường hợp tán thành một chính sách không năng động là mạnh hơn nhiều và trường hợp tán thành một chính sách năng động là yếu hơn nhiều.

Liệu dự tính về chính sách có ảnh hưởng đến quá trình xác định lương hay không ? Câu trả lời cho câu hỏi này là chủ yếu đối với việc quyết định chính sách năng động hoặc chính sách không năng động có được ưa thích hay không và do vậy trở thành vấn đề chủ yếu của việc khảo sát hiện nay của những nhà kinh tế ; nhưng chứng cứ còn chưa đi đến kết luận cuối cùng. Tuy nhiên, chúng ta có thể đặt câu hỏi, những dự đoán về chính sách có ảnh hưởng đến thái độ của dân chúng trong những hoàn cảnh khác. Thông tin này sẽ giúp chúng ta biết được là những dự đoán về việc chính sách là thích ứng hay không thích ứng có quan trọng đối với quá trình xác định lương hay không.

Như bất kỳ người đàm phán tốt nào đều biết, việc thuyết phục đối tác của bạn rằng bạn sẽ không thích ứng là điều chủ yếu để đạt được một giao dịch tốt. Chẳng hạn nếu bạn đang đàm phán với một người buôn xe ô tô về giá cả, thì bạn phải thuyết phục anh ta là bạn có thể dễ dàng thôi không đàm phán nữa và sẽ mua một cái xe của một nhà buôn ở chỗ khác. Nguyên tắc này cũng áp dụng cho việc tiến hành chính sách đối ngoại - đó là vì lợi ích của bạn mà bạn thuyết phục đối tác của mình rằng bạn sẽ đầu hàng nếu những yêu cầu của bạn không được đáp ứng. Tương tự như vậy, nếu đối tác của bạn nghĩ rằng bạn sẽ tùy cơ thì chắc chắn là anh ta sẽ lợi dụng bạn. (Ví dụ, xem Bài đọc thêm 28.2). Cuối cùng, người nào mà giao dịch với một đứa bé hai tuổi, cũng biết rằng bạn càng cho nó nhiều hơn (theo đuổi chính sách thích ứng) thì nó càng đòi hỏi nhiều hơn. Kết luận là, những dự đoán của công chúng về chính sách ảnh hưởng đến thái độ của họ. Do vậy, các dự đoán về chính sách cũng ảnh hưởng đến quá trình xác định lương, đó là hoàn toàn hợp lý.

BÀI ĐỌC THÊM 28.2

Những mối nguy hiểm của chính sách thích ứng : tình trạng tiền thoái lương nan với chủ nghĩa khủng bố

Vấn đề tiền thoái lương nan chủ yếu mà chính sách đối ngoại của chúng ta đương đầu trong những năm gần đây là có chịu khuất phục trước những đòi hỏi của bọn khủng bố hay không khi chúng nó nắm giữ các con tin Mỹ. Bởi vì chúng ta có tình cảm với những người bị bắt làm con tin, cho nên chúng ta cố gắng theo đuổi một chính sách thích ứng nhưng bộ với bọn khủng bố để đưa con tin trở về nhà. Tuy nhiên, theo đuổi chính sách thích ứng đó thì có thể khuyến khích bọn khủng bố

bắt thêm con tin trong tương lai. Tình trạng tiền thoái lương nan đối với chính sách khủng bố minh họa nguyên tắc là đối tác của bạn rất có thể lợi dụng bạn trong tương lai nếu bây giờ bạn tùy theo nó. Việc thừa nhận nguyên tắc đó, nguyên tắc minh họa những hiểm nguy của chính sách tùy cơ, giải thích tại sao chính phủ của những nước như nước Mỹ và Israel không chịu nhượng bộ các yêu cầu của bọn khủng bố, ngay cả mặc dù đôi khi điều đó đưa đến kết quả là con tin bị giết chết.

Quy tắc đối lại với tùy cơ :**Các kết luận**

Những kết luận sau đây có thể được rút ra từ việc phân tích của chúng ta : những người năng động tin vào việc sử dụng chính sách tùy cơ để loại bỏ thất nghiệp quá mức bất kỳ lúc nào mà nó phát triển, bởi vì họ cho rằng quá trình điều chỉnh lương và giá là chậm chạp và không đáp lại với những dự đoán về chính sách. Mặt khác, những người thuộc phái chính sách không năng động tin rằng một chính sách tùy cơ mà phản ứng lại tình hình thất nghiệp quá mức là phản sản xuất bởi vì việc điều chỉnh lương và giá là nhanh và bởi vì những dự đoán về chính sách có ảnh hưởng đến quá trình xác định lương. Vì vậy những người thuộc trường phái không năng động bảo vệ cho việc sử dụng một quy tắc chính sách để giữ cho đường tổng cầu không biến động tách ra khỏi xu hướng tỷ lệ tăng trưởng của mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm. Những người theo trường phái tiền tệ tán thành quan điểm không năng động và coi tiền tệ là nguồn gốc duy nhất gây nên những biến động trong đường tổng cầu, do đó mà bệnh vực cho việc sử dụng qui tắc chính sách theo đó Fed giữ cho cung tiền tệ tăng với tỷ lệ không thay đổi. Quy tắc của trường phái tiền tệ này được gọi là **quy tắc tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ không thay đổi**.

Như việc phân tích của chúng ta chỉ ra, một yếu tố quan trọng cho sự thành công của quy tắc chính sách thích ứng là nó đáng tin cậy, nghĩa là công chúng có

thể tin rằng những nhà hoạch định chính sách sẽ cứng rắn và không tán thành để phí - đẩy bằng cách di chuyển đường tổng cầu ra để loại bỏ thất nghiệp. Nói cách khác, những người hoạch định chính sách của chính phủ phải được công chúng tin tưởng đó là những người chống lạm phát. Nếu khác đi, thì công nhân sẽ rất có thể đẩy cho lương tăng cao hơn, điều đó sẽ di chuyển đường tổng cung vào sau khi nền kinh tế đã đạt được công ăn việc làm đầy đủ tại điểm 2 trong Hình 28.10 và dẫn đến lạm phát hoặc thất nghiệp hoặc cả hai. Thay vào đó một quy tắc chính sách không thích ứng, đáng tin cậy có cái lợi là có ít khả năng xảy ra phí đẩy và như vậy giúp việc ngăn chặn lạm phát và việc tăng tiềm tàng trong thất nghiệp do phí đẩy. Những ứng dụng sau đây gợi ý rằng thử thách lịch sử mới đây là khớp với tầm quan trọng của lòng tin đối với sự thành công của việc hoạch định chính sách.

ỨNG DỤNG

TẦM QUAN TRỌNG CỦA LÒNG TIN ĐỐI VỚI VIỆC VOLCKER CHỐNG LẠM PHÁT THẮNG LỢI

Trong thời kỳ từ 1965 đến hết thập kỷ 70 những người vạch chính sách rất ít được tin là những người chống lạm phát - một danh tiếng xứng đáng, bởi vì họ theo đuổi một chính sách thích ứng để đạt được công ăn việc làm cao. Như chúng ta đã biết kết quả là không tốt. Lạm phát vọt lên mức hai con số trong khi tỷ lệ thất nghiệp vẫn cao. Để loại lạm phát ra khỏi hệ thống Dự trữ Liên bang dưới quyền của chủ tịch Volcker đặt nền kinh tế thông qua hai cuộc suy thoái giáp lưng nhau năm 1980 và 1981 - 1982 (Chương 20) (Dữ liệu về lạm phát, tăng trưởng tiền tệ và thất nghiệp trong thời kỳ này được chỉ ra trên Hình 28.7 và 28.9). Chỉ sau cuộc suy thoái 1981 - 1982, cuộc suy thoái nghiêm trọng nhất trong thời kỳ sau chiến tranh với mức thất nghiệp trên 10%, Volcker đã gây được sự tín nhiệm đối với chính sách chống lạm phát của Fed. Cuối năm 1982, lạm phát ở mức dưới 5%.

Một dấu hiệu về sự tín nhiệm đối với Volcker là trong năm 1983 khi tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ tăng rất nhanh mà lạm phát lại không tăng. Công nhân và các hãng tin tưởng rằng nếu lạm phát ngóc đầu lên, thì Volcker sẽ thi hành chính sách không thích ứng để đè bẹp nó xuống. Do vậy họ không nâng lương và giá lên, điều đó chắc đã di chuyển đường tổng cung vào và có lẽ đã dẫn đến lạm phát và thất nghiệp. Thành công của chính sách chống lạm phát của Volcker tiếp tục

cho đến hết nhiệm kỳ chủ tịch của ông ta kết thúc vào năm 1987 ; thất nghiệp giảm một cách đều đặn trong khi tỷ lệ lạm phát vẫn ở dưới mức 5%. Volcker chống lạm phát thắng lợi vì ông ta được tín nhiệm ; ông ta giành được sự tín nhiệm đó.

TÓM TẮT

1. Câu phát biểu nổi tiếng của Milton Friedman "lạm phát bao giờ và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ" được ủng hộ bằng chứng cứ sau đây : nước nào mà bị lạm phát cao, kéo dài thì cũng bị một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao.

2. Sự phân tích tổng cung và tổng cầu chỉ ra rằng các quan điểm của trường phái Keynes và trường phái tiền tệ về quá trình lạm phát không khác nhau nhiều lắm. Cả hai đều tin rằng lạm phát cao chỉ có thể xảy ra nếu có một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao. Khi mà chúng ta còn thừa nhận rằng lạm phát có nghĩa là một sự tăng nhanh liên tục của mức giá cả, thì đại đa số các nhà kinh tế đồng ý với ý kiến của Friedman.

3. Mặc dù lạm phát cao "lúc nào và ở đâu cũng là một hiện tượng tiền tệ" theo ý

nghĩa là nó không thể xảy ra mà không có một tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao, nhưng có lý do giải thích tại sao chính sách tiền tệ lạm phát đó lại xảy ra. Hai lý do cơ bản là việc các nhà vạch chính sách bám vào chỉ tiêu công ăn việc làm cao và sự tồn tại thâm hụt ngân sách dai dẳng.

4. Những người năng động tin vào việc sử dụng chính sách tùy cơ để loại bỏ thất nghiệp quá mức khi nào nó xảy ra, bởi vì họ cho rằng điều chỉnh lương và giá là chậm chạp và không đáp lại được những dự tính về chính sách. Những người không năng động giữ quan điểm ngược lại, và tin rằng chính sách tùy cơ là phản sản xuất. Thêm vào đó, họ coi sự tín nhiệm đối với chính sách cưỡng lạm phát không thích ứng (không năng động) là chủ yếu cho thắng lợi của chính sách đó.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. "Thường có nhiều năm mà tỷ lệ lạm phát thì cao song tăng trưởng tiền tệ lại rất thấp. Do đó, câu nói lạm phát là một hiện tượng tiền tệ không thể đúng được". Hãy bình luận.

*2. Tại sao các nhà kinh tế nhằm vào các giai đoạn lịch sử của siêu lạm phát để xác định lạm phát có phải là một hiện tượng tiền tệ hay không ?

3. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc "Bởi vì chỉ tiêu của chính phủ tăng lên làm đường tổng cầu trong sự phân tích của Keynes tăng lên, cho nên chính sách tài chính tự nó không thể là một nguồn gốc sinh ra lạm phát".

*4. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc : "lạm phát phi - đầy xảy ra là do công nhân cố gắng đẩy lương của họ lên. Do đó, lạm phát không có thể là một hiện tượng tiền tệ".

5. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc : "Do các nhà vạch chính sách chính phủ không cho lạm phát là tốt, cho nên các chính sách của họ không thể là một nguồn gốc sinh ra lạm phát".

*6. Trả lời đúng sai, hoặc không chắc :

"Thâm hụt ngân sách tạm thời không thể là nguyên nhân gây ra lạm phát".

7. Mong muốn của Fed ngăn chặn lãi suất cao dẫn đến lạm phát như thế nào ?

*8. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc :
"Nếu như sự chậm trễ dữ liệu và chậm trễ thừa nhận có thể được giảm bớt thì chính sách năng động sẽ rất có thể tốt cho nền kinh tế hơn".

9. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc :
"Điều chỉnh lương và giá càng chậm bao nhiêu thì sản phẩm và mức giá càng thay đổi bấy nhiêu khi thực hiện chính sách năng động".

*10. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc :
"Nếu công chúng tin là các nhà chức trách tiền tệ sẽ theo đuổi một chính sách thích ứng thì lạm phát phí - đẩy rất có thể phát triển".

11. Tại sao các chính sách năng động nhằm thủ tiêu thất nghiệp rất có thể dẫn đến lạm phát hơn là các chính sách không năng động ?

*12. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc :
"những dự tính về chính sách càng ít quan trọng hơn đối với chuyển động của đường tổng cung, thì trường hợp chính sách năng động thủ tiêu thất nghiệp càng mạnh mẽ hơn".

13. Nếu cơ chế tự điều chỉnh của nền kinh tế hoạt động chậm chạp, thì liệu chính phủ có nhất thiết theo đuổi chính sách năng động để thủ tiêu thất nghiệp hay không ?

*14. Để ngăn chặn lạm phát, Fed nên theo lời khuyên của Teddy Roosevelt : "nói ngọt ngào và giữ cái gậy lớn". Cái gậy lớn của Fed trong câu này là cái gì ? Ý của câu này muốn nói cái gì ?

15. Trong một bài phát biểu trước đây trong cuộc khủng hoảng Irắc-Côét, tổng thống Bush nói rằng mặc dù quả tim của ông ta hướng về các con tin bị Saddam Hussein bắt giữ, nhưng ông sẽ không để cho con tin ngân cái Mỹ đòi hỏi Irắc rút khỏi Côét. Bạn có nghĩ rằng lập trường của ông Bush có ý nghĩa không ? Hãy giải thích tại sao có, tại sao không ?

CHƯƠNG 29

Lý thuyết về dự tính hợp lý và thị trường vốn hữu hiệu

LỜI DẪN

Qua cuộc thảo luận của chúng ta về nhiều mặt của tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính, bạn có thể nhận thấy rằng đối tượng của những dự tính vẫn cứ nổi lên lặp đi lặp lại. Nếu những người tiêu dùng dự đoán rằng họ sẽ giàu hơn trong tương lai, chẳng hạn, thì hôm nay họ sẽ chi tiêu nhiều hơn và tổng sản phẩm sẽ tăng lên ; nếu các ngân hàng dự đoán sẽ có các luồng tiền gửi chạy ra, thì họ tăng các khoản dự trữ vượt quá, điều này gây nên cung tiền tệ giảm xuống ; và nếu những người tham gia vào thị trường vốn dự tính lãi suất tăng lên và dự tính những tổn thất vốn về trái khoán dài hạn, thì họ sẽ giảm nhu cầu về trái khoán dài hạn và giá của trái khoán sẽ sụt xuống. Các dự tính ảnh hưởng đến thái độ của mọi người tham gia trong nền kinh tế và có một ảnh hưởng chính đến hoạt động kinh tế.

Với sự phát triển của một lý thuyết mới, lý thuyết dự tính hợp lý, thì tầm quan trọng của những dự tính đối với vận động kinh tế là vấn đề đi đầu trong các cuộc thảo luận về chính sách tiền tệ. Lý thuyết dự tính hợp lý cố gắng giải thích các chủ thể kinh tế hình thành những dự đoán của họ như thế nào. Lý thuyết này là trung tâm của nhiều cuộc tranh luận mới đây về việc chính sách tiền tệ và chính sách tài chính sẽ được chỉ đạo như thế nào (Chương 30). Thêm vào đó, khi lý thuyết đó được áp dụng vào những thị trường tài chính, ở đó lý thuyết đó được gọi là lý thuyết về thị trường vốn hữu hiệu (hoặc đơn giản hơn, lý thuyết thị

trường hữu hiệu), nó có ý nghĩa quan trọng đối với việc những nhân tố nào xác định giá chứng khoán và những giá đó biến động như thế nào qua thời gian.

Trong chương này chúng ta sẽ xem xét lập luận cơ bản đằng sau lý thuyết dự tính hợp lý và áp dụng nó vào các thị trường tài chính. Để giúp thêm cho chúng ta hiểu những nhân tố ảnh hưởng đến việc hình thành các dự tính của các hãng và của người tiêu dùng, lý thuyết dự tính hợp lý giải thích một vài đặc điểm rắc rối của nghiệp vụ và sự vận động của thị trường tài chính. Chẳng hạn, bạn sẽ thấy rằng lý thuyết đó giải thích tại sao những thay đổi trong giá chứng khoán không thể nói trước được và tại sao việc nghe tin mạch nóng nổi của các môi giới chứng khoán có thể là không đáng tin cậy.

Trên mặt lý thuyết, dự tính hợp lý là một công cụ đầy khả năng để phân tích sự vận động. Nhưng để làm cho nó trên thực tế là một công cụ hữu dụng, chúng ta phải so sánh lý thuyết với dữ kiện. Chứng cứ thực nghiệm có ủng hộ nó không? Mặc dù chưa có lời phán quyết, nhưng chúng cứ có sẵn chỉ ra rằng vì nhiều mục đích, lý thuyết này là một điểm xuất phát tốt để phân tích các dự tính.

VAI TRÒ CỦA DỰ TÍNH TRONG HOẠT ĐỘNG KINH TẾ

Rất khó hình dung được lĩnh vực kinh tế nào mà dự tính không có ảnh hưởng đến những tác động của chính sách và cách vận động của thị trường. Để thấy được vai trò trọng yếu của dự tính ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế, thì điều bổ ích là liệt kê các con đường dự tính đã hình thành vai trò của nó trong việc chúng ta nghiên cứu tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính.

Hướng dẫn nghiên cứu

Trước khi bạn đọc, hãy thử viết ra danh sách những ví dụ trong cuốn sách này mà ở đó các dự tính ảnh hưởng đến sự vận động kinh tế và sau đó so sánh danh sách của bạn với những ví dụ sau đây. Đó là cách tuyệt hảo đối với bạn để nhìn lại xem tư liệu mà bạn đã nghiên cứu cho đến lúc này khớp với nhau như thế nào.

1. Cầu tài sản và việc xác định lãi suất. Bởi vì dự tính thu nhập là một nhân tố quan trọng để xác định lượng cầu của dân chúng về tài sản cho nên dự tính là trung tâm đối với sự chuyển động của giá cả tài sản trên thị trường vốn

(Chương 5 và 6). Ví dụ, chúng ta đã thấy rằng dự tính lạm phát có một ảnh hưởng chính đến giá trái khoán và đến lãi suất thông qua hiệu ứng Fisher. Tốc độ mà dự tính lạm phát đáp lại một tỷ lệ cao tăng trưởng tiền tệ là một nhân tố quan trọng để xác định xem lãi suất tăng hay giảm khi tăng trưởng tiền tệ.

2. Cơ cấu thời hạn và cơ cấu rủi ro của lãi suất. Dự tính cũng là vấn đề trung tâm trong việc xác định cơ cấu rủi ro và cơ cấu thời hạn của lãi suất (Chương 7). Dự tính về việc phá sản chắc sẽ xảy ra có lẽ là nhân tố quan trọng nhất để xác định cơ cấu rủi ro của lãi suất. Dự tính về lãi suất ngắn hạn tương lai đóng vai trò trung tâm trong việc xác định lãi suất dài hạn.

3. Thông tin không đối xứng và cơ cấu tài chính. Dự tính là cái mà làm cho vấn đề thông tin không đối xứng của việc lựa chọn đối nghịch và rủi ro đạo đức mà chúng ta đã gặp trong Chương 8, 10, 11 và 12 thành quan trọng trong việc xác định cơ cấu tài chính. Các trung gian tài chính tham gia vào nhiệm vụ quan trọng thu thập thông tin bởi vì họ có những dự đoán rằng sẽ xảy ra sự lựa chọn đối nghịch nghĩa là, những rủi ro tín dụng ít mong muốn nhất sẽ rất có thể là những rủi ro để tìm kiếm các khoản vay. Tương tự như vậy dự tính rằng những người đi vay sẽ phạm phải rủi ro đạo đức bằng cách đảm nhận quá nhiều rủi ro là cái thúc đẩy các tổ chức tài chính áp dụng các bước để hạn chế rủi ro đạo đức thông qua việc giám sát và thực thi các quy ước hạn chế. Dự tính về sự lựa chọn đối nghịch và về rủi ro đạo đức càng lớn thì những nỗ lực của ngân hàng sẽ càng lớn trong việc tìm cách giảm bớt những vấn đề thông tin không đối xứng ấy; do đó, ảnh hưởng của thông tin không đối xứng đối với cơ cấu tài chính sẽ càng lớn.

4. Quản lý có và nợ của ngân hàng. Quyết định của ngân hàng về việc tài sản nào phải nắm giữ, chịu ảnh hưởng của những dự tính của ngân hàng về lợi nhuận về rủi ro và về tính thanh khoản của các tài sản khác nhau (Chương 9). Những quyết định của ngân hàng về việc phải có những nợ nào chịu ảnh hưởng của những dự đoán của họ về phí tương lai của việc phát hành các loại nợ khác nhau. Thêm vào đó, do ngân hàng phải quản lý khả năng thanh khoản để đủ sức hoàn trả nợ, nên các dự tính về luồng tiền gửi chạy ra sẽ ảnh hưởng đến những quyết định của họ về việc nên giữ nhiều hay ít tài sản có khả năng thanh khoản.

5. Đối mới tài chính. Bởi vì các tổ chức tài chính quan tâm đến tính doanh lợi tương lai của những công cụ tài chính mới mà chúng phát hành, cho nên dự tính về những chuyển động của lãi suất và tính chất của môi trường chế định

trong tương lai ảnh hưởng đến việc đổi mới tài chính (Chương 13). Hơn thế nữa, những người đề ra các quy định, khi quyết định áp dụng những quy định nào trên thị trường tài chính, phải phóng đoán thái độ của các tổ chức tài chính sẽ là như thế nào để đáp lại các quy định mới. Kết quả là một trò chơi phức tạp giữa những người đề ra quy định với những người thi hành quy định mà trong đó mỗi bên đều tìm cách đoán được ý định của bên kia.

6. Quá trình cung tiền tệ. Như bạn nhớ lại từ Chương 14 đến Chương 16, thái độ của người gửi tiền và thái độ của ngân hàng là quan trọng trong quá trình cung tiền tệ. Quyết định của người gửi tiền là giữ tiền mặt chứ không phải gửi tiền có kỳ hạn và gửi tiền không kỳ hạn, chịu ảnh hưởng trước hết của những dự tính về lợi tức tương đối của những tài sản đó. Quyết định của ngân hàng về dự trữ vượt quá và đi vay Fed chịu ảnh hưởng của những dự tính của họ về lợi tức mà họ có thể thu được về các khoản cho vay. Thêm vào đó, số tiền dự trữ vượt quá chịu ảnh hưởng của dự tính của ngân hàng về luồng tiền gửi chạy ra.

Vai trò của dự tính của ngân hàng trong các cuộc sụp đổ ngân hàng và kết quả giảm xuống trong cung tiền tệ là đặc biệt quan trọng (Chương 16). Dự đoán của những người gửi tiền rằng một ngân hàng hay các ngân hàng đều đang gặp khó khăn, làm cho họ rút tiền gửi ra, điều này lại làm cho các ngân hàng phá sản, do đó lại làm cho nhiều ngân hàng hơn phá sản. Dự đoán của ngân hàng về tiền gửi rút chạy ra làm cho tình hình thậm chí xấu hơn bởi vì việc họ tranh dành nhau để đảm bảo khả năng thanh khoản và kết quả tăng lên trong dự trữ vượt quá có thể làm cho có thêm nhiều ngân hàng hơn phá sản. Kết quả ròng của quá trình này là tỷ lệ giữa tiền gửi có thể phát séc với dự trữ vượt quá tăng lên, gây nên một sự giảm sút dữ dội trong cung tiền tệ.

7. Dự trữ liên bang. Dự tính của Fed về lạm phát và tình trạng nền kinh tế ảnh hưởng đến các chỉ tiêu mà Fed đề ra cho chính sách tiền tệ. Dự tính của Fed về lãi suất ngắn hạn có thể là một nhân tố trong các phương pháp Fed sử dụng để kiểm soát cung tiền tệ (Chương 20).

8. Tỷ giá hối đoái. Nhắc lại rằng tỷ giá là giá cả của một tài sản này (tiền gửi ghi bằng nội tệ) tính ra bằng một tài sản kia (tiền gửi ghi bằng ngoại tệ). Như vậy lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài so với tiền gửi trong nước là nhân tố trung tâm của việc xác định tỷ giá (Chương 21). Bởi vì sự tăng giá hay sụt giá dự tính của đồng nội tệ ảnh hưởng đến lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài so với về tiền gửi trong nước, cho nên dự tính mức giá cả, lạm phát, thuế quan và còta, cầu nhập và cầu xuất và cung tiền tệ đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định

tỷ giá. Thêm vào đó, việc dự đoán rằng một ngân hàng trung ương sắp phá giá hoặc nâng giá đồng tiền nước mình là đặc điểm then chốt của một cuộc tấn công có tính chất đầu cơ vào một đồng tiền (Chương 22).

9. Cầu tiền tệ. Bởi vì tiền tệ chỉ là một tài sản khác cho nên lợi tức dự tính về nó so với các tài sản khác là một nhân tố quan trọng trong việc xác định cầu của nó (Chương 23). Dự tính về mức nguồn sống suốt đời (thường được đại diện bằng thu nhập thường xuyên) thường được coi là một nhân tố chính khác quyết định cầu tiền tệ.

10. Tổng cầu. Dự tính đóng một vai trò nổi bật trong việc xác định tổng cầu. Cuộc thảo luận của chúng ta về mô hình ISLM (Chương 24 và 25) và về cơ chế truyền động của chính sách tiền tệ (Chương 27) cho thấy rằng chỉ tiêu tiêu dùng liên quan đến dự tính của người tiêu dùng về những nguồn tiền tương lai có thể sẵn sàng cho họ và khả năng có thể xảy ra khó khăn tài chính. Chỉ tiêu đầu tư phụ thuộc vào dự tính của các hãng về lợi nhuận tương lai thu được từ những dự án đầu tư cũng như dự tính về phí tài trợ dự án đó. Không có gì là ngạc nhiên khi Keynes nhấn mạnh "tính năng nổ" - nói cách khác, dự tính - là nhân tố chính thúc đẩy tổng cầu và chu kỳ kinh doanh.

11. Tổng cung và lạm phát. Sự phân tích đường tổng cung (Chương 26) chỉ ra rằng dự tính của công nhân về lạm phát và sự đáp lại thích hợp của chính sách của chính phủ đối với thất nghiệp ảnh hưởng đến vị trí của đường tổng cung. Nó ảnh hưởng đến lòng mong muốn của công nhân đẩy lương lên cao hơn. Những dự tính đó đóng một vai trò trung tâm trong lạm phát phí - đẩy. Do đó đường tổng cung di chuyển vào hơn nữa và hơn nữa (Chương 28). Dự đoán của công chúng về chính sách của chính phủ mà chính sách này chịu ảnh hưởng của sự tín nhiệm đối với những người hoạch định chính sách, có quan hệ với ý muốn theo đuổi chính sách năng động hay không năng động.

Để kết luận, dự tính là quan trọng trong mọi lĩnh vực của nền kinh tế thông qua những ảnh hưởng của nó đến chính sách và sự vận động của thị trường. Trong mục sau, chúng ta sẽ mô tả lý thuyết dự tính hợp lý - mà hiện nay là lý thuyết được sử dụng rộng rãi nhất, để mô tả việc hình thành các dự tính của hãng kinh doanh và của người tiêu dùng.

LÝ THUYẾT DỰ TÍNH HỢP LÝ

Trong thập kỷ 50 và 60 các nhà kinh tế thường cho rằng dự tính được hình thành chỉ từ kinh nghiệm đã qua. Dự tính về lạm phát, chẳng hạn, là điển hình được coi là một mức bình quân của những tỷ lệ lạm phát đã qua. Quan niệm này về việc hình thành dự tính được gọi là **dự tính thích ứng** ⁽¹⁾ gợi ý rằng những thay đổi trong dự tính sẽ xảy ra chậm theo thời gian khi mà dữ liệu quá khứ thay đổi. Vì vậy nếu lạm phát trước đây ổn định ở mức 5% thì dự tính lạm phát tương lai cũng sẽ ở mức 5%. Nếu lạm phát tăng theo một tỷ lệ ổn định 10%, thì dự tính về lạm phát tương lai sẽ tăng lên 10%, nhưng chậm : năm thứ nhất dự tính lạm phát có thể chỉ tăng 6% ; năm thứ hai 7% ; và v.v...

Dự tính thích ứng là sai lầm vì là dân chúng sử dụng nhiều thông tin hơn là trước đây dữ liệu chỉ dựa trên một biến số duy nhất để hình thành dự tính của họ về biến số đó. Dự tính của họ về lạm phát hầu hết chắc là sẽ chịu ảnh hưởng của những dự đoán về chính sách tiền tệ tương lai cũng như của chính sách tiền tệ trước đây và hiện nay. Thêm vào đó, dân chúng thường thay đổi nhanh chóng dự tính của mình khi đứng trước những thông tin mới. Để trả lời những phản bác đối với dự tính phỏng theo John Muth đã đề ra một lý thuyết dự tính khác (gọi là **dự tính hợp lý**) có thể được phát biểu như sau : *Dự tính sẽ không khác với dự báo tối ưu (sự phỏng đoán tốt nhất về tương lai) bằng cách sử dụng mọi thông tin sẵn có.*

Cái đó chính xác ra nghĩa là gì ?

Để giải thích rõ hơn, chúng ta hãy sử dụng lý thuyết dự tính hợp lý để xem xét các dự tính được hình thành như thế nào trong một tình hình mà đa số chúng ta gặp phải tại một điểm nào đó trong cuộc sống của chúng ta : lái xe đi làm việc. Giả định là khi Joe Commuter không lái xe đi làm trong giờ cao điểm thì nó phải mất trung bình 30 phút cho chuyến đi của mình. Đôi khi nó phải mất 35 phút,

(1) Một cách chính xác hơn, dự tính phỏng theo, chẳng hạn về lạm phát, được viết ra như là : một số bình quân gia quyền của các tỷ lệ lạm phát đã qua, tức là :

$$\pi_t = (1-\lambda) \sum_{i=0}^{\infty} \lambda^i \pi_{t-i}$$

trong đó π_t = dự tính phỏng theo về lạm phát ở thời điểm t
 π_{t-i} = lạm phát ở thời điểm t-i
 λ = hằng số giữa các giá trị của 0 và 1

lúc thì 25 phút, nhưng trung bình thời gian đi lại ngoài giờ cao điểm là 30 phút. Tuy nhiên, nếu Joe đi làm vào giờ cao điểm, thì nó trung bình phải mất thêm 10 phút nữa để đến chỗ làm việc. Giả định là nó đi làm vào giờ cao điểm thì sự phỏng đoán tốt nhất thời gian nó đi (dự báo tối ưu) là 40 phút.

Nếu thông tin duy nhất mà Joe có thể sử dụng được trước khi đi làm mà sẽ có ảnh hưởng tiềm tàng đến thời gian đi của nó là nó đi trong giờ cao điểm, thì lý thuyết dự tính hợp lý cho phép ta nói trước cái gì về dự tính của Joe về thời gian đi của nó ? Bởi vì sự phỏng đoán tốt nhất thời gian đi lại của nó, bằng cách sử dụng mọi thông tin có sẵn là 40 phút, nên dự tính của Joe cũng sẽ là như vậy. Rõ ràng là, việc dự tính 35 phút sẽ là không hợp lý bởi vì nó không tương ứng với dự báo tối ưu, là một phỏng đoán tốt nhất về thời gian đi xe.

Giả định ngày hôm sau, cũng những điều kiện như vậy, và những dự tính như vậy, Joe mất 45 phút để đi, và ngày tiếp sau chỉ mất 35 phút. Những biến đổi đó có phải có nghĩa là dự tính 40 phút của Joe là không hợp lý hay không ? Không, việc dự tính 40 phút thời gian đi vẫn là một dự tính hợp lý. Trong cả 2 trường hợp, việc dự báo là sai lệch 5 phút, do vậy việc dự tính không phải là hoàn toàn chính xác. Tuy nhiên, việc dự tính không buộc phải hoàn toàn chính xác mới là hợp lý - nó chỉ cần là tốt nhất có thể được trong điều kiện thông tin có sẵn, nghĩa là về bình quân phải đúng, và đó là dự tính 40 phút. Bởi vì chắc chắn sẽ có một số tình hình bất ngờ xảy ra trong thời gian Joe lái xe, không kể điều kiện lái xe như thế nào, thì một dự báo tối ưu sẽ không hoàn toàn chính xác.

Ví dụ trên nêu lên điểm quan trọng sau đây về dự tính hợp lý : *Ngay cả khi mặc dù một dự tính hợp lý ngang bằng với dự báo tối ưu sử dụng mọi thông tin có sẵn, thì điều tiên đoán thể hiện trong dự tính có thể không phải lúc nào cũng hoàn toàn chính xác.*

Cái gì sẽ xảy ra nếu một nội dung của thông tin liên quan đến thời gian lái xe không có sẵn hoặc không biết ? Giả định là trên đường đi thường lệ của Joe đến nơi làm việc có một tai nạn xảy ra làm cho nghẽn tắc giao thông hai giờ. Nếu Joe không có cách nào để biết chắc tin đó, thì dự tính thời gian đi 40 phút trong giờ cao điểm vẫn là hợp lý bởi vì thông tin về tai nạn không có hiệu lực đối với Joe để anh ta lập dự báo tối ưu của mình. Mặt khác nếu có tường thuật qua tivi hay phát thanh về tai nạn đó mà Joe không nghe được hoặc anh ta có nghe nhưng lại quên, thì dự tính 40 phút của anh ta không còn hợp lý nữa. Với việc thông tin đó đã được sẵn sàng để dùng thì dự đoán tối ưu của Joe phải là 2 giờ 40 phút. Do vậy, có hai lý do tại sao một dự tính có thể không phải là hợp lý :

1. Người ta có thể biết được mọi thông tin, nhưng họ quá lười để làm cho dự tính của họ là dự tính tốt nhất có thể được.

2. Người ta có thể không biết một vài thông tin xác đáng sẵn sàng để sử dụng, do vậy cho nên lấy trung bình, thì dự đoán tốt nhất của họ về tương lai sẽ không đúng.

Tuy nhiên, điều quan trọng là thừa nhận rằng nếu một nhân tố bổ sung là quan trọng nhưng thông tin về nhân tố đó không sẵn sàng để sử dụng, thì một dự tính mà không tính đến thông tin đó có thể vẫn là hợp lý.

Một cách phát biểu hình thức hơn của lý thuyết

Chúng ta hãy làm cho cuộc thảo luận về lý thuyết dự tính hợp lý phần nào mang tính chất hình thức hơn bằng cách sử dụng những ký hiệu sau đây :

X = biến số được dự tính (trong ví dụ trên, là thời gian Joe Commuter lái xe đến chỗ làm việc)

X^e = dự tính về biến số đó (dự tính của Joe về thời gian đi xe của mình).

X^{of} = dự báo tối ưu của X bằng cách sử dụng mọi thông tin sẵn sàng để dùng (phỏng đoán tốt nhất có thể được của thời gian lái xe).

Lý thuyết dự tính hợp lý như sau :

$$X^e = X^{of} \quad (29.1)$$

Nghĩa là, dự tính về X bằng dự báo tối ưu sử dụng mọi thông tin sẵn sàng để dùng.

Tại sao lý thuyết dự tính hợp lý có ý nghĩa

Tại sao người ta cố gắng làm cho dự tính của mình bằng với phỏng đoán tốt nhất có thể có của mình về tương lai, sử dụng mọi thông tin có sẵn ? Cách giải thích đơn giản nhất là nếu không làm như vậy thì tổn kém. Joe Commuter có một sự thúc đẩy mạnh để làm cho dự tính của mình về thời gian đi đến chỗ làm việc chính xác đến mức có thể được. Nếu anh ta dự tính thấp thời gian đó thì anh ta sẽ thường đến làm việc chậm và chủ của anh ta có thể đuổi anh ta. Nếu anh ta dự tính cao, anh ta sẽ bình quân, đến làm việc sớm quá và sẽ dậy sớm không cần thiết. Ai cũng mong muốn dự tính chính xác, cho nên có những sự thúc đẩy làm cho người ta cố gắng làm cho những dự tính đó bằng với dự báo tối ưu bằng việc sử dụng mọi thông tin sẵn sàng để sử dụng.

Nguyên tắc tương tự được áp dụng cho các hãng kinh doanh. Giả định là một nhà sản xuất dụng cụ gia đình, chẳng hạn General Electric, biết rằng những

biến động lãi suất là quan trọng đối với việc bán các dụng cụ đó. Nếu General Electric dự tính tồi về lãi suất thì nó sẽ thu được ít lợi nhuận bởi vì nó có thể hoặc sản xuất quá nhiều hoặc quá ít dụng cụ. Có những sức thúc đẩy mạnh General Electric thu thập mọi thông tin hữu ích giúp nó dự tính lãi suất và sử dụng thông tin để phỏng đoán tốt nhất có thể được về những biến động trong tương lai của lãi suất.

Những thúc đẩy làm cho các dự tính ngang bằng dự báo tối ưu là đặc biệt mạnh mẽ trên thị trường tài chính. Trên những thị trường này người dự tính tốt hơn thì làm giàu nhanh hơn. Do vậy việc áp dụng lý thuyết dự tính hợp lý vào thị trường tài chính (ở đây gọi là lý thuyết thị trường hữu hiệu) là đặc biệt có ích.

Những hàm ý của lý thuyết

Lý thuyết dự tính hợp lý dẫn đến hai hàm ý thông thường đối với cách hình thành dự tính, những hàm ý này là quan trọng trong việc phân tích tổng thể nền kinh tế.

1. Nếu có một sự thay đổi trong cách vận động của một biến số, thì cách mà dự tính về biến số được hình thành như thế nào cũng thay đổi theo. Nguyên lý đó của lý thuyết dự tính hợp lý được hiểu dễ dàng bằng một ví dụ. Giả định rằng, như Keynes nghĩ (Chương 23), lãi suất biến động theo cách mà nó có xu hướng quay trở về mức "bình thường" trong tương lai. Nếu lãi suất ngày hôm nay là cao so với mức bình thường, thì dự báo tối ưu về lãi suất trong tương lai là nó sẽ giảm xuống đến mức bình thường. Lý thuyết dự tính hợp lý sẽ hàm ý rằng khi lãi suất hôm nay cao, thì dự tính là nó sẽ hạ xuống trong tương lai.

Mặt khác, giả định rằng cách biến động của lãi suất thay đổi sao cho khi lãi suất cao thì nó đứng lại ở mức cao. Bây giờ, khi lãi suất hôm nay cao, thì dự báo tối ưu về lãi suất tương lai, và do đó dự tính hợp lý, là nó sẽ vẫn cao. Dự tính về lãi suất tương lai sẽ không còn chỉ ra là lãi suất sẽ giảm. Sự thay đổi trong cách mà biến số lãi suất biến đổi đưa đến sự thay đổi trong cách hình thành dự tính lãi suất tương lai. Việc phân tích dự tính hợp lý ở đây được phổ cập cho việc dự tính của bất kỳ biến số nào. Do vậy, khi có một sự thay đổi trong cách biến động của bất kỳ biến số nào; thì cách hình thành dự tính về biến số đó cũng sẽ thay đổi.

2. Những sai lầm dự báo của dự tính sẽ trung bình bằng không, và không thể báo sớm trước được. Sai lầm dự báo của một dự tính là $X - X^e$, đó là sự khác nhau giữa việc thực hiện của một biến số X với dự tính của biến số đó; nghĩa là, nếu thời gian lái xe của Joe Commuter trong một ngày cá biệt là 45

phút và dự tính của anh ta là 40 phút, thì sai lầm đã báo là 5 phút.

Giả định là do vi phạm nguyên lý dự tính hợp lý, sai lầm dự báo của Joe bình quân không phải là bằng không, mà là 5 phút. Sai lầm dự báo bây giờ có thể báo trước được bởi vì Joe sẽ nhận ra ngay là bình quân nó đến chậm 5 phút và có thể làm cho dự tính của mình tốt hơn bằng cách tăng thêm 5 phút. Lý thuyết dự tính hợp lý hàm ý rằng đó là đúng như điều Joe đã làm bởi vì anh ta sẽ muốn cho dự tính của mình là phỏng đoán tốt nhất có thể được, khi Joe điều chỉnh lại dự tính của mình lên 5 phút, bình quân, thì sai lầm dự báo sẽ bằng không và nó không thể được báo trước sớm.

Lý thuyết dự tính hợp lý hàm ý rằng sai lầm dự báo của dự tính không thể báo trước được.

LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HỮU HIỆU : DỰ TÍNH HỢP LÝ TRÊN THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH

Trong khi lý thuyết dự tính hợp lý được các nhà kinh tế tiền tệ phát triển, thì các nhà kinh tế tài chính phát triển một lý thuyết song song về việc hình thành các dự tính trên thị trường tài chính. Nó đưa họ đến cùng một kết luận với các nhà lý thuyết dự tính hợp lý : dự tính trên thị trường tài chính bằng với dự báo tối ưu sử dụng mọi thông tin sẵn sàng⁽²⁾. Mặc dù những nhà kinh tế tài chính cho lý thuyết của họ một tên khác, gọi đó là *lý thuyết thị trường vốn hữu hiệu* hoặc *lý thuyết thị trường hữu hiệu*, nhưng trong thực tế lý thuyết của họ đúng là một sự áp dụng của dự tính hợp lý vào việc định giá cả chứng khoán.

Lý thuyết thị trường hữu hiệu dựa trên cơ sở cho rằng giá cả chứng khoán trên thị trường tài chính phản ánh hoàn toàn mọi thông tin sẵn sàng. Bạn có thể nhớ lại (Chương 4) rằng tỷ lệ lợi tức của việc giữ chứng khoán bằng với số tiền vốn thu được về chứng khoán (sự thay đổi trong giá) cộng với bất kỳ khoản trả tiền mặt nào, chia cho giá ban đầu của chứng khoán :

$$RET = \frac{P_{t+1} - P_t + C}{P_t} \quad (29.2)$$

(2) Việc phát triển lý thuyết thị trường hữu hiệu không hoàn toàn độc lập với việc phát triển lý thuyết dự tính hợp lý bởi vì các nhà kinh tế tài chính đã biết công trình của Muth.

- trong đó RET = tỷ lệ lợi tức về chứng khoán được nắm giữ từ thời điểm t đến thời điểm $t+1$ (chẳng hạn, từ cuối 1991 đến cuối 1992)
- P_{t+1} = giá chứng khoán tại thời điểm $t+1$, cuối thời kỳ giữ chứng khoán.
- C = tiền mặt chi trả (phiếu lợi tức hay cổ tức) trong thời kỳ từ t đến $t+1$

Chúng ta hãy nhìn xem dự tính lợi tức đó tại thời điểm t , tức là bắt đầu của thời kỳ giữ chứng khoán, bởi vì giá hiện hành P_t và tiền mặt chi trả C được biết từ đầu, cho nên biến số duy nhất trong việc xác định lợi tức chưa biết là giá của thời kỳ sau (P_{t+1}).³ Ký hiệu dự tính giá chứng khoán vào cuối thời kỳ giữ chứng khoán là P_{t+1}^e thì lợi tức dự tính (RET^e), là :

$$RET^e = \frac{P_{t+1}^e - P_t + C}{P_t}$$

Lý thuyết thị trường hữu hiệu cũng cho rằng dự tính giá cả tương lai là bằng với dự báo tối ưu sử dụng mọi thông tin sẵn sàng hiện có. Nói một cách khác, dự tính của thị trường giá cả chứng khoán trong tương lai là hợp lý, cho nên,

$$P_{t+1}^e = P_{t+1}^d$$

dự tính này lại hàm ý rằng lợi tức dự tính về chứng khoán sẽ bằng với dự báo tối ưu với lợi tức :

$$RET^e = RET^d \quad (29.3)$$

Tiếp thay, chúng ta không thể quan sát RET^e hoặc P_{t+1}^e , do vậy các phương trình dự tính hợp lý tự bản thân nó không nói cho chúng ta được nhiều về việc thị trường tài chính vận động như thế nào. Tuy nhiên, nếu chúng ta có thể tìm được vài cách để đo lường trị giá của RET^e , thì những phương trình đó sẽ có những hàm ý cho việc giá chứng khoán thay đổi như thế nào trên thị trường tài chính.

Việc phân tích cung và cầu của thị trường trái khoán được trình bày trong Chương 6 chỉ cho chúng ta rằng lợi tức dự tính về chứng khoán (lãi suất trong trường hợp trái khoán được xem xét) sẽ có xu hướng tiến tới lợi tức thăng bằng,

(3) Có những trường hợp mà C có thể không biết được lúc đầu kỳ, nhưng điều đó không làm việc phân tích có sự khác nhau lớn. Điều sửa đổi duy nhất là chúng ta giả định rằng không chỉ có dự tính giá cả mà cả dự tính C cũng là dự báo tối ưu sử dụng mọi thông tin có sẵn.

nó cân bằng lượng cầu với lượng cung. Việc phân tích cung và cầu cho phép ta xác định lợi tức dự tính về chứng khoán với điều kiện thăng bằng sau đây : lợi tức dự tính về chứng khoán (RET^e) bằng lợi tức thăng bằng (RET^*), lợi tức thăng bằng này cân bằng lượng cầu với lượng cung của chứng khoán ; tức là :

$$RET^e = RET^* \quad (29.4)$$

Giới học thuật của tài chính khảo sát những yếu tố (rủi ro và khả năng thanh khoản, chẳng hạn) ảnh hưởng đến lợi tức cân bằng của chứng khoán. Vì mục đích của chúng ta, chỉ cần biết rằng có thể xác định lợi tức thăng bằng là đủ và do vậy có thể xác định lợi tức dự tính với điều kiện thăng bằng.

Chúng ta có thể rút ra một phương trình để mô tả sự vận động định giá cả trên một thị trường hữu hiệu bằng việc sử dụng điều kiện thăng bằng trên đây để thay RET^e vào RET^* trong phương trình dự tính hợp lý ($RET^e = RET^*$). Làm như vậy chúng ta có :

$$RET^e = RET^* \quad (29.5)$$

Phương trình này cho chúng ta biết : *giá hiện hành trên thị trường tài chính sẽ được ấn định sao cho dự báo tối ưu về lợi tức chứng khoán sử dụng mọi thông tin sẵn sàng, cân bằng với lợi tức thăng bằng của chứng khoán*. Các nhà kinh tế tài chính phát biểu điều này đơn giản hơn : giá cả chứng khoán phản ánh hoàn toàn mọi thông tin có sẵn trong một thị trường hữu hiệu.

Tại sao lý thuyết thị trường hữu hiệu có ý nghĩa ?

Chúng ta hãy xem điều kiện thị trường hữu hiệu có ý nghĩa gì trong thực tế và tại sao đó là một đặc trưng nhạy cảm của việc đánh giá. Giả định lợi tức thăng bằng của chứng khoán, chẳng hạn cổ phiếu thường Exxon là 10% năm và giá hiện hành của nó (P_t) là thấp hơn sự dự báo tối ưu của giá ngày mai (P_{t+1}^e) do vậy dự báo tối ưu của lợi tức hàng năm là 50%, một lợi tức lớn hơn lợi tức thăng bằng 10%. Bây giờ người ta có thể đoán trước rằng, bình quân, lợi tức Exxon sẽ là cao khác thường. Tình hình này được gọi là **thời cơ lợi nhuận chưa khai thác** bởi vì, nói chung người ta sẽ được lời nhiều hơn là cần kiếm được do đặc điểm của chứng khoán đó. Biết rằng, bình quân bạn có thể được lợi tức với tỷ lệ cao khác thường như vậy về chứng khoán Exxon bởi vì $RET^e > RET^*$, cho nên bạn sẽ mua nhiều hơn, điều này sẽ lại kéo thời giá (P_t) của chứng khoán lên so với giá dự tính tương lai (P_{t+1}^e), do vậy giảm thấp RET^e . Khi thời giá tăng lên đủ để cho RET^e bằng RET^* và điều kiện thị trường hữu hiệu (phương trình 29.5) được thỏa mãn, thì việc mua Exxon dừng lại và thời cơ lợi nhuận không khai thác sẽ biến mất đi.

Tương tự như vậy, một chứng khoán mà dự báo tối ưu về lợi tức của chứng khoán đó là -5% trong khi lợi tức thăng bằng là 10% ($RET^e < RET^*$) sẽ là một việc đầu tư tồi bởi vì, bình quân, nó lời ít hơn lợi tức thăng bằng. Trong trường hợp như vậy, bạn sẽ phải bán chứng khoán và kéo thời giá nó xuống so với giá dự tính tương lai cho đến khi RET^e tăng lên đến mức RET^* , và điều kiện thị trường hữu hiệu lại được thỏa mãn. Điều chúng ta đã chỉ ra đây có thể tóm tắt như sau :

$$\begin{array}{l} \text{Nếu } RET^e > RET^* \rightarrow P_i \uparrow \rightarrow RET^e \downarrow \\ \text{Nếu } RET^e < RET^* \rightarrow P_i \downarrow \rightarrow RET^e \uparrow \end{array}$$

cho đến khi
 $RET^e = RET^*$

Một cách khác để phát biểu điều kiện thị trường hữu hiệu là : *trên một thị trường hữu hiệu, mọi thời cơ lợi nhuận không khai thác sẽ bị loại bỏ.*

Một nhân tố cực kỳ quan trọng trong lập luận này là *không phải ai trên thị trường tài chính đều phải được thông báo tốt về chứng khoán hoặc có dự tính hợp lý về giá chứng khoán để đưa giá chứng khoán đến tại điểm mà ở đó điều kiện thị trường hữu hiệu đạt được.* Thị trường tài chính được cấu trúc sao cho nhiều người có thể tham gia vào. Chứng nào mà còn có một ít người trở mắt nhìn tìm thời cơ lợi nhuận chưa khai thác, thì họ sẽ thủ tiêu thời cơ thuận lợi nào đã xuất hiện bởi vì, làm như vậy, họ sẽ thu được lợi nhuận. Lý thuyết thị trường hữu hiệu có ý nghĩa bởi vì nó không yêu cầu ai trên thị trường cũng đều phải biết được cái gì đang xảy ra đối với mọi chứng khoán.

ỨNG DỤNG

MỘT HƯỚNG DẪN THỰC TIỄN ĐỂ ĐẦU TƯ VÀO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Lý thuyết thị trường hữu hiệu không phải là bí hiểm không có ứng dụng vào thực tế. Nó rất có giá trị bởi vì nó có thể được áp dụng trực tiếp vào một vấn đề liên quan đến nhiều người trong chúng ta - làm sao để làm giàu (hoặc ít nhất cũng đừng bị nghèo đi) trên thị trường chứng khoán. (Bài "theo dòng tin tức chính" cho thấy giá chứng khoán được thông báo hàng ngày như thế nào). Một cách hướng dẫn thực tiễn để đầu tư vào thị trường chứng khoán mà chúng ta sẽ trình bày ở đây, sẽ cung cấp cho chúng ta một sự hiểu biết tốt hơn cách sử dụng và các hàm ý của thuyết thị trường hữu hiệu. Thêm vào đó, chúng ta sẽ xem xét chứng cứ về những hàm ý đó.

Eugene Fama, một nhà kinh tế tài chính nổi tiếng, trong một cuộc điều tra nổi tiếng các dữ liệu thực nghiệm về lý thuyết thị trường hữu hiệu, nói rằng :

"Tóm lại, chứng cứ ủng hộ cho mô hình thị trường hữu hiệu thì nhiều, còn chứng cứ ngược lại (gần như duy nhất trong kinh tế học) thì ít".

Các báo cáo của các nhà phân tích tài chính có giá trị như thế nào ?

Chúng ta vừa đọc trên cột "Tin vỉa hè" ("Heard on the Street") của tạp chí *Wall Street* rằng các nhà tài chính dự đoán sẽ có một sự bộc phát trong chứng khoán dầu mỏ, bởi vì tình hình thiếu dầu mỏ đang phát triển. Liệu bạn có rút tất cả tiền để dành mà vất vả lắm mới có được ra khỏi ngân hàng để đầu tư vào chứng khoán dầu mỏ không ?

Lý thuyết thị trường hữu hiệu nói cho chúng ta rằng mua chứng khoán chúng ta không thể mong đợi thu được một lợi tức cao khác thường, một lợi tức lớn hơn lợi tức thẳng bằng.

Thông tin trên báo chí và trên các báo cáo được công bố của các nhà phân tích tài chính là sẵn sàng để sử dụng cho nhiều người tham gia thị trường và đã được phản ánh vào giá thị trường. Vì vậy hoạt động theo thông tin đó nói chung sẽ không đem lại lợi tức cao khác thường. Vậy thì những báo cáo được công bố của những nhà phân tích tài chính có giá trị như thế nào ? Câu trả lời là "Không có giá trị nhiều".

Chứng cứ: Phân tích tài chính có thắng được thị trường không ? Hàm ý của lý thuyết thị trường hữu hiệu rằng các báo cáo được công bố của các nhà phân tích tài chính là không có giá trị, chỉ ra rằng những kiến nghị của họ công bố không giúp chúng ta vượt qua thị trường nói chung. Có nhiều công trình nghiên cứu đã làm sáng tỏ về việc liệu rằng các nhà phân tích tài chính và các quỹ tương tế (một số quỹ và nhà phân tích tính hoa hồng bán cho ai mua kiến nghị đó) có thắng được thị trường không ? Một cách thử nghiệm thường dùng là lấy những lời khuyến nghị mua và bán từ một nhóm nhà phân tích hoặc từ các quỹ tương tế và so sánh việc thực hiện lựa chọn cổ phiếu với thị trường nói chung. Đôi khi việc lựa chọn của các nhà phân tích tài chính thậm chí còn được so sánh với một nhóm cổ phiếu đã được chọn bằng cách đặt một bản sao của trang tài chính trên báo chí trên bàn quay trò chơi phi tiêu và chọn cổ phiếu bằng cách ném phi tiêu. Chẳng hạn như tờ tạp chí *Wall Street* có một mục thường xuyên gọi là "Bàn quay phi tiêu", mục này so sánh các cổ phiếu được các nhà phân tích tài chính lựa chọn là tốt như thế nào so với các cổ phiếu do bàn quay phi tiêu lựa chọn. Các nhà phân tích có thắng hay không ? Họ ngượng ngùng mà thấy rằng nói chung họ không thắng. Bàn quay phi tiêu hoặc toàn thị trường đã

thắng, thậm chí khi việc so sánh chỉ bao gồm những nhà phân tích đã thành công trước đây trong việc dự đoán thị trường cổ phiếu.

Trong các công trình nghiên cứu về thành quả của quỹ tương tế, quỹ tương tế được chia thành nhiều nhóm khác nhau tùy theo những quỹ đó có lợi nhuận cao nhất hay thấp nhất trong thời kỳ lựa chọn. Khi thành quả của chúng được so sánh với thời kỳ tiếp theo, thì quỹ nào làm tốt trong thời kỳ thứ nhất thì không thắng thị trường trong thời kỳ thứ hai.

Kết luận rút ra từ việc nghiên cứu thành quả của các nhà phân tích tài chính và của quỹ tương tế là : ***một việc phân tích tài chính hoặc một quỹ tương tế đã thành công trong quá khứ không chỉ ra rằng sẽ được thành công trong tương lai.*** Điều này không phải là một tin vui lòng đối với các nhà phân tích tài chính, nhưng đó đúng là điều mà thuyết thị trường có hiệu quả dự đoán. Thuyết đó nói rằng một số nhà phân tích sẽ gặp may (và một số khác không gặp may). Gặp may không có nghĩa là một nhà dự báo thực sự có khả năng tiếp tục thắng thị trường. (Một ngoại lệ chứng minh quy tắc đó được bàn đến trong Bài đọc thêm 29.1).

BÀI ĐỌC THÊM 29.1

Một ngoại lệ chứng minh quy tắc : Ivan Boesky

Thuyết thị trường hữu hiệu chỉ ra rằng những nhà phân tích tài chính không có khả năng thắng thị trường. Song đó đúng là điều mà Ivan Boesky đã làm được cho đến trước 1986, khi ông ta được SEC giao cho việc kiểm lợi nhuận không chính đáng (nghe đồn là hàng trăm triệu) bằng cách kinh doanh thông tin nội bộ. Trong một lần ra tòa, Boesky bị cấm không được kinh doanh chứng khoán, bị phạt 100 triệu đôla và ngồi tù 3 năm. Nếu thị trường chứng khoán là có hiệu quả, thì SEC có thể khiếu nại một cách chính đáng rằng Boesky có khả năng thắng thị trường hay không ? Câu trả lời là "có".

Ivan Boesky là người thành công nhất trong những người gọi là ác bất (tên gọi tắt của từ người đầu cơ ác bất) đã thu được hàng trăm triệu lợi nhuận cho bản thân họ và cho khách hàng của họ bằng cách đầu tư vào cổ phiếu của các công ty sắp sửa bị các công ty khác mua với giá cao hơn giá thị trường.

Thắng lợi liên tục của Boesky được bàn

đầu bằng một thỏa thuận theo đó ông ta trả tiền mặt (đôi khi một vali tiền) cho Dennis Levine, một ngân hàng đầu tư có thông tin nội bộ về việc lúc nào thì tiến hành việc mua lại bởi vì ngân hàng của anh ta thỏa thuận tài trợ cho giao dịch này. Khi Levine phát hiện ra rằng một hãng đang định mua lại, thì anh ta báo cho Boesky, ông này mua cổ phiếu của công ty bị mua lại và sau đó bán lại cổ phiếu khi giá lên.

Khả năng của Boesky thu được hàng triệu đôla năm này sang năm khác trong thập kỷ 80 là một ngoại lệ chứng minh quy tắc là những nhà phân tích tài chính không thể liên tục vượt qua thị trường song nó bảo vệ sự khiếu nại của thị trường hữu hiệu rằng chỉ thông tin không hữu hiệu đối với thị trường mới có thể cho phép nhà đầu tư làm như vậy. Boesky lợi dụng việc biết được tin mua lại trước tất cả những người khác trên thị trường do vậy mà thông tin của ông ta là không có hiệu lực đối với thị trường.

Chắc là không có kết luận nào khác được sinh viên đón nhận với nhiều hoài nghi hơn là kết luận này khi lần đầu tiên họ nghe đến nó. Tất cả chúng ta có nghe hoặc đã từng nghe về một người nào đó đã thành công trên thị trường cổ phiếu trong nhiều năm. Chúng ta ngạc nhiên tại làm sao mà một người nào đó lại thành công vững chắc đến như vậy nếu anh ta không biết dự đoán khi nào thì lợi tức sẽ lên cao bất thường. Câu chuyện sau đây, được đăng trên báo, minh họa tại sao chúng cứ có tính giai thoại đó lại không đáng tin cậy.

Một nghệ sĩ làm giàu nhanh nhờ sáng chế ra trò lừa bịp sau đây : Mỗi tuần anh ta viết hai bức thư. Trong thư A anh ta đoán đội bóng A sẽ thắng một trận bóng, và trong thư B anh ta lại đoán đội đối phương (B). Một số người sẽ chia ra làm hai nhóm - và anh ta gửi thư A cho một nhóm và thư B cho nhóm kia. Tuần sau anh ta lại làm như vậy, nhưng gửi những thư đó chỉ cho nhóm nào đã nhận thư thứ nhất có dự đoán đúng. Sau khi làm như vậy trong 10 trận đấu, anh ta có được một nhóm nhỏ những người nhận được thư có dự đoán đội thắng đúng của mỗi trận đấu. Sau đó anh ta gửi một bức thư cuối cùng cho họ. Anh ta tuyên bố là bởi vì anh ta, cuối cùng, đương nhiên là một nhà tiên đoán giỏi kết quả các trận đấu bóng (anh ta đã chọn các đội thắng trong 10 trận thành một dãy) và bởi vì dự đoán của anh ta là có lợi cho những người đánh cá trận đấu mà nhận được thư của anh, nên anh ta sẽ tiếp tục gửi dự đoán của mình chỉ khi nào anh ta được trả một khoản tiền khá lớn. Khi một trong các khách hàng của anh ta hình dung được việc làm của anh ta thì anh chàng lừa bịp bị khởi tố và bị bắt giam.

Câu chuyện cho ta bài học gì ? Ngay cả nếu không có người dự báo nào là người dự đoán chính xác của thị trường thì bao giờ cũng sẽ có một nhóm người thắng trận. Một người thường xuyên đoán đúng trong quá khứ, không thể bảo đảm là sẽ đoán đúng trong tương lai. Lưu ý rằng một nhóm những người thua cuộc dai dẳng, nhưng bạn rất hiếm khi nghe về họ, bởi vì không ai đi khoe khoang về kỷ lục dự báo tồi.

Bạn có hoài nghi về những tin mách sốt dẻo hay không ?

Giả dụ người môi giới của bạn gọi điện thoại mách cho bạn một tin nóng hổi để mua cổ phiếu của công ty Happy Feet Corporation (HFC) bởi vì công ty vừa mới sản xuất một sản phẩm hoàn toàn có hiệu quả cho vận động viên chạy đua. Giá cổ phiếu chắc chắn sẽ tăng lên. Bạn có nghe theo lời khuyên của anh ta và mua cổ phiếu của HFC không ?

Thuyết thị trường hữu hiệu, chỉ ra rằng bạn sẽ hoài nghi tin đó. Nếu thị trường cổ phiếu có hiệu quả, thì nó đã định giá cổ phiếu của HFC sao cho lợi tức

dự tính của cổ phiếu sẽ bằng lợi tức dự tính thặng bằng. Tin mạch nóng không có giá trị đặc biệt và không có khả năng cho phép bạn thu được một lợi tức cao bất thường.

Song le, bạn có thể ngạc nhiên nếu tin mạch nóng là dựa trên một thông tin mới và sẽ cho bạn một lợi thế hơn tất cả những người khác trên thị trường. Nếu những người khác trên thị trường có được tin đó trước bạn, thì câu trả lời là "không". Ngay khi mà thông tin đó ra đến đường phố, thì thời cơ lợi nhuận chưa khai thác mà thông tin đó đem lại sẽ nhanh chóng bị loại bỏ. Giá cổ phiếu đã phản ánh thông tin và bạn chỉ hy vọng thực hiện được lợi tức thặng bằng. Mặt khác, nếu như bạn là một trong những người đầu tiên biết thông tin mới ấy (như Ivan Boesky, xem Bài đọc thêm 29.1), thì nó có thể ít nhiều có lợi cho bạn. Chỉ lúc đó bạn mới có thể là một trong những người gặp may, mà, nói chung, sẽ thu được một lợi tức cao không bình thường bằng cách giúp cho việc loại bỏ thời cơ lợi nhuận bằng cách mua cổ phiếu HFC.

Chứng cứ. Bởi vì đa số các tin mạch và thì thâm truyền từ tai này đến tai khác, cho nên không thể thu thập dữ liệu về tần số mà tin đó cho phép người ta thu được lợi tức cao bất thường. Bởi vì rất ít có thể là những tin mạch của những nhà phân tích tài chính còn tốt hơn những lời khuyến nghị của họ công bố, cho nên chứng cứ mà chúng ta đã trình bày chỉ ra rằng các nhà phân tích tài chính không thắng được thị trường và các tin mạch không thể có nhiều giá trị.

Giá cả cổ phiếu có theo một bước đi ngẫu nhiên hay không ?

Thuật ngữ **bước đi ngẫu nhiên** mô tả những chuyển động của một biến số mà không thể dự đoán được những thay đổi của nó trong tương lai (là ngẫu nhiên) bởi vì, cho một giá trị hiện nay, biến số có thể tăng mà cũng có thể giảm. Một hàm ý quan trọng của thuyết thị trường hữu hiệu là giá cổ phiếu phải theo gần sát bước đi ngẫu nhiên ; nghĩa là *thay đổi tương lai trong giá cổ phiếu sẽ được dự đoán được vì mọi mục đích thực tiễn*. Hàm ý của bước đi ngẫu nhiên từ thuyết thị trường hữu hiệu là một điều thường được nêu lên nhiều nhất trên báo chí bởi vì nó dễ hiểu nhất đối với công chúng. Trên thực tế, khi người ta nêu lên "thuyết bước đi ngẫu nhiên của giá cổ phiếu", thì cái mà người ta muốn nói đến là thuyết thị trường hữu hiệu. Có thể chứng minh được trường hợp của giá cổ phiếu chuyển động ngẫu nhiên. Giả định là người ta có thể dự đoán rằng giá cổ phiếu HFC sẽ tăng 1% trong tuần tới. Vậy thì tỷ lệ dự đoán của tiền thu được về vốn và tỷ lệ lợi tức cổ phiếu HFC sẽ tăng lên 50% nam. Bởi vì điều đó rất có thể cao hơn rất nhiều so với tỷ lệ thặng bằng của lợi tức về cổ phiếu HFC

($RET^f > RET^*$), thuyết thị trường hữu hiệu chỉ ra rằng người ta sẽ mua ngay cổ phiếu đó và đẩy giá hiện thời của nó lên. Hành động sẽ chỉ dừng lại khi sự thay đổi có thể dự đoán được trong giá cả tụt xuống gần không, do vậy $RET^f = RET^*$.

Tương tự, nếu như người ta không có thể dự đoán rằng giá của cổ phiếu HFC sẽ giảm xuống 1%, thì tỷ lệ dự đoán về lợi tức sẽ hoàn toàn là âm ($RET^f < RET^*$) và người ta lập tức bán đi. Thời giá sẽ giảm xuống cho đến khi mà sự thay đổi có thể dự đoán được trong giá cả tăng lên trở lại đến gần không, tại đó điều kiện thị trường hữu hiệu lại đạt được. Thuyết thị trường hữu hiệu gợi ý rằng thay đổi có thể dự đoán được trong giá cả cổ phiếu sẽ gần bằng không đưa đến kết luận là giá cổ phiếu nói chung theo một bước đi ngẫu nhiên⁽⁴⁾.

Chứng cứ. Có hai loại thử nghiệm mà các nhà kinh tế thường dùng để khảo sát giả thuyết về giá cổ phiếu theo một bước đi ngẫu nhiên. Trước tiên, các nhà kinh tế xem xét các ghi chép của thị trường cổ phiếu để xem thử nếu thay đổi trong giá cổ phiếu có thể được dự đoán bằng cách sử dụng những thay đổi trước đây. Đặc biệt là họ khảo sát xem những thay đổi trong giá cả cổ phiếu có liên hệ mật thiết với những thay đổi trước đây hay không. Loại thử nghiệm thứ hai xem xét dữ liệu để xem thử liệu các thông tin khác sẵn sàng cho công chúng dùng, ngoài giá cổ phiếu trước đây, có thể được sử dụng để dự đoán những thay đổi hay không. Các thử nghiệm này có phần nào rõ ràng hơn, bởi vì thông tin khác ngoài dữ liệu về giá cả cổ phiếu (chẳng hạn tăng trưởng cung tiền tệ, chi tiêu của chính phủ, lãi suất, lợi nhuận công ty) có thể được dùng để hỗ trợ cho việc dự toán lợi tức về cổ phiếu. Kết quả của hai loại thử nghiệm này nói chung xác nhận quan điểm thị trường hữu hiệu rằng giá cổ phiếu không thể dự đoán trước và theo bước đi ngẫu nhiên.⁽⁵⁾

(4) Lưu ý rằng sự vận động của bước đi ngẫu nhiên của giá cả cổ phiếu chỉ là một sự phỏng theo thuyết thị trường hữu hiệu. Nó chỉ hoàn toàn đúng cho một cổ phiếu mà vì nó có một giá cả không thay đổi dẫn đến việc nó mang lại lợi tức bằng không. Do vậy, khi thay đổi có thể dự đoán được trong giá cổ phiếu đúng là bằng không, thì $RET^f = RET^*$.

(5) Thử nghiệm loại thứ nhất chỉ sử dụng dữ liệu thị trường cổ phiếu được coi như là một thực nghiệm của "tính hiệu quả loại hình yếu" bởi vì thông tin có thể được dùng để dự đoán giá cổ phiếu bị giới hạn trong các dữ liệu về giá cả đã qua. Loại thử nghiệm thứ hai được gọi là thử nghiệm của "tính hiệu quả loại hình bán kiên cố" bởi vì thông tin được mở rộng bao gồm mọi thông tin có sẵn cho công chúng mà không chỉ là giá cổ phiếu đã qua. Có một loại thử nghiệm thứ ba gọi là thử nghiệm của "tính hiệu quả loại hình kiên cố" bởi vì thông tin bao gồm thông tin nội bộ, nghĩa là, thông tin mà chỉ những người chủ công ty mới được biết, chẳng hạn như khi họ dự kiến tuyên bố một cổ tức cao. Những thử nghiệm loại hình kiên cố đó đôi khi chỉ ra rằng thông tin nội bộ có thể được sử dụng để dự đoán thay đổi trong giá cổ phiếu. Tuy nhiên, sự phát hiện này không mâu thuẫn với thuyết thị trường hữu hiệu bởi vì thông tin này không có sẵn sàng cho thị trường dùng và do vậy có thể không được phản ánh vào giá cả thị trường. Trên thực tế có những luật lệ chống việc sử dụng thông tin nội bộ để giao dịch trên thị trường tài chính.

Có phải giá cổ phiếu tăng lên khi có tin tức tốt hay không ?

Nếu bạn theo dõi thị trường cổ phiếu, bạn có thể nhận thấy hiện tượng lúng túng sau đây. Khi những tin tức tốt về một cổ phiếu được thông báo (chẳng hạn, một báo cáo về thu nhập đặc biệt tốt), thì giá cả của cổ phiếu thường không tăng. Thuyết thị trường hữu hiệu và sự vận động bước đi ngẫu nhiên của giá cổ phiếu giải thích hiện tượng này.

Bởi vì thay đổi trong giá cổ phiếu là không thể đoán trước được cho nên khi thông tin được công bố rằng đã được thị trường dự tính, thì giá cổ phiếu sẽ đứng yên. Việc tuyên bố không có bất kỳ thông tin mới nào có thể dẫn đến việc giá cổ phiếu thay đổi. Nếu đó không phải là trường hợp như vậy và việc tuyên bố đưa đến giá cổ phiếu thay đổi thì có nghĩa là thay đổi đó có thể dự đoán được. Bởi vì điều đó tự loại bỏ trên một thị trường hữu hiệu cho nên *giá cổ phiếu sẽ đáp lại lời công bố chỉ khi nào thông tin về những tuyên bố đó là mới* nghĩa là, nó chưa được dự tính. Nếu một tuyên bố đã được dự tính thì không có sự đáp lại của giá cổ phiếu.

Đôi khi giá cổ phiếu giảm xuống, khi tin tức tốt được loan báo. Mặc dù điều đó dường như có phần nào lạ thường, nhưng nó hoàn toàn phù hợp với sự vận động của một thị trường hữu hiệu. Giả định là mặc dù tin tức loan báo là tốt, nhưng nó không tốt như thị trường dự tính. Lợi tức của HFC có thể tăng 15%, nhưng nếu thị trường dự tính tiến tới tăng 20%, thì thông tin mới nằm trong thông báo thực sự là không có lợi và giá cổ phiếu sụt xuống.

Chứng cứ. Chứng cứ nêu lên rằng giá cổ phiếu theo bước đi ngẫu nhiên, gợi ý rằng giá cổ phiếu thường thường không tăng khi tin tức tốt được loan báo. Chứng cứ rằng điều đó xảy ra thậm chí còn thấy rõ hơn. Chúng ta thường thấy những bài báo mới kiểu như bài đăng trong Bài đọc thêm, Theo dòng tin tài chính hoặc có dấu đề như dưới đây trong *Thời báo New York* ngày 15 tháng 10 năm 1987 (vừa mới ngay trước cuộc sụp đổ ngày Thứ hai đen) :

NHỮNG KHOẢNG CÁCH THƯƠNG MẠI CỎ HỢP IT HON
LÀ MONG ĐỢI : THỊ TRƯỜNG CHỈM SẤU XUỐNG
CHỈ SỐ DOWN JONES GIẢM XUỐNG KỶ LỤC 95,46

Việc phân tích kỹ thuật có đáng bỏ công không ?

Một kỹ thuật phổ biến được dùng để dự đoán giá cổ phiếu là nghiên cứu dữ liệu giá cổ phiếu đã qua và tìm kiếm khuôn mẫu như xu hướng và các chu kỳ đều đặn trong giá cổ phiếu. Tùy thuộc vào khuôn mẫu nào xuất hiện, thì quy tắc mua bán cổ phiếu vào lúc nào được lập nên. Phương pháp dự báo này gọi là "phân tích

kỹ thuật" và trước đây (khoảng 20 năm) nó được rất nhiều người trong giới tài chính nghe theo. Bây giờ thì ít người nghe theo hơn bởi vì sự phát triển của thuyết thị trường hữu hiệu gợi ý rằng sự phân tích kỹ thuật là một sự lãng phí thời giờ. Cách đơn giản nhất để hiểu tại sao phải dùng kết quả của bước đi ngẫu nhiên là rút ra từ thuyết thị trường hữu hiệu, cho rằng dữ liệu về giá cổ phiếu đã qua không thể giúp cho việc dự đoán sự thay đổi. Do đó, phân tích kỹ thuật dựa trên dữ liệu như vậy để dự báo không thể thành công trong việc dự báo thay đổi của giá cổ phiếu.

Chứng cứ. Có hai loại thử nghiệm trực tiếp dựa vào giá trị của việc phân tích kỹ thuật. Loại thứ nhất tiến hành việc phân tích thử nghiệm được mô tả trước đây để đánh giá việc thực hiện của một nhà phân tích tài chính, kỹ thuật hay phân tích khác. Kết quả đúng như thuyết thị trường hữu hiệu dự đoán : các nhà phân tích kỹ thuật cũng không gặp may hơn những nhà phân tích tài chính khác ; nói chung họ không vượt qua thị trường, và những ghi chép của những dự đoán thành công trước đây không chỉ cho thấy rằng những dự báo của họ sẽ vượt qua thị trường trong tương lai. Loại thử nghiệm thứ hai (trước tiên do Sydney Alexander tiến hành) sử dụng các quy tắc được phát triển trong cách phân tích kỹ thuật về việc lúc nào mua và bán cổ phiếu và áp dụng chúng vào dữ liệu mới. Việc thực hiện những quy tắc đó lúc bấy giờ được đánh giá bằng lợi nhuận thu được khi sử dụng những quy tắc đó. Kết quả của những thử nghiệm đó cũng không có lợi cho cách phân tích kỹ thuật. Phân tích kỹ thuật không vượt qua toàn bộ thị trường.

THEO DÒNG TÍN TÀI CHÍNH

Thị trường chứng khoán

Bên cạnh những thông tin về giá chứng khoán được mua bán trên thị trường chứng khoán New York và trên thị trường chứng khoán Mỹ trên các thị trường vùng và qua ghi sê, tạp chí Wall Street đăng hàng ngày hai cột lớn về sự phân tích thị trường chứng khoán. Cột "tin vĩa hè" (Heard on the Street) viết về việc các nhà phân tích tài chính đã nói cái gì về chứng khoán cá

nhân, trong khi cột "nắm bắt thị trường" (Abreast of the market) đánh giá cái gì xảy ra cho chung cả thị trường. Hai cột này lúc nào cũng nằm ở trang 1 hoặc trang 2 của phần 3, C, của tạp chí !

Điều mà bài báo này nói về quan hệ giữa báo cáo khoán lác về thu nhập với giá chứng khoán có phù hợp với thuyết thị trường hữu hiệu hay không ?

Quy tắc của thị trường hữu hiệu đối với nhà đầu tư

Lời khuyên nghị chung của thuyết thị trường hữu hiệu cho nhà đầu tư là phải đầu tư như thế nào vào thị trường chứng khoán? Thuyết ấy nói cho chúng ta biết rằng những tin mách nóng, những lời khuyên của các nhà phân tích tài chính công bố và sự phân tích kỹ thuật - tất cả những cái đó sử dụng thông tin đã công bố công khai - không thể giúp nhà đầu tư vượt qua thị trường. Thật vậy, nó chỉ ra rằng người đầu tư nào mà không có thông tin tốt hơn những người tham gia khác trên thị trường không thể mong đợi thắng thị trường. Vậy thì bạn làm gì?

Thuyết thị trường hữu hiệu đưa đến kết luận rằng một nhà đầu tư như vậy (và hầu hết chúng ta nằm trong loại này) sẽ không cố gắng cho mình là khôn hơn thị trường bằng cách không ngừng mua và bán chứng khoán. Kết quả duy nhất của quá trình này là nhà đầu tư sẽ làm cho người môi giới của anh ta giàu hơn bằng cách trả một khoản phí hoa hồng môi giới lớn⁽⁶⁾. Thay vào đó, nhà đầu tư sẽ theo đuổi "chiến lược mua và giữ", nghĩa là mua chứng khoán và giữ chứng khoán đó trong một thời gian dài. Điều này, bình quân sẽ đưa lại lợi tức như nhau, nhưng lợi nhuận ròng của nhà đầu tư sẽ cao hơn bởi vì sẽ tốn ít phí hoa hồng hơn⁽⁷⁾.

Đó thường xuyên là một chiến lược nhạy cảm đối với một nhà đầu tư cỡ nhỏ, mà chi phí quản lý danh mục chứng khoán có thể cao hơn quy mô của nó, để mua chứng khoán của một quỹ tương tế hơn là mua chứng khoán cá nhân. Bởi vì thuyết thị trường hữu hiệu chỉ ra rằng không có quỹ tương tế nào có thể chắc chắn vượt qua thị trường, cho nên một nhà đầu tư sẽ không mua của một quỹ có phí quản lý cao hoặc phải trả phí hoa hồng cho môi giới. Anh ta sẽ mua của một quỹ tương tế không có phí hoa hồng (gọi là trái khoán miễn hoa hồng), quỹ này cũng có phí quản lý thấp.

Như chúng ta đã thấy, chứng cứ hầu hết không có ngoại lệ, ủng hộ mạnh mẽ thuyết thị trường hữu hiệu trên thị trường chứng khoán. Quy tắc cơ bản được phác họa ở đây, đối với nhà đầu tư là một quy tắc được sự ủng hộ khoa học hơn (xem Bài đọc thêm 29.2)

(6) Nhà đầu tư cũng có thể phải trả cho chính phủ thuế thu nhập về vốn đối với mọi lợi nhuận thu được khi chứng khoán được bán đi - thêm một lý do nữa tại sao liên tục mua và bán chứng khoán không có ý nghĩa gì.

(7) Như chúng ta đã thấy trong Chương 5, nhà đầu tư cũng có thể giảm rủi ro đến mức tối thiểu bằng cách gửi và đa dạng hóa danh mục chứng khoán. Sẽ tốt hơn đối với nhà đầu tư, khi anh ta theo đuổi chiến lược mua và giữ một danh mục chứng khoán đa dạng, hay chứng khoán đa dạng của một quỹ tương tế.

BÀI ĐỌC THÊM 29.2

Cuộc sụp đổ thị trường chứng khoán năm 1987 nói với chúng ta điều gì về dự tính hợp lý và thị trường hữu hiệu ?

Một vài nhà kinh tế gợi ý rằng cuộc sụp đổ thị trường chứng khoán ngày 19 tháng 10 năm 1987 đặt ra cho chúng ta câu hỏi về hiệu lực của thị trường hữu hiệu và dự tính hợp lý. Họ không tin rằng một địa điểm thị trường hợp lý có thể gây nên một sự biến động rộng lớn như vậy trong giá cổ phiếu. Cuộc sụp đổ thị trường chứng khoán làm cho chúng ta nghi ngờ đến mức độ nào về hiệu lực của dự tính hợp lý và thuyết thị trường hữu hiệu ?

Không có cái gì trong dự tính hợp lý và thuyết thị trường hữu hiệu loại bỏ được những thay đổi lớn trong một ngày trong giá chứng khoán. Một sự thay đổi rộng lớn của giá chứng khoán có thể là kết quả của một thay đổi bị thăm trong dự hán tối ưu về việc đánh giá tương lai các hãng. Có thể có nhiều cách giải thích tại sao những dự tính về giá trị tương lai của các hãng lại tụt xuống một cách thảm hại vào ngày 19 tháng 10 năm 1987 : những thay đổi trong Quốc hội nhằm hạn chế việc mua lại công ty, thất vọng trong việc thực hiện giảm thâm hụt thương mại, Quốc hội không giảm mạnh được thâm hụt ngân sách, nỗi lo sợ lạm phát tăng lên, đồng

đôla giảm giá, và nỗi lo sợ khó khăn tài chính trong giới ngân hàng. Tuy nhiên, có một hoài nghi kéo dài những nhân tố không phải là những nhân tố cơ bản của thị trường (những nhân tố ảnh hưởng trực tiếp đến triển vọng thu nhập tương lai của các hãng) có thể có ảnh hưởng đến giá chứng khoán. Các nhà phân tích thường cho tâm lý thị trường, chẳng hạn, có một vai trò lớn trong vấn đề này.

Một bài học có thể rút ra từ vụ sụp đổ có thể là thị trường chứng khoán không hoàn toàn được điều khiển bởi các nhân tố cơ bản của thị trường và rằng tâm lý thị trường hoặc cấu trúc thể chế của địa điểm thị trường có thể ảnh hưởng đến giá chứng khoán. Tuy nhiên, không có cái gì trong quan điểm này có thể bác bỏ lập luận cơ bản về thị trường hữu hiệu hoặc thuyết dự tính hợp lý rằng những người tham gia thị trường khai trừ thời cơ lợi nhuận chưa khai thác. Do vậy, ngay cả khi mặc dù giá chứng khoán không phải bao giờ cũng chỉ phản ánh những nhân tố cơ bản của thị trường, thì những hàm ý của thuyết dự tính hợp lý và thị trường hữu hiệu được nhấn mạnh trong bài vẫn có thể có giá trị

CHỨNG CỨ VỀ DỰ TÍNH HỢP LÝ TRÊN NHỮNG THỊ TRƯỜNG KHÁC

Chứng cứ trên các thị trường tài chính khác cũng ủng hộ thuyết thị trường hữu hiệu và do đó tính hợp lý của các dự tính. Ví dụ, có ít chứng cứ rằng những nhà phân tích tài chính có khả năng vượt qua thị trường trái khoán. Lợi tức về trái khoán thể hiện là phù hợp với điều kiện thị trường hữu hiệu của Phương trình (29.5).

Tuy nhiên, tính hợp lý của các dự tính rất khó thử nghiệm trên các thị trường ngoài thị trường tài chính bởi vì các dữ liệu giá cả phản ánh các dự tính không sẵn sàng được sử dụng. Đa số các thử nghiệm thông dụng về các dự tính hợp lý trên những thị trường đó sử dụng các dữ liệu quan sát các dự báo của những người tham gia thị trường. Ví dụ, một công trình nghiên cứu nổi tiếng của James Pesando sử dụng tư liệu quan sát các dự tính lạm phát được thu thập từ những nhà kinh tế nổi tiếng và của những nhà dự báo lạm phát. Trong tài liệu quan sát này, những người đó được hỏi là họ dự đoán cái gì sẽ xảy ra đối với tỷ lệ lạm phát trong 6 tháng tới và trong năm tới. Bởi vì thuyết dự tính hợp lý hàm ý rằng những sai lầm dự báo bình quân sẽ là không và không thể đoán trước được, cho nên những thử nghiệm của thuyết này kéo theo câu hỏi là liệu rằng những sai lầm dự báo trong một việc quan sát có thể được đoán trước hay không bằng cách sử dụng thông tin sẵn sàng công khai cho mọi người dùng. Chứng cứ từ các công trình nghiên cứu của Pesando và từ những công trình nghiên cứu sau đó có hơi lẫn lộn một chút. Đôi khi những sai lầm trong dự báo không thể đoán trước được và khi khác thì lại đoán trước được. Chứng cứ không được vững chắc đối với thuyết dự tính hợp lý như là chứng cứ từ thị trường tài chính.

Sự việc là các sai lầm về dự báo của những quan sát thường không đoán trước được có gợi ý rằng chúng ta nên vứt bỏ thuyết dự tính hợp lý trên những thị trường khác hay không? Câu trả lời là "không nhất thiết". Một vấn đề về chứng cứ này là các dữ liệu dự tính là lấy từ các quan sát chứ không phải từ những quyết định kinh tế thực sự của những người tham gia thị trường. Đó là một sự chỉ trích nghiêm trọng đối với chứng cứ này. Những giải đáp của việc quan sát không phải lúc nào cũng đáng tin cậy. Ví dụ, khi người ta được hỏi: họ xem tivi bao nhiêu lâu trong ngày, thì ai cũng biết là câu trả lời là thấp hơn số thì giờ thực tế dùng để xem tivi. Không bao giờ người ta nói thật về những cảnh họ xem. Thường thường họ nói họ xem balê trên tivi công cộng. Chúng ta biết rằng hiện nay, người ta đang xem trò chơi xổ số, chứ không phải là xem balê. Vậy đúng thực là có bao nhiêu người thừa nhận là mình thường xuyên xem mục "xổ số".

Một vấn đề thứ hai của chứng cứ quan sát là sự vận động của thị trường cũng có thể bị ảnh hưởng bởi những dự tính của tất cả những người tham gia quan sát, làm cho chứng cứ quan sát là một sự hướng dẫn tồi của sự vận động của thị trường. Ví dụ, chúng ta đã thấy rằng giá cả trên thị trường tài chính vận động như là các dự tính là hợp lý ngay cả mặc dù nhiều người tham gia thị trường không có dự tính hợp lý.

Bằng chứng chưa phải là quyết định đối với thuyết dự tính hợp lý trên các thị trường ngoài thị trường tài chính. Tuy nhiên, một kết luận quan trọng được chứng cứ quan sát ủng hộ, là *nếu có một sự thay đổi trong cách mà một biến số chuyển động, thì cách mà các dự tính của biến số đó được hình thành sẽ cũng thay đổi.*

TÓM TẮT

1. Một tạp chí về các vấn đề trong công trình nghiên cứu về tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính cho thấy rằng các dự tính là quan trọng đối với hầu hết vận động kinh tế.

2. Thuyết các dự tính hợp lý phát hiện rằng dự tính sẽ không khác dự báo tối ưu (cách phỏng đoán tốt nhất về tương lai) sử dụng mọi thông tin có sẵn. Thuyết dự tính hợp lý có ý nghĩa bởi vì nó tốn kém đối với ai không có dự báo tốt nhất về tương lai. Hai hàm ý quan trọng của thuyết đó là : (1) nếu có một sự thay đổi trong cách vận động của một biến số, thì cách mà các dự tính của biến số đó được hình thành cũng sẽ thay đổi và (2) những sai lầm dự báo của các dự tính là không thể đoán trước được.

3. Thuyết thị trường hữu hiệu và sự vận dụng các dự tính hợp lý vào việc định giá cả chứng khoán trên thị trường tài chính. Giá hiện hành của chứng khoán sẽ phản ánh hoàn toàn mọi thông tin có sẵn bởi vì trên một thị trường hữu hiệu thì mọi cơ hội lợi nhuận chưa khai thác đều bị loại bỏ. Việc loại bỏ cơ hội lợi nhuận chưa khai thác cần thiết cho một

thị trường tài chính có hiệu quả không đòi hỏi rằng mọi người tham gia thị trường phải được thông tin tốt và có những dự tính hợp lý.

4. Thuyết thị trường hữu hiệu chỉ ra rằng các tin mạch nóng, các lời khuyến nghị được công bố của những người phân tích tài chính, và việc phân tích kỹ thuật không thể giúp nhà đầu tư vượt qua thị trường. Quy tắc đối với các nhà đầu tư là theo đuổi chiến lược mua và giữ, nghĩa là, mua chứng khoán và giữ trong một thời gian dài. Chứng cứ thực nghiệm nói chung ủng hộ thuyết thị trường hữu hiệu trên thị trường chứng khoán.

5. Mặc dù chứng cứ ủng hộ những dự tính hợp lý trên thị trường tài chính là vững chắc, nhưng chứng cứ trên các thị trường khác thì càng lẫn lộn hơn. Tuy nhiên, ngay cả đối với những thị trường đó, cũng có sự ủng hộ cho kết luận về dự tính hợp lý rằng sự thay đổi trong cách chuyển động của một biến số sẽ thay đổi cách mà các dự tính của biến số được hình thành. ...

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

*1. Trả lời đúng, sai, hoặc không chắc chắn : "Những dự đoán về lạm phát của những người dự báo rõ ràng là không chính xác. Do vậy các dự tính về lạm phát của họ không thể là hợp lý".

2. "Hễ khi nào tuyết rơi, Joe Commuter ngủ dậy buổi sáng, thì ông ta đoán sai thời gian ông ta lái xe đi làm. Còn lúc khác thì ông ta dự tính hoàn toàn đúng. Bởi vì tuyết rơi mười năm một lần tại nơi mà Joe sống,

cho nên các dự tính hầu hết lúc nào cũng hoàn toàn chính xác". Các dự tính của Joe có hợp lý không ? Tại sao có hoặc tại sao không ?

*3. Nếu một nhà dự báo hàng ngày bỏ ra nhiều giờ để nghiên cứu các dữ liệu nhằm dự báo lãi suất nhưng các dự tính của anh ta không chính xác như dự đoán rằng lãi suất ngày mai sẽ đúng y như lãi suất ngày hôm nay, thì dự tính của anh ta có hợp lý không ?

4. Trả lời đúng, sai, hoặc không chắc chắn ; "Nếu giá chứng khoán không đi theo bước ngẫu nhiên, thì sẽ có thời cơ lợi nhuận chưa khai thác trên thị trường".

*5. Trong Chương 27 bạn đã nghiên cứu tại sao giá chứng khoán có thể tăng trong khi cung tiền tệ tăng. Có phải điều đó có nghĩa là khi bạn thấy cung tiền tệ giảm mạnh xuống trong tuần trước thì bạn sẽ mua chứng khoán hay không ? Tại sao có hoặc tại sao không ?

6. Nếu công chúng dự tính một công ty bị lỗ 5 đôla một cổ phiếu trong quý này và thực tế nó lỗ 4 đôla, thì cái nào là lỗ nhiều nhất trong lịch sử của công ty, thuyết thị trường hữu hiệu nói lên cái gì sẽ xảy ra cho giá chứng khoán khi khoản lỗ 4 đôla được công bố.

*7. Nếu tôi đọc trong tạp chí *Wall Street* rằng "đồng tiền khôn khéo", trên *Wall Street* dự tính giá chứng khoán giảm xuống, thì tôi có nghe theo lời khuyên đó không và đem bán tất cả chứng khoán của tôi ?

8. Nếu năm lời khuyên nghị mua và bán trước đây của anh tôi là đúng, thì liệu tôi có nghe theo lời khuyên của anh ta không ?

*9. Một người có thể dự tính là giá của IBM tăng lên 10% trong tháng sau hay không nếu các dự tính của anh ta là hợp lý ?

10. Trả lời đúng, sai, hoặc không chắc chắn : "Nếu đa số các người tham gia thị trường trên thị trường chứng khoán không theo cái gì đang xảy ra đối với các tổng lượng tiền tệ, thì giá của cổ phiếu thường sẽ không phản ánh đầy đủ thông tin về chúng".

*11. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn : "thị trường hữu hiệu là một thị trường mà tại đó không một ai đã từng lợi dụng được việc có thông tin tốt hơn những người khác".

12. Nếu việc tăng trưởng tiền tệ cao hơn được đi liền với lạm phát tương lai cao hơn, và tăng trưởng tiền tệ được công bố trở nên cực kỳ cao nhưng vẫn ít hơn mức dự tính, thì bạn sẽ cho rằng cái gì sẽ xảy ra trong giá cả của trái khoán dài hạn ?

CHƯƠNG 30

Dự tính hợp lý : Những hàm ý đối với chính sách

LỜI DẪN

Sau Thế chiến II, các nhà kinh tế được vũ trang bằng các mô hình của Keynes (ví dụ, mô hình ISLM) mô tả các chính sách của nhà nước được sử dụng như thế nào để điều chỉnh thất nghiệp và sản phẩm, cảm thấy rằng các chính sách năng động có thể giảm nhẹ tính nghiêm trọng của các biến động chu kỳ kinh doanh mà không gây nên lạm phát. Trong thập kỷ 60 và 70 các nhà kinh tế này đã gặp may mắn để áp dụng các chính sách của mình vào thực tiễn (xem Chương 28), nhưng kết quả không phải như họ dự đoán. Kết quả kinh tế ghi được trong thời kỳ này không phải là đáng vui mừng : lạm phát tăng nhanh, với tỷ lệ thường lên trên 10%, trong khi tình hình thất nghiệp xấu đi từ tình hình của năm 1950 ⁽¹⁾.

Trong thập kỷ 70 và 80 các nhà kinh tế như Robert Lucas và Thomas Sargent, mà hiện nay là ở Trường Đại học Chicago, áp dụng thuyết dự tính hợp lý để xem xét tại sao các chính sách năng động lại thể hiện tồi. Cách phân tích của họ gieo nghi ngờ về việc những mô hình kinh tế vĩ mô có thể được dùng để đánh giá tác động tiềm tàng của chính sách hay không hoặc chính sách có thể có hiệu quả hay không nếu công chúng dự tính là chính sách đó sẽ được thực hiện. Bởi vì việc

(1) Tuy nhiên một vài trường hợp xấu đó có thể quy cho là do các cú sốc cung tăng năm 1973-1975 và 1978-1980.

phân tích của Lucas và Sargent đã có những hàm ý mạnh mẽ đối với cách chỉ đạo chính sách cho nên nó được gọi là "cuộc cách mạng về dự tính hợp lý"

Chương này xem xét việc phân tích đằng sau cuộc cách mạng dự tính hợp lý : Trước tiên chúng ta bắt đầu với việc "phê phán của Lucas", nó chỉ ra rằng bởi vì các dự tính là quan trọng trong vận động kinh tế, cho nên có thể hoàn toàn khó khăn để biết được kết quả của chính sách năng động là như thế nào. Sau đó chúng ta bàn luận về ảnh hưởng của dự tính hợp lý đối với việc phân tích tổng cung và tổng cầu trình bày trong Chương 26 bằng cách khảo sát 3 mô hình, những mô hình này thể hiện các dự tính bằng các cách khác nhau.

Sự so sánh ba mô hình ấy với nhau chỉ ra rằng việc tồn tại các dự tính hợp lý làm cho các chính sách năng động ít có thể thành công và nêu lên vấn đề sự tín nhiệm như là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến kết quả của chính sách. Theo các dự tính hợp lý thì một nhân tố chính yếu cho thành lợi của chính sách chống lạm phát là sự tín nhiệm của công chúng đối với chính sách. Cuộc cách mạng dự tính hợp lý hiện nay nằm ở trung tâm các cuộc tranh luận về học thuyết tiền tệ, học thuyết này có những hàm ý quan trọng đối với việc chính sách tiền tệ và chính sách tài chính phải được chỉ đạo như thế nào.

VIỆC PHÊ PHÁN CỦA LUCAS VỀ ĐÁNH GIÁ CHÍNH SÁCH

Trong cuốn sách nổi tiếng của mình "Đánh giá chính sách kinh tế thống kê : một sự phê phán" Robert Lucas trình bày một lập luận rằng có những hàm ý tổn hại đối với tính hữu dụng của các **mô hình kinh tế thống kê** quy ước (các mô hình mà phương trình của nó được ước tính theo các phương pháp thống kê). Các nhà kinh tế mở rộng những mô hình đó (ví dụ, các mô hình St. Louis và MPS trình bày trong Chương 27) vì hai mục đích : (1) để dự báo hoạt động kinh tế và (2) để đánh giá những ảnh hưởng của các chính sách khác nhau. Trong khi sự phê phán của Lucas không nói gì về tính hữu dụng của những mô hình đó như là những công cụ dự báo, thì ông ta lập luận rằng những mô hình đó không thể tin cậy được để đánh giá ảnh hưởng tiềm tàng của các chính sách riêng biệt đối với nền kinh tế.

Để hiểu lập luận của Lucas, trước tiên chúng ta phải hiểu việc đánh giá chính sách kinh tế thống kê, nghĩa là các mô hình kinh tế thống kê được dùng như thế nào để đánh giá chính sách. Để ví dụ, chúng ta có thể xem xét Dự trữ Liên bang sử dụng mô hình kinh tế thống kê của họ (mô hình MPS) như thế nào để quyết định về đường đi tương lai của chính sách tiền tệ. Trong mô hình MPS có các

phương trình mô tả mối quan hệ giữa hàng trăm biến số. Các mối quan hệ đó được cho là không thay đổi và được ước tính sử dụng dữ liệu đã qua. Chúng ta nói rằng Fed muốn biết ảnh hưởng đối với thất nghiệp và lạm phát của một sự tăng lên trong tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ từ 5 đến 10%. Nó đưa tỷ lệ mới cao hơn của tăng trưởng tiền tệ vào mô hình (hiện nay là đưa vào máy tính có chứa đựng mô hình) và như vậy mô hình cho câu trả lời về việc thất nghiệp sẽ sụt xuống bao nhiêu do tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cao hơn và tỷ lệ lạm phát sẽ tăng lên bao nhiêu. Nhưng chính sách khác có thể dùng như giảm thấp tăng trưởng kinh tế xuống mức 1% cũng có thể được đưa vào trong mô hình. Sau một loạt các chính sách đó được thử kỹ lưỡng, các nhà hoạch định chính sách tại Fed có thể thấy chính sách nào đưa đến kết quả được mong muốn đối với thất nghiệp và lạm phát.

Sự thách thức của Lucas đối với phương pháp này để đánh giá các chính sách dựa trên một nguyên lý đơn giản của thuyết dự tính hợp lý : Cách hình thành các dự tính (mối quan hệ của dự tính với thông tin đã qua) thay đổi khi vận động của các biến số được dự báo thay đổi. Vì vậy khi chính sách thay đổi thì mối quan hệ giữa dự tính và thông tin đã qua sẽ thay đổi và bởi vì các dự tính ảnh hưởng đến vận động kinh tế, nên mối quan hệ trong mô hình kinh tế thống kê sẽ thay đổi. Mô hình kinh tế thống kê được ước tính với những dữ liệu đã qua do đó không còn là mô hình đúng để đánh giá sự đáp lại sự thay đổi đó của chính sách và nó có thể chứng tỏ là rất dễ dẫn đến sai lầm.

Một ví dụ phê phán của Lucas : Cơ cấu thời hạn của lãi suất

Cách tốt nhất để hiểu lập luận của Lucas là nhìn vào một ví dụ đúng chỉ kéo theo một phương trình được phát hiện điển hình trong mô hình kinh tế thống kê : phương trình cơ cấu thời hạn. Phương trình đặt lãi suất dài hạn quan hệ với các giá trị đã qua và hiện nay của lãi suất ngắn hạn. Đó là một trong những phương trình quan trọng nhất trong các mô hình kinh tế thống kê của Keynes, bởi vì đó là lãi suất dài hạn được coi là có ảnh hưởng đến tổng cầu, chứ không phải là lãi suất ngắn hạn.

Trong Chương 7 bạn đã biết rằng lãi suất dài hạn là quan hệ đến một bình quân của lãi suất ngắn hạn tương lai dự tính. Giả định rằng trước đây khi lãi suất ngắn hạn tăng, thì nó nhanh chóng lại tụt xuống ; nghĩa là, sự tăng lên nào cũng là tạm thời một cách điển hình. Bởi vì thuyết dự tính hợp lý gợi ý rằng sự tăng lên nào của lãi suất ngắn hạn cũng được dự tính chỉ là tạm thời, cho nên việc tăng lên sẽ chỉ có một ảnh hưởng tối thiểu đến lãi suất ngắn hạn tương lai dự tính bình quân. Nó sẽ làm cho lãi suất dài hạn tăng lên không đáng kể. Mỗi

quan hệ cơ cấu thời hạn ước tính sử dụng những dữ liệu đã qua sẽ chỉ cho thấy một ảnh hưởng yếu của những thay đổi trong lãi suất ngắn hạn đối với lãi suất dài hạn.

Giả định rằng Fed muốn đánh giá cái gì sẽ xảy ra cho nền kinh tế nếu nó theo đuổi một chính sách mà có thể làm tăng lãi suất ngắn hạn từ một trị giá hiện tại 10% lên một mức thường xuyên cao hơn 12%. Phương trình cơ cấu thời hạn ước tính sử dụng các dữ liệu đã qua chỉ ra rằng sẽ chỉ có một sự thay đổi nhỏ trong lãi suất dài hạn. Tuy nhiên, nếu công chúng thừa nhận rằng lãi suất ngắn hạn tăng lên đến một mức thường xuyên cao hơn, thì thuyết dự tính hợp lý chỉ ra rằng họ sẽ không còn dự tính rằng lãi suất ngắn hạn tăng lên là tạm thời. Thay vào đó, khi họ thấy lãi suất tăng đến 12%, họ sẽ dự tính bình quân của lãi suất ngắn hạn tương lai sẽ tăng lên nhiều và do vậy lãi suất dài hạn sẽ tăng lên mạnh, chứ không phải rất ít như phương trình cơ cấu thời hạn ước tính gợi ý. Bạn có thể thấy rằng đánh giá kết quả có thể có được của sự thay đổi trong chính sách của Fed với một mô hình kinh tế thống kê có thể dẫn đến sai lầm rất lớn.

Ví dụ : Cơ cấu thời hạn cũng chứng minh một khía cạnh khác của sự phê phán của Lucas. Ảnh hưởng của một chính sách riêng biệt tùy thuộc chủ yếu vào các dự tính của công chúng về chính sách đó. Nếu công chúng dự tính lãi suất ngắn hạn tăng chỉ là tạm thời, thì chúng ta thấy rằng sự đáp lại của lãi suất dài hạn sẽ là không đáng kể. Nếu, mặt khác, công chúng dự tính tăng lên là thường xuyên hơn, thì sự đáp lại của lãi suất dài hạn sẽ là rất lớn. *Sự phê phán của Lucas không chỉ nói lên rằng các mô hình kinh tế thống kê quy ước không thể được sử dụng để đánh giá chính sách, mà nó còn chỉ ra rằng các dự tính của công chúng về chính sách sẽ ảnh hưởng đến sự đáp lại đối với chính sách.*

Phương trình cơ cấu - thời hạn được bàn đến ở đây chỉ là một trong nhiều phương trình trong các mô hình kinh tế thống kê được áp dụng sự phê phán của Lucas. Trong thực tế Lucas sử dụng các ví dụ của phương trình tiêu dùng và đầu tư trong tài liệu cổ điển của mình về đánh giá chính sách kinh tế thống kê. Một đặc điểm hấp dẫn của ví dụ cơ cấu thời hạn là nó bàn đến các dự tính trên thị trường tài chính, một lĩnh vực của nền kinh tế mà ở đó lý thuyết và chứng cứ thực nghiệm ủng hộ các dự tính hợp lý rất vững mạnh. Tuy nhiên phê phán của Lucas sẽ vẫn áp dụng cho các lĩnh vực kinh tế mà ở đó thuyết dự tính hợp lý được tranh cãi nhiều hơn, bởi vì nguyên lý cơ bản của phê phán của Lucas không phải cho rằng các dự tính lúc nào cũng hợp lý, mà cho rằng cách hình thành các dự tính thay đổi khi sự vận động của một biến số dự báo thay đổi. Nguyên lý ít

nghiêm ngặt ấy được chứng cứ trên các lĩnh vực khác của nền kinh tế ngoài thị trường tài chính ủng hộ.

MÔ HÌNH KINH TẾ VĨ MÔ TÂN CỔ ĐIỂN

Bây giờ chúng ta quay sang những hàm ý của các dự tính hợp lý đối với việc phân tích tổng cầu và tổng cung mà chúng ta đã nghiên cứu trong Chương 26. Mô hình đầu tiên mà chúng ta xem xét, cho rằng các dự tính là hợp lý, là mô hình kinh tế vĩ mô tân cổ điển được Lucas và Sargent phát triển. Trong mô hình tân cổ điển, mọi tiền lương và giá cả là hoàn toàn linh hoạt đối với các thay đổi dự tính trong mức giá cả; nghĩa là, sự tăng lên trong mức giá cả dự tính đưa đến kết quả là một sự tăng lên ngay và ngang bằng trong lương và giá cả bởi vì các công nhân cố gắng giữ cho lương thực tế của họ không tụt xuống khi họ dự tính mức giá cả tăng lên.

Quan điểm này về việc lương và giá được xác định như thế nào chỉ ra rằng một sự tăng trong mức giá dự tính làm cho đường tổng cung di chuyển vào ngay lập tức, và để cho lương thực tế không thay đổi và tổng sản phẩm ở tại mức tỷ lệ tự nhiên (công an việc làm đầy đủ) nếu các dự tính được thực hiện. Do vậy mô hình này gợi ý rằng chính sách đoán trước không ảnh hưởng đến tổng sản phẩm và thất nghiệp; chỉ có chính sách không đoán trước mới ảnh hưởng.

Ảnh hưởng của chính sách không đoán trước và chính sách đoán trước

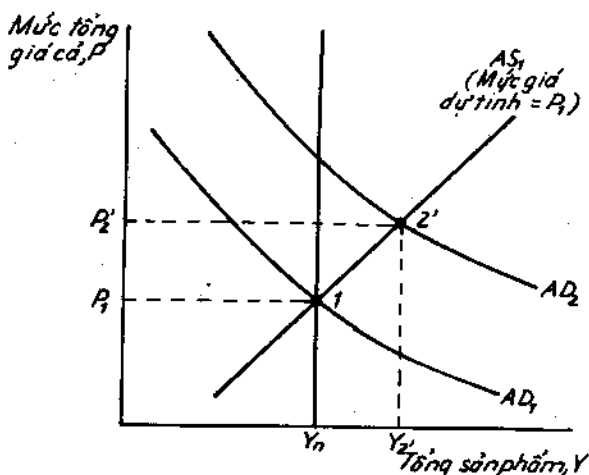
Trước tiên chúng ta hãy nhìn vào sự đáp lại ngắn hạn đối với một chính sách không đoán trước (không dự tính) chẳng hạn như một sự tăng lên không dự tính trong cung tiền tệ.

Trong Hình 30.1 đường tổng cung AS_1 được vẽ ra cho một mức giá dự tính P_1 . Đường tổng cầu ban đầu AD_1 cắt AS_1 tại điểm 1, tại đó mức giá thực hiện là ở tại mức giá dự tính (P_1) và tổng sản phẩm nằm tại mức tỷ lệ tự nhiên (Y_n). Bởi vì điểm 1 cũng nằm trên đường tổng cầu dài hạn tại Y_n , nên không có xu hướng để cho tổng cung di chuyển. Nền kinh tế vẫn ở mức thăng bằng dài hạn.

Giả định Fed bất ngờ quyết định rằng tỷ lệ thất nghiệp cao quá và do vậy mua rất nhiều trái khoán, điều này công chúng không dự tính đến. Do vậy cung tiền tệ tăng lên và đường tổng cầu di chuyển ra đến AD_2 . Bởi vì việc di chuyển này là không dự tính, cho nên mức giá dự tính vẫn ở tại P_1 và đồng tổng cầu vẫn ở tại

AS_1 . Thăng bằng bây giờ ở tại điểm 2', là giao điểm của AD_2 và AS_1 . Tổng sản phẩm tăng cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên lên đến Y_2 , và mức giá thực hiện tăng lên đến P_2 .

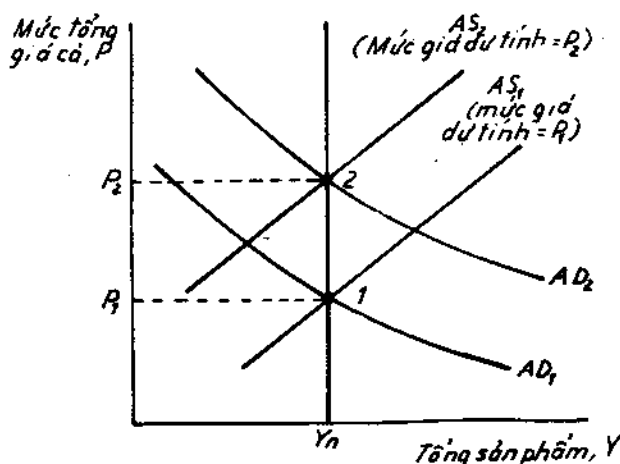
Hình 30.1. Sự đáp lại ngắn hạn đối với chính sách bành trướng không đoán trước trong mô hình tân cổ điển. Ban đầu, nền kinh tế ở tại điểm 1 tại giao điểm của AD_1 và AS_1 (mức giá dự tính = P_1). Chính sách bành trướng di chuyển đường tổng cầu ra đến AD_2 , nhưng vì nó là không dự tính, nên đường tổng cung vẫn cố định tại AS_1 . Thăng bằng xảy ra lúc này tại điểm 2' - tổng sản phẩm tăng cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên đến Y_2 , và mức giá tăng đến P_2 .



Mặt khác, công chúng dự tính là Fed sẽ mua trên thị trường tự do để hạ thấp thất nghiệp bởi vì họ đã thấy như vậy trước đây, thì chính sách bành trướng là chính sách đoán trước. Kết quả của chính sách bành trướng đoán trước như vậy được minh họa trong Hình 30.2. Bởi vì các dự tính là hợp lý, nên các công nhân và các hãng thừa nhận rằng chính sách bành trướng sẽ di chuyển đường tổng cầu ra và họ sẽ dự tính mức tổng giá cả tăng đến P_2 . Công nhân sẽ yêu cầu lương cao hơn do vậy lương thực tế sẽ vẫn như cũ khi mức giá tăng lên. Đường tổng cung do vậy di chuyển vào đến AS_2 , tại đây nó cắt AD_2 tại điểm 2, là một điểm thăng bằng mà tổng sản phẩm nằm tại mức tăng lên tự nhiên (Y_n) và mức giá tăng đến P_2 .

Mô hình kinh tế vi mô tân cổ điển chứng minh rằng tổng sản phẩm không tăng do kết quả của chính sách bành trướng đoán trước và rằng nền kinh tế lập tức chuyển đến một điểm của thăng bằng dài hạn (điểm 2), tại đó tổng sản phẩm ở tại mức tỷ lệ tự nhiên. Mặc dù Hình 30.2 gợi ý tại sao điều đó xảy ra, chúng ta cũng chưa chứng minh được tại sao chính sách bành trướng đoán trước di chuyển đường tổng cung đúng đến AS_2 (tương ứng với mức giá dự tính P_2) và như vậy tại

sao tổng sản phẩm nhất thiết vẫn ở mức tỷ lệ tự nhiên. Không may là hơi khó có bằng chứng được bàn đến trong Bài đọc thêm 30.1



Hình 30.2. Sự đáp lại ngắn hạn đối với chính sách hành trường đoản trước trong mô hình tân cổ điển. Chính sách hành trường đoản chuyển đường tổng cầu ra đến AD_2 nhưng do chính sách này là dự tính, nên đường tổng cung di chuyển vào đến AS_2 chúng ta chuyển đến điểm 2, tại đó tổng sản phẩm vẫn ở mức tỷ lệ tự nhiên nhưng mức giá cả đã tăng đến P_2 .

Mô hình tân cổ điển có từ cổ điển gắn vào đó bởi vì khi chính sách là đoán trước, thì mô hình tân cổ điển có đặc tính mà đã được gắn với các nhà kinh tế cổ điển của thế kỷ 19 và đầu thế kỷ 20 : tổng sản phẩm vẫn ở mức tỷ lệ tự nhiên. Mặt khác, mô hình tân cổ điển cho phép tổng sản phẩm biến động tách khỏi mức tỷ lệ tự nhiên như là kết quả của các chuyển động không đoán trước trong đường tổng cầu. Kết luận từ mô hình tân cổ điển là một kết luận hiển nhiên : **chính sách đoán trước không có ảnh hưởng đến chu kỳ kinh doanh ; chỉ có chính sách không đoán trước mới ảnh hưởng đến** ⁽²⁾.

(2) Lưu ý rằng quan điểm tân cổ điển theo đó chính sách đoán trước không có ảnh hưởng đến chu kỳ kinh doanh không hàm ý rằng chính sách đoán trước không có ảnh hưởng đến tình hình mạnh toàn bộ của nền kinh tế. Việc phân tích tân cổ điển, chẳng hạn, không loại bỏ những ảnh hưởng có thể có của chính sách đoán trước đối với tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm Y_n có thể có lợi cho công chúng.

BÀI ĐỌC THÊM 30.1

Một bằng chứng của luận điểm về tính không hiệu quả của chính sách

Bằng chứng về việc trong mô hình kinh tế vĩ mô tân cổ điển tổng sản phẩm nhất định vẫn đứng ở mức tỷ lệ tự nhiên khi có chính sách bành trướng đoán trước là như sau. Trong mô hình tân cổ điển, mức giá dự tính cho đường tổng cung, hình thành tại giao điểm của nó với đường tổng cung (xem Hình 30.2). Dự báo tối ưu của mức giá cả được chỉ ra tại giao điểm của đường tổng cung với đường tổng cầu dự tính, AD_1 . Nếu đường tổng cung ở bên phải AS_1 tại một mức giá cao hơn mức dự tính (tại giao điểm của đường tổng cung đó với đường Y_n). Do vậy dự báo tối ưu

của mức giá cả sẽ không bằng mức giá cả dự tính, do đó vi phạm tính hợp lý của dự tính. Một lập luận tương tự có thể được nêu lên để chỉ ra rằng khi đường tổng cung ở bên trái của AS_1 , thì giả định về dự tính hợp lý bị vi phạm. Chỉ khi nào đường tổng cung ở tại AS_1 (tương ứng với một mức giá dự tính P_1) thì dự tính mới là hợp lý, bởi vì dự báo tối ưu bằng mức giá dự tính. Như chúng ta nhìn thấy trong Hình 30.2, đường AS_1 hàm ý rằng tổng sản phẩm vẫn ở tại mức tỷ lệ tự nhiên như là kết quả của chính sách bành trướng đoán trước.

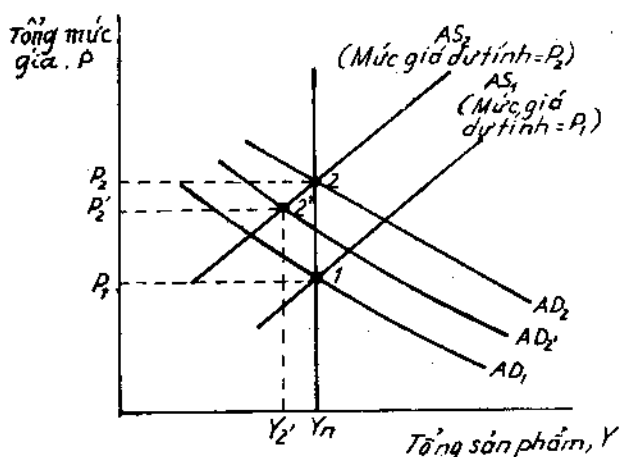
Kết luận này được gọi là luận điểm về tính không hiệu quả của chính sách bởi vì nó hàm ý rằng một chính sách đoán trước cũng chỉ giống như bất kỳ chính sách nào khác, nó không có ảnh hưởng đến biến động của sản phẩm. Bạn sẽ phải thừa nhận rằng luận điểm này không loại bỏ các ảnh hưởng của các thay đổi chính sách đối với sản phẩm. Nếu chính sách là một điều bất ngờ (không đoán trước) thì nó sẽ ảnh hưởng đến sản phẩm.

Chính sách bành trướng có thể đưa đến một sự thay đổi trong tổng sản phẩm không ?

Một đặc điểm quan trọng khác của mô hình tân cổ điển là một chính sách bành trướng, chẳng hạn như tăng tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ, có thể đưa đến một sự giảm xuống của tổng sản phẩm nếu công chúng dự tính sẽ có một chính sách thậm chí còn bành trướng hơn chính sách hiện nay đang thực hiện. Sẽ có một sự bất ngờ trong chính sách, nhưng nó sẽ là tiêu cực và làm sản phẩm giảm xuống. Các nhà hoạch định chính sách không thể chắc chắn rằng các chính sách của họ sẽ hoạt động theo hướng họ dự định.

Để thấy được một chính sách bành trướng có thể đưa đến một sự giảm xuống trong tổng sản phẩm, chúng ta hãy quay về đồ hình tổng cung và tổng cầu trong Hình 30.3. Ban đầu chúng ta ở tại điểm 1, là giao điểm của AD_1 và AS_1 ; sản

phẩm là Y_n và mức giá là P_1 . Bây giờ giả định là công chúng dự tính rằng Fed sẽ tăng cung tiền tệ để di chuyển đường tổng cầu đến AD_2 . Như chúng ta đã thấy trong Hình 30.2, đường tổng cung di chuyển vào đến AS_2 , bởi vì mức giá được dự tính tăng đến P_2 . Giả định rằng chính sách bành trướng cho Fed vạch ra đã không đạt được điều dự tính, cho nên đường tổng cầu chỉ di chuyển ra đến AD_2 . Nền kinh tế sẽ chuyển đến điểm 2', là giao điểm của đường tổng cung AS_2 với đường tổng cầu AD_2 ... Kết quả của những dự tính sai lầm là sản phẩm giảm đến Y_2 , trong khi mức giá tăng đến P_2 , chứ không phải là P_1 . Chính sách bành trướng ít hơn dự tính đưa đến một sự vận động của sản phẩm trực tiếp ngược lại với dự định.



Hình 30.3. Sự đáp lại ngắn hạn đối với chính sách bành trướng ít hơn dự tính trong mô hình tân cổ điển. Bởi vì công chúng dự tính đường tổng cầu di chuyển đến AD_2 , đường tổng cung di chuyển vào đến AS_2 (mức giá dự tính $= P_2$). Khi chính sách bành trướng thực sự không đạt được điều dự tính của công chúng (đường tổng cầu chỉ di chuyển đến AD_2) thì nền kinh tế dừng tại điểm 2', tại giao điểm của AD_2 với AS_1 . Bất chấp chính sách bành trướng, tổng sản phẩm giảm đến Y_2 .

Hướng dẫn nghiên cứu

Để nắm vững mô hình kinh tế vi mô tân cổ điển cũng như không cổ điển, mô hình dự tính hợp lý trong mục tiếp sau, đòi hỏi thực hành. Bạn hãy chắc chắn vẽ được đường tổng cung và tổng cầu giải thích cái gì xảy ra trong mỗi một mô hình khi có chính sách co hẹp tức là : (1) không đoán trước ; (2) đoán trước ; và (3) ít co hẹp hơn là dự đoán.

Các hàm ý cho những nhà hoạch định chính sách

Mô hình tân cổ điển với luận điểm của nó về tính không hiệu quả của chính sách có hai bài học quan trọng về việc các nhà hoạch định chính sách chỉ đạo chính sách như thế nào : (1) nó làm sáng tỏ sự khác biệt giữa ảnh hưởng của các hành động của chính sách dự đoán đối lại với chính sách không dự đoán ; và (2) chứng minh các nhà hoạch định chính sách làm thế nào có thể biết được kết quả của những quyết định của mình mà không biết được dự tính của công chúng đối với những quyết định đó.

Trước tiên bạn có thể nghĩ rằng các nhà hoạch định chính sách vẫn có thể sử dụng chính sách để ổn định nền kinh tế. Một khi họ hình dung được dự tính của công chúng, họ có thể biết các chính sách của họ sẽ có những ảnh hưởng nào. Có hai cái bẫy cho kết luận như vậy : thứ nhất, có thể gần như không thể biết được dự tính của công chúng là như thế nào, mà công chúng Mỹ là trên 250 triệu người ; thứ hai là ngay cả khi có thể biết được, thì các nhà hoạch định chính sách lại rơi vào nhiều khó khăn nữa bởi vì do công chúng có dự tính hợp lý, họ sẽ cố phỏng đoán các nhà hoạch định chính sách dự định làm cái gì. Các dự tính của công chúng không đứng yên khi các nhà hoạch định chính sách đang cố gắng làm họ bất ngờ - công chúng sẽ xem lại những dự tính của mình, và chính sách sẽ không ảnh hưởng đoán trước được đối với sản phẩm.

Điều này dẫn chúng ta đến đâu ? Liệu rằng Fed và các cơ quan vạch chính sách khác có gói ghém lại, đóng cửa và đi về nhà hay không ? Về một ý nghĩa nào đó, là có. Mô hình tân cổ điển hàm ý rằng chính sách ổn định tùy ý không thể có hiệu quả và có thể có ảnh hưởng không tốt đối với nền kinh tế. Những cố gắng của các nhà hoạch định chính sách nhằm sử dụng chính sách tùy ý có thể gây nên một lập trường chính sách hay biến đổi đưa đến những bất ngờ của chính sách không thể dự đoán được, những cái này lại gây nên những biến động không tốt chung quanh mức tỷ lệ tự nhiên của tổng sản phẩm. Nhằm mục đích loại bỏ những biến động không tốt đó, Fed và các cơ quan vạch chính sách khác sẽ phải từ bỏ chính sách tùy ý và gây nên càng ít sự bất ngờ chính sách có thể được.

Như chúng ta đã thấy trong Hình 30.2. Ngay cả mặc dù chính sách dự đoán trước không có ảnh hưởng đến tổng sản phẩm trong mô hình tân cổ điển, nó cũng có ảnh hưởng đến mức giá cả. Những nhà kinh tế vĩ mô tân cổ điển quan tâm đến chính sách đoán trước và gợi ý là các quy định của chính sách phải được ấn định sao cho mức giá cả sẽ vẫn được giữ ổn định. Một gợi ý đương nhiên để đạt được mục tiêu đó, cũng như để giảm bớt tính không chắc chắn đối với chính sách,

là các nhà chức trách tiền tệ cần theo đuổi một quy định tăng trưởng tiền tệ ổn định theo đó tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ khớp với sự ổn định của giá cả. Nhiều người theo kinh tế học vi mô tân cổ điển cuối cùng ủng hộ quy định của chính sách đó của trường phái tiền tệ.

MÔ HÌNH DỰ TÍNH HỢP LÝ KHÔNG CỔ ĐIỂN

Nhiều nhà kinh tế không chấp nhận việc đặc tính hóa tính linh hoạt của lương và giá trong mô hình tân cổ điển. Trong mô hình này mức lương và giá đều hoàn toàn linh hoạt đối với những thay đổi dự tính về mức giá; nghĩa là, một sự tăng lên trong mức giá dự tính đưa đến một sự tăng lên ngay và bằng nhau trong lương và giá cả. Những người phê phán mô hình tân cổ điển phản đối tính linh hoạt hoàn toàn của lương và giá bởi vì có sự tồn tại của các hợp đồng dài hạn trong nền kinh tế ngăn chặn một số lương và giá không cho tăng lên đầy đủ với sự tăng lên của mức giá dự tính.

Hợp đồng lao động dài hạn là một nguyên nhân của tính cứng nhắc ngăn không cho lương và giá đáp lại đầy đủ với những thay đổi trong mức giá dự tính (gọi là "gắn chặt lương-giá").

Các công nhân có thể, ví dụ như, nhận ra sở trường của mình vào cuối năm thứ nhất của hợp đồng lương ba năm rằng hợp đồng đó đã quy định tỷ lệ lương cho hai năm sau. Ngay cả khi thông tin mới thể hiện là sẽ làm cho họ tăng dự tính của họ về tỷ lệ lạm phát và mức giá tương lai, họ cũng không thể làm được cái gì về việc đó bởi vì họ bị đóng chặt vào trong hợp đồng lương. Ngay cả khi có một sự dự tính cao về mức giá cả, thì tỷ lệ lương vẫn không điều chỉnh. Trong hai năm, khi hợp đồng được thương lượng lại, cả công nhân và công ty đều có thể đưa tỷ lệ lạm phát dự tính vào hợp đồng của họ nhưng họ không thể làm được ngay điều đó.

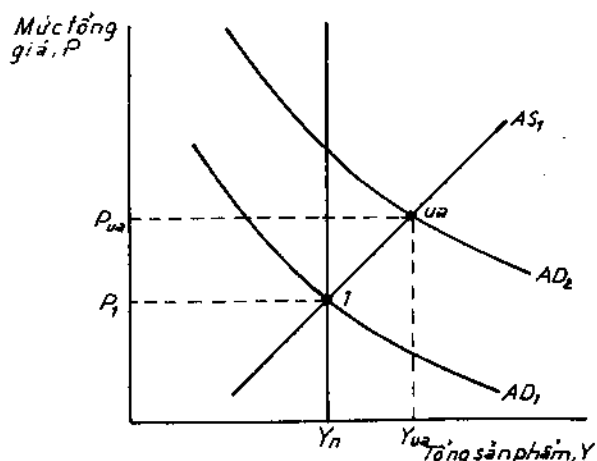
Một nguyên nhân khác của tính cứng nhắc là các hãng có thể không thích thay đổi lương thường xuyên ngay cả khi không có hợp đồng lương rõ ràng. Nhiều công nhân không có hợp đồng lương rõ ràng, song họ vẫn thấy rằng lương của họ không tăng quá hai lần trong một năm. Tính dính chặt của lương cũng có thể xảy ra do các hãng ký các hợp đồng giá cố định với những người cung cấp của họ. Tất cả những sự cứng nhắc đó (nó làm giảm tính linh hoạt của lương và giá), ngay cả khi những sự cứng nhắc đó không thể hiện trên tất cả các hợp đồng lương và hợp đồng giá gợi ý rằng một sự thay đổi trong mức giá dự tính có thể không chuyển sang thành một sự điều chỉnh ngay và hoàn toàn lương và giá.

Những nhà kinh tế như Stanley Fisher của MIT, Edmund Phelps của Trường Đại học Columbia, và John Taylor của Trường Đại học Stanford không đồng ý với tính linh hoạt hoàn toàn của lương và giá của kinh tế học vĩ mô tân cổ điển. Tuy nhiên, họ vẫn thừa nhận tầm quan trọng của những dự tính đối với việc xác định tổng cung và muốn chấp nhận thuyết dự tính hợp lý như là một việc đặc tính hóa hợp lý của việc hình thành dự tính. Mô hình mà họ mở rộng, "mô hình dự tính hợp lý không cổ điển" cho rằng dự tính là hợp lý, nhưng không cho rằng lương và giá là hoàn toàn linh hoạt; thay vào đó, mô hình này cho rằng lương và giá là dính chặt. Kết luận cơ bản của mô hình này là chính sách không đoán trước có một ảnh hưởng rộng đến tổng sản phẩm hơn là chính sách đoán trước (như trong mô hình tân cổ điển). Tuy nhiên, khác với mô hình tân cổ điển, luận điểm về tính không hiệu quả của chính sách không đứng vững: chính sách đoán trước không ảnh hưởng đến tổng sản phẩm và chu kỳ kinh doanh.

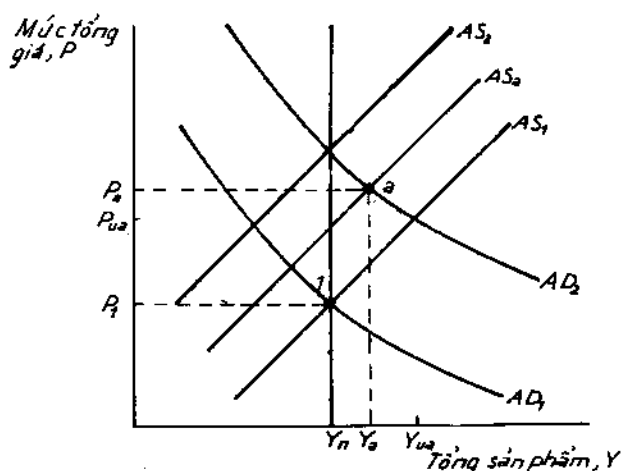
Ảnh hưởng của chính sách không đoán trước và chính sách đoán trước

Trong hình (a) của Hình 30.4 chúng ta nhìn vào sự đáp lại ngắn hạn đối với chính sách bành trướng không đoán trước cho mô hình dự tính hợp lý không cổ điển. Cách phân tích là giống như cách phân tích của mô hình tân cổ điển. Chúng ta lại xuất phát từ điểm 1, ở đó đường tổng cầu AD_1 , cắt đường tổng cung AS_1 tại mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm và mức giá P_1 . Khi Fed theo đuổi chính sách bành trướng của mình mua trái khoán và tăng cung tiền tệ, thì đường tổng cầu di chuyển ra đến AD_2 . Bởi vì chính sách bành trướng là không đoán trước, mức giá cả dự tính vẫn giữ không thay đổi, để cho đường tổng cung không thay đổi. Như vậy nền kinh tế chuyển đến điểm u_a , tại đó tổng sản phẩm tăng đến Y_{u_a} và mức giá tăng đến P_{u_a} .

Trong hình (b) chúng ta thấy cái gì xảy ra khi chính sách bành trướng của Fed làm di chuyển đường tổng cầu từ AD_1 sang AD_2 là đoán trước. Bởi vì chính sách bành trướng là đoán trước và các dự tính là hợp lý, nên mức giá dự tính tăng lên, gây nên lương tăng lên và đường tổng cung di chuyển vào. Bởi vì có những sự cứng nhắc không cho phép điều chỉnh *hoàn toàn* lương và giá, cho nên đường tổng cung không di chuyển tất cả vào AS_2 như là nó đã di chuyển trong mô hình tân cổ điển. Thay vào đó, nó chuyển đến AS_u và nền kinh tế xác định tại điểm a , là giao điểm của AD_2 với AS_u . Tổng sản phẩm tăng cao hơn mức tỷ lệ tự nhiên đến Y_u trong khi mức giá tăng đến P_u . *Không như trong mô hình tân cổ điển, chính sách đoán trước có ảnh hưởng đến tổng sản phẩm trong mô*



(a) Đáp lại đối với một chính sách hành trường không đoán trước.



(b) Đáp lại đối với một chính sách hành trường đoán trước.

Hình 30.4. Sự đáp lại ngắn hạn đối với chính sách hành trường trong mô hình dự tính hợp lý không cố định. Chính sách hành trường di chuyển tổng cầu đến AD_2 sẽ có một ảnh hưởng lớn hơn trên sản phẩm khi đó là chính sách không đoán trước so với khi đó là chính sách đoán trước được. Khi chính sách hành trường là không đoán được (ở hình a), đường tổng cung ngắn hạn không di chuyển và nền kinh tế chuyển đến điểm ua để tổng sản phẩm tăng đến Y_{ua} . Khi chính sách là đoán được (ở hình b), đường tổng cung ngắn hạn di chuyển vào đến AS_2 (nhưng không phải tất cả đường này chuyển đến AS_2 bởi vì sự cứng nhắc ngăn cản điều chỉnh hoàn toàn lương và giá) và nền kinh tế chuyển tới điểm a để cho tổng sản phẩm tăng lên tới Y_a (vẫn kém hơn Y_{ua}).

hình dự tính hợp lý không cố điển.

Chúng ta có thể thấy trong Hình 30.4 rằng Y_{∞} lớn hơn Y_c , do đó sản phẩm đáp lại chính sách không đoán trước là lớn hơn đáp lại chính sách đoán trước. Nó lớn hơn bởi vì đường tổng cung không di chuyển khi chính sách là không đoán trước, gây nên một mức giá thấp hơn và từ đó có một mức sản phẩm cao hơn. Chúng ta thấy rằng, như mô hình tân cổ điển, ***mô hình dự tính hợp lý không cố điển phân biệt ảnh hưởng của chính sách đoán trước với ảnh hưởng của chính sách không đoán trước trong đó chính sách không đoán trước có một ảnh hưởng lớn hơn.***

Các hàm ý đối với các nhà hoạch định chính sách

Bởi vì mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển chỉ ra rằng chính sách đoán trước có một ảnh hưởng đến tổng sản phẩm, nên khác với mô hình tân cổ điển, nó không loại bỏ những ảnh hưởng tốt có lợi từ chính sách ổn định năng động. Nó không báo cho nhà hoạch định chính sách rằng vạch ra một chính sách như vậy sẽ không phải là nhiệm vụ dễ dàng bởi vì ảnh hưởng từ chính sách đoán trước đối lại với chính sách không đoán trước có thể hoàn toàn khác nhau. Như trong mô hình tân cổ điển, để cho nhà hoạch định chính sách dự đoán kết quả của những hành động của họ, họ phải hiểu được dự tính của công chúng về chúng. Các nhà hoạch định chính sách gặp rất nhiều khó khăn trong việc hoàn thành thắng lợi các chính sách trong mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển và tân cổ điển.

MỘT SỰ SO SÁNH HAI MÔ HÌNH DỰ TÍNH HỢP LÝ VỚI MÔ HÌNH TRUYỀN THỐNG

Để có một bức tranh rõ hơn về ảnh hưởng của cuộc cách mạng về dự tính hợp lý trong sự phân tích của chúng ta về nền kinh tế tổng hợp, chúng ta có thể so sánh hai mô hình dự tính hợp lý (mô hình kinh tế vi mô cổ điển và mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển) với mô hình mà vi không có từ nào tốt hơn, chúng ta gọi là "mô hình truyền thống". Trong mô hình này các dự tính là không hợp lý. Mô hình truyền thống có những dự tính thích ứng được nêu lên trong chương trước; nghĩa là, dự tính được hình thành chỉ từ kinh nghiệm đã qua. Mô hình truyền thống quan niệm rằng lạm phát dự tính là một số bình quân của các tỷ lệ lạm phát đã qua. Số bình quân này không bị những dự đoán của công chúng về chính sách tương lai ảnh hưởng đến; do vậy dự đoán về chính sách tương lai không ảnh hưởng đến đường tổng cung.

Trước hết, chúng ta xem xét sự đáp lại của sản phẩm ngắn hạn và của giá cả trong ba mô hình đó. Sau đó chúng ta xem xét các hàm ý của các mô hình đó đối với chính sách ổn định và chống lạm phát.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để giúp nghiên cứu, sự so sánh ba mô hình được tóm tắt trong bảng 30.1. Bạn có thể tham khảo bảng đó khi bạn tiến hành so sánh.

Bảng 30.1. Tóm tắt : Ba mô hình

	Đáp lại chính sách bành trướng không đoán trước	Đáp lại chính sách bành trướng đoán trước	Chính sách năng động có được lợi không ?	Đáp lại chính sách chống lạm phát không đoán trước	Đáp lại chính sách chống lạm phát đoán trước được	Sự tín nhiệm có quan trọng cho sự thắng lợi của chính sách chống lạm phát không
Mô hình truyền thống	$Y \uparrow P \uparrow$	$Y \uparrow P \uparrow$ như nhau như khi chính sách là không đoán trước	có	$Y \downarrow \pi \downarrow$	$Y \downarrow \pi \downarrow$ như nhau như khi chính sách là không đoán trước	không
Mô hình kinh tế vi mô tân cổ điển	$Y \uparrow P \uparrow$	Y không thay đổi $P \uparrow$ nhiều hơn khi chính sách là không đoán trước	không	$Y \downarrow \pi \downarrow$	Y không thay đổi $\pi \downarrow$ nhiều hơn là khi chính sách là không đoán trước	có
Mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển	$P \uparrow P \uparrow$	$Y \uparrow$ ít hơn khi chính sách là không đoán trước $P \uparrow$ nhiều hơn khi chính sách là không đoán trước	có, nhưng rất khó định ra một chính sách có lợi	$Y \downarrow \pi \downarrow$	$Y \downarrow$ ít hơn khi chính sách là không đoán trước $\pi \downarrow$ nhiều hơn khi chính sách là không đoán trước	có

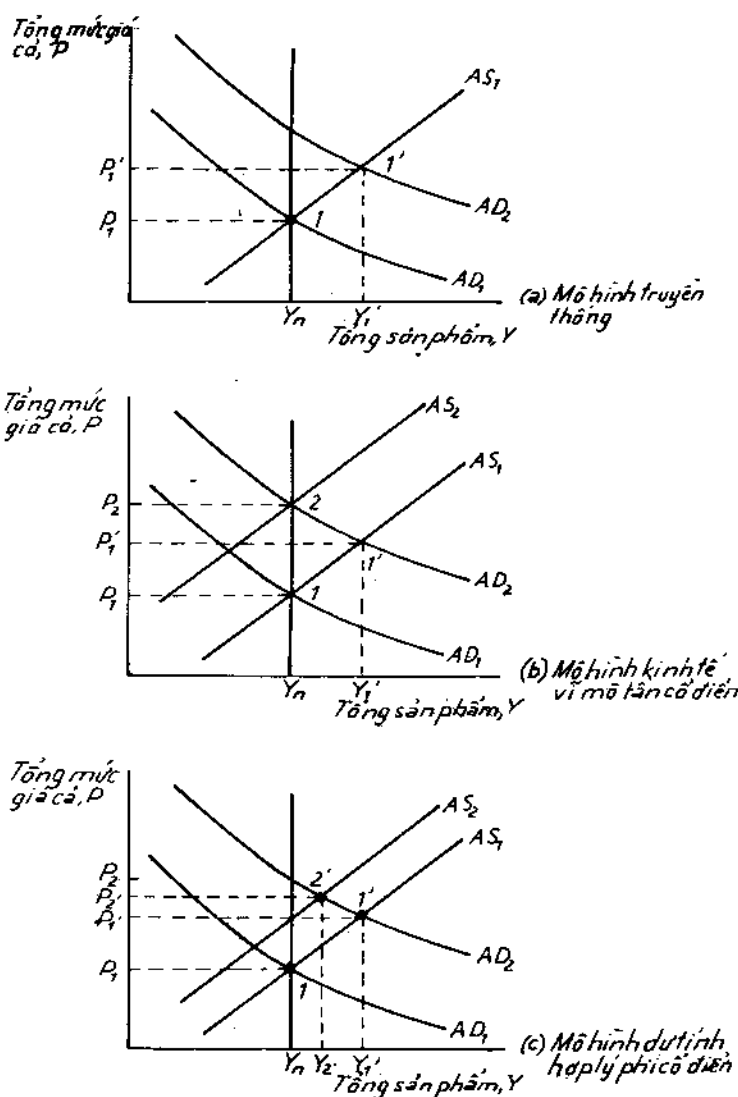
Đáp lại của sản phẩm ngắn hạn và của giá cả

Hình 30.5 trình bày sự so sánh cách mà tổng sản phẩm và mức giá cả đáp lại chính sách bành trướng trong ba mô hình. Lúc đầu, nền kinh tế ở điểm 1, là giao điểm của đường tổng cầu AD_1 với đường tổng cung AS_1 . Khi chính sách bành trướng xảy ra thì đường tổng cầu di chuyển đến AD_2 . Nếu chính sách bành trướng là không đoán trước thì ba mô hình chỉ ra sự đáp lại như nhau của sản phẩm ngắn hạn. Mô hình truyền thống quan niệm rằng đường tổng cung như là được cho trong ngắn hạn, trong khi hai mô hình kia quan niệm đường đó như là vẫn ở tại AS_1 bởi vì không có thay đổi trong mức giá cả dự tính khi chính sách là một sự bất ngờ. Vì vậy, khi chính sách là không đoán trước thì cả ba mô hình chỉ ra một sự vận động đến điểm 1', tại đó các đường AD_2 và AS_1 cắt nhau và tại đó tổng sản phẩm và mức giá tăng lên đến Y_1 và P_1 .

Tuy nhiên, sự đáp lại chính sách bành trướng đoán trước thì hoàn toàn khác hẳn trong ba mô hình. Trong mô hình truyền thống [hình (a)], đường tổng cung vẫn ở AS_1 ngay cả khi chính sách bành trướng là đoán trước bởi vì các dự tính thích ứng hàm ý rằng chính sách đoán trước không có ảnh hưởng đến tổng cung. Nó chỉ ra rằng nền kinh tế chuyển đến điểm 1', là điểm mà tại đó nền kinh tế chuyển động khi chính sách là không đoán trước. Mô hình truyền thống không phân biệt giữa các ảnh hưởng của chính sách đoán trước với chính sách không đoán trước : cả hai đều có ảnh hưởng như nhau đến sản phẩm và giá cả.

Trong mô hình tân cổ điển [hình (b)] đường tổng cung di chuyển vào đến AS_2 khi chính sách là đoán trước bởi vì khi các dự tính mức giá cao hơn được thực hiện, thì tổng sản phẩm sẽ ở tại mức tỷ lệ tự nhiên. Do vậy nó chỉ ra rằng nền kinh tế chuyển động đến điểm 2 : tổng sản phẩm không tăng, nhưng giá cả tăng đến P_2 . Kết quả này hoàn toàn khác với sự chuyển động đến điểm 1' khi chính sách là không đoán trước. Mô hình tân cổ điển phân biệt giữa các ảnh hưởng ngắn hạn của các chính sách đoán trước và không đoán trước : chính sách đoán trước không có ảnh hưởng đến sản phẩm, trong khi chính sách không đoán trước thì có. Tuy nhiên chính sách đoán trước có một ảnh hưởng lớn hơn đến các chuyển động của mức giá cả hơn là chính sách không đoán trước.

Mô hình dự tính phi cổ điển [hình (c)] là một mô hình trung gian giữa mô hình truyền thống và mô hình tân cổ điển. Mô hình này thừa nhận rằng chính sách đoán trước ảnh hưởng đến đường tổng cung, nhưng, do các sự cứng nhắc như các hợp đồng dài hạn, cho nên sự điều chỉnh lương và giá không thể hoàn toàn như trong mô hình tân cổ điển. Do vậy đường tổng cung chỉ di chuyển vào đến AS_2 để đáp lại chính sách đoán trước và nền kinh tế chuyển động đến điểm 2', tại đó sản



Hình 30.5. So sánh sự đáp lại ngắn hạn chính sách bành trướng trong 3 mô hình. Lúc đầu nền kinh tế tại điểm 1 và chính sách bành trướng di chuyển đường tổng cầu từ AD_1 đến AD_2 . Trong mô hình truyền thống chính sách bành trướng chuyển nền kinh tế đến điểm 1', bất kể chính sách là đoán trước hay không. Trong mô hình tân cổ điển, chính sách bành trướng chuyển nền kinh tế đến điểm 1' nếu chính sách là không đoán trước và đến điểm 2 nếu là đoán trước. Trong mô hình phi cổ điển, chính sách bành trướng di chuyển nền kinh tế đến điểm 1' nếu chính sách là không đoán trước và đến điểm 2' nếu là đoán trước.

phẩm ở Y_2 là thấp hơn ở Y_1 , là mức đạt đến khi chính sách bành trướng là không đoán trước. Mặt khác, mức giá tại P_2 cao hơn mức P_1 là kết quả của chính sách không đoán trước. Giống như ở mô hình tân cổ điển, mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển phân biệt giữa các ảnh hưởng của chính sách đoán trước và không đoán trước: chính sách đoán trước có ảnh hưởng đối với sản phẩm nhỏ hơn chính sách không đoán trước, trong khi đó nó có ảnh hưởng lớn hơn đối với mức giá cả. Tuy nhiên, ngược lại với mô hình tân cổ điển, chính sách đoán trước không có ảnh hưởng đến biến động của sản phẩm.

Chính sách ổn định

Ba mô hình có quan niệm khác nhau về tính hiệu quả của chính sách ổn định; nghĩa là, chính sách nhằm giảm biến động của sản phẩm. Bởi vì ảnh hưởng của chính sách đoán trước đối lại với chính sách không đoán trước là như nhau trong mô hình truyền thống, cho nên các nhà hoạch định chính sách không cần phải quan tâm đến dự tính của công chúng. Điều này làm cho họ dễ dàng hơn trong việc dự đoán kết quả của chính sách của mình, một vấn đề quan trọng nếu các chính sách phải đạt được những tác động dự định. Trong mô hình truyền thống, chính sách năng động có thể ổn định biến động của sản phẩm.

Mô hình tân cổ điển giữ quan điểm cực đoan rằng chính sách ổn định năng động dùng để làm trầm trọng các biến động của sản phẩm. Trong mô hình này, chỉ có chính sách không đoán trước là ảnh hưởng đến sản phẩm; còn chính sách đoán trước thì không. Các nhà hoạch định chính sách có thể ảnh hưởng đến sản phẩm bằng cách làm cho công chúng bất ngờ với các chính sách của họ. Bởi vì công chúng được coi là có dự tính hợp lý, cho nên họ sẽ luôn luôn cố gắng phòng đoán các nhà hoạch định chính sách định sẽ làm cái gì.

Trong mô hình tân cổ điển, việc chỉ đạo chính sách có thể được coi là một trò chơi, theo đó công chúng và những nhà hoạch định chính sách lúc nào cũng cố gắng lừa nhau, phòng đoán ý định và dự tính của phía bên kia như thế nào. Kết quả duy nhất của quá trình này là chính sách ổn định năng động sẽ không có ảnh hưởng có thể dự đoán được đến sản phẩm và không thể dựa vào đó để ổn định hoạt động kinh tế. Ngược lại nó có thể gây nên nhiều sự không chắc chắn về chính sách làm tăng thêm những biến động ngẫu nhiên của sản phẩm xung quanh mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm. Ảnh hưởng không tốt đó đúng là đối lập

với điều mà chính sách ổn định năng động đang cố gắng đạt được. Kết quả của quan điểm tân cổ điển là chính sách phải theo qui tắc không năng động để thúc đẩy đến mức có thể được tính chắc chắn của các hành động chính sách.

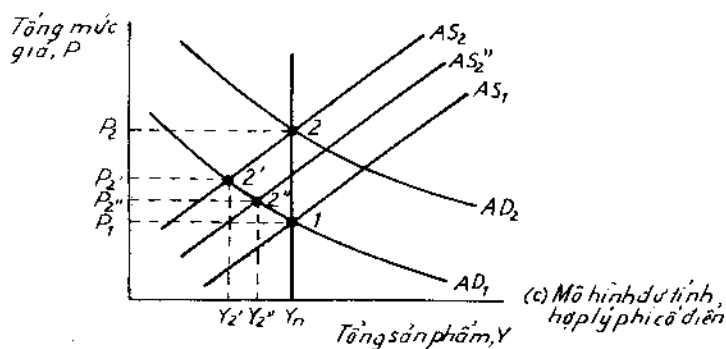
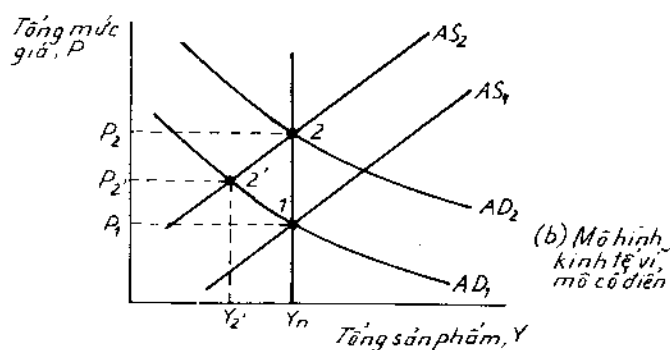
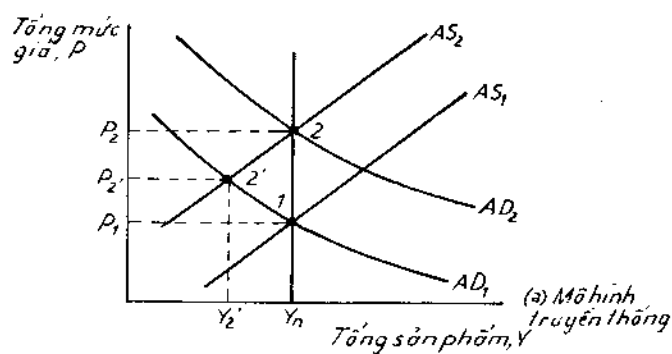
Mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển lại giữ một lập trường trung gian giữa các mô hình truyền thống và mô hình tân cổ điển. Ngược lại với mô hình tân cổ điển, nó chỉ ra rằng chính sách đoán trước có tác dụng đến biến động của sản phẩm. Các nhà hoạch định chính sách có thể dựa vào một vài sự đáp lại của sản phẩm đối với chính sách không đoán trước của mình và có thể dùng điều đó để ổn định nền kinh tế.

Tuy nhiên, ngược lại với mô hình truyền thống, mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển thừa nhận rằng những ảnh hưởng của chính sách đoán trước và không đoán trước sẽ không giống nhau. Các nhà hoạch định chính sách sẽ gặp sự không chắc chắn nhiều hơn về kết quả của những hành động của mình bởi vì họ không thể biết chắc là chính sách được đoán trước hay không đến mức độ nào. Vì vậy, một chính sách năng động rất ít có thể bao giờ cũng hoạt động theo hướng dự định và rất ít có thể đạt được thắng lợi những mục tiêu của mình. Mô hình phi cổ điển với các dự tính hợp lý làm tăng khả năng chính sách năng động có thể có lợi, nhưng tính không chắc chắn về kết quả của chính sách trong mô hình này làm cho việc ấn định một chính sách có lợi như vậy là cực kỳ khó khăn.

Các chính sách chống lạm phát

Cho đến đây chúng ta tập trung hướng vào các hàm ý của 3 mô hình đối với các chính sách mà người vạch ra có ý định loại bỏ biến động của sản phẩm: Cuối thập kỷ 70, tỷ lệ lạm phát cao (vượt quá 10%) đã thúc đẩy các nhà hoạch định chính sách quan tâm trước hết đến việc giảm lạm phát. Những mô hình này phải giải thích cái gì về chính sách chống lạm phát nhằm loại bỏ mức giá cả tăng lên? Các đồ hình trong Hình 30.6 giúp chúng ta trả lời câu hỏi này.

Giả định rằng nền kinh tế được ấn định tại một tỷ lệ lạm phát kéo dài 10% do tỷ lệ tăng trưởng cao của tiền tệ làm di chuyển đường tổng cầu do vậy nó tăng lên 10% hàng năm. Nếu tỷ lệ lạm phát này được tính vào các hợp đồng lương và giá, thì đường tổng cung di chuyển sao cho nó cũng tăng theo cùng một tỷ lệ. Chúng ta thấy trong Hình 30.6 như là một sự di chuyển trong đường tổng cầu từ AD_1 trong năm 1 đến AD_2 trong năm 2, trong khi đường tổng cung chuyển từ AS_1 đến



Hình 30.6. Chính sách chống lạm phát trong 3 mô hình. Với một cuộc lạm phát đang phát triển, trong đó nền kinh tế chuyển từ điểm 1 sang điểm 2, đường tổng cầu di chuyển từ AD_1 đến AD_2 và đường tổng cung ngắn hạn di chuyển từ AS_1 đến AS_2 . Chính sách chống lạm phát, khi được áp dụng, ngăn chặn đường tổng cầu tăng lên, giữ nó ở AD_1 . Trong mô hình truyền thống, nền kinh tế chuyển đến điểm 2, bất kể chính sách chống lạm phát là đoán trước hay không. Trong mô hình tân cổ điển, nền kinh tế chuyển đến điểm 2' nếu chính sách là không đoán trước và đến điểm 1 nếu là đoán trước. Trong mô hình phi cổ điển, nền kinh tế chuyển đến điểm 2' nếu chính sách là không đoán trước và điểm 2'' nếu là đoán trước.

AS_2 . (Lưu ý rằng để dễ đọc hình vẽ, cho nên không vẽ đến mức mà AD_2 và AS_2 là 10% cao hơn đường AD_1 và AS_1). Trong năm 1 nền kinh tế ở điểm 1 (giao điểm của AD_1 và AS_1) trong khi trong năm 2 thì nền kinh tế chuyển đến điểm 2 (giao điểm của AD_2 và AS_2) và mức giá tăng 10% từ P_1 đến P_2 .

Giả định rằng ông chủ tịch mới của Dự trữ Liên bang quyết định lạm phát phải được chấm dứt. Ông ta thuyết phục được Hội đồng thống đốc ngừng mức tăng trưởng cao của tiền tệ do đó đường tổng cầu sẽ không tăng từ AD_1 . Chính sách dùng tăng trưởng tiền tệ có thể lập tức phải trả giá nếu nó dẫn đến tụt sản phẩm. Chúng ta hãy dùng 3 mô hình để xem xét tổng sản phẩm sẽ giảm đến mức nào do chính sách chống lạm phát.

Trước hết, hãy nhìn vào kết quả của chính sách đó theo quan điểm mô hình truyền thống của mọi người [hình (a)]. Trong mô hình này sự vận động của đường tổng cung đến AS_2 là đã được yên vị rồi và không bị ảnh hưởng bởi chính sách mới giữ cho đường tổng cầu tại AD_1 (hoặc là đoán trước hoặc là không). Nền kinh tế chuyển đến điểm 2' (giao điểm của đường AD_1 với đường AS_2) và tỷ lệ lạm phát giảm chậm xuống bởi vì mức giá cả chỉ tăng lên đến P_2 chứ không phải là P_2 . Việc giảm lạm phát không phải là không trả giá : sản phẩm giảm đến Y_2 , ở dưới mức tỷ lệ tự nhiên.

Arthur Okun của Viện Brookings ước tính rằng trong mô hình truyền thống thì giá phải trả tính theo tổn thất sản phẩm cho mỗi phần trăm giảm xuống trong tỷ lệ lạm phát là 9% của GNP thực tế của năm. Giá cao phải trả cho việc giảm lạm phát trong mô hình truyền thống là một lý do tại sao một số nhà kinh tế rất không muốn bên vực chính sách chống lạm phát theo như kiểu người ta cố gắng dùng ở đây. Họ hỏi rằng cái giá phải trả về mức thất nghiệp cao có đáng giá cho những lợi thu được từ việc giảm tỷ lệ lạm phát hay không.

Nếu theo triết lý tân cổ điển, bạn sẽ không bị quan về giá cao phải trả cho việc giảm tỷ lệ lạm phát. Nếu công chúng dự tính các nhà chức trách tiền tệ sẽ chấm dứt quá trình lạm phát bằng cách ngừng tỷ lệ tăng trưởng cao của tiền tệ, thì nó sẽ xảy ra mà không có một tổn thất nào của sản phẩm. Trong hình (b) đường tổng cầu vẫn ở AD_1 , nhưng do mức đó được dự tính, nên lương và giá có thể được điều chỉnh, do đó nó không tăng lên và đường tổng cung vẫn ở tại AS_1 , thay vì chuyển đến AS_2 . Nền kinh tế sẽ tiếp tục đứng ở điểm 1 (giao điểm của AD_1 với AS_1) và tổng sản phẩm vẫn ở mức tỷ lệ tự nhiên trong khi lạm phát được chặn

đứng do mức giá cả không thay đổi.

Một yếu tố quan trọng của câu chuyện này là chính sách chống lạm phát là được công chúng đoán trước. Nếu chính sách không dự tính được, thì đường tổng cầu vẫn ở tại AD_1 , nhưng đường tổng cung tiếp tục di chuyển đến AS_2 . Kết quả của một chính sách chống lạm phát không tính trước được là sự vận động của nền kinh tế đến điểm 2'. Mặc dầu tỷ lệ lạm phát chậm lại trong trường hợp này, nhưng nó chưa hoàn toàn bị thủ tiêu như trong trường hợp chính sách chống lạm phát là đoán trước. Thậm chí vẫn còn xấu hơn, tổng sản phẩm tụt xuống dưới mức tỷ lệ tự nhiên đến Y_2 . Một chính sách chống lạm phát mà là không đoán trước thì rất ít được ưa thích hơn là chính sách đoán trước.

Mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển [hình (c)] cũng dẫn đến kết luận rằng một chính sách chống lạm phát mà là không đoán trước thì ít được ưa thích hơn là nếu nó là đoán trước. Nếu chính sách giữ cho đường tổng cầu tại AD_1 là không được dự tính, thì đường tổng cung sẽ tiếp tục di chuyển đến AD_2 và nền kinh tế chuyển đến điểm 2' tại giao điểm của AD_1 với AS_2 . Tỷ lệ lạm phát chậm lại, nhưng sản phẩm giảm xuống đến Y_2 , dưới mức tỷ lệ tự nhiên.

Mặt khác, nếu chính sách chống lạm phát là dự tính, thì đường tổng cung sẽ không chuyển động tất cả đến AS_2 . Thay vào đó nó chỉ di chuyển đến AS_2 , do một số hợp đồng lương và giá (nhưng không phải tất cả) có thể được điều chỉnh do vậy lương và giá sẽ không tăng lên theo các tỷ lệ trước đây của chúng. Thay vì di chuyển đến điểm 2' (như đã xảy ra khi chính sách chống lạm phát là không dự tính), nền kinh tế chuyển đến điểm 2'', là giao điểm của AD_1 với AS_2 ... Kết quả tốt hơn khi chính sách là không đoán trước - tỷ lệ lạm phát thấp hơn (mức giá chỉ tăng đến $P_{2''}$ mà không đến $P_{2'}$) và tổn thất sản phẩm cũng ít hơn ($Y_{2''}$ cao hơn $Y_{2'}$).

Vai trò của sự tín nhiệm trong việc chống lạm phát

Cả hai mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển và tân cổ điển chỉ ra rằng để cho một chính sách chống lạm phát được thành công làm giảm lạm phát với phí sản phẩm thấp nhất, thì công chúng phải tin (dự tính) rằng chính sách đó sẽ được thực hiện. Trong một quan điểm tân cổ điển của mọi người, chính sách chống lạm phát tốt nhất (khi nó được tín nhiệm) là "chấm dứt triệt để". Việc tăng trong đường tổng cầu từ AD_1 phải dừng lại ngay lập tức. Lạm phát sẽ được thủ tiêu ngay mà sản phẩm không bị tổn thất nếu chính sách được tín nhiệm. Trong giới

phi cổ điển, chính sách "chấm dứt triệt để" thậm chí được tín nhiệm, cũng không được ưa thích bởi vì nó sẽ gây nên một vài sự tổn thất sản phẩm.

John Taylor, một người đề xướng quan điểm dự tính hợp lý phi cổ điển đã chứng minh rằng một phương pháp từ từ hơn để giảm lạm phát có thể có khả năng thủ tiêu lạm phát mà không gây nên tổn thất lớn đối với sản phẩm. Một cái bẫy quan trọng ở đây là ở chỗ chính sách lần lần đó có thể bề nào rồi cũng được làm cho người ta tín nhiệm, điều đó có thể làm cho việc thực hiện chính sách đó vất vả hơn là việc thực hiện chính sách "chống lạm phát triệt để", chính sách này chứng minh ngay rằng các nhà hoạch định chính sách là rất nghiêm túc trong việc chống lạm phát. Nhận định của Taylor rằng lạm phát có thể giảm bớt với một sự tổn thất ít sản phẩm có thể là quá lạc quan.

BÀI ĐỌC THÊM 30.2

Toàn cảnh

Chấm dứt siêu lạm phát của Bolivia : một nghiên cứu tình huống về một chương trình chống lạm phát thành công.

Chương trình chống lạm phát nổi bật nhất trong thập kỷ 80 là chương trình của Bolivia. Nửa đầu năm 1985, tỷ lệ lạm phát của Bolivia là 20.000% và đang tăng. Thật vậy, tỷ lệ lạm phát can đến nỗi giá vé chiếu bóng thường tăng trong khi nhân dân đang xếp hàng mua vé. Tháng 8 năm 1985, tổng thống mới của Bolivia tuyên bố chương trình chống lạm phát, gọi là "Chính sách kinh tế mới". Để kìm chế sự tăng trưởng tiền tệ và thiết lập lòng tin, chính phủ mới tiến hành những hành động mạnh để giảm thâm hụt ngân sách bằng cách đóng cửa nhiều xí nghiệp quốc doanh, hủy bỏ trợ cấp, giữ yên tiền lương của khu vực nhà nước, và thu một thuế giàu có mới. Bộ Tài chính điều hành trên một cơ sở mới ; ngân sách được thăng bằng trên cơ sở hàng ngày không có ngoại lệ, Bộ trưởng tài chính sẽ không cho phép chi quá số thu thuế đã

thu được ngày hôm trước.

Nguyên tắc chủ đạo của Arthur Okun cho rằng giảm 1% lạm phát đòi hỏi phải mất 9% tổng sản phẩm của năm đó ; chỉ ra rằng chấm dứt siêu lạm phát của Bolivia đòi hỏi phải giảm một nửa tổng sản phẩm của Bolivia trong 400 năm. Nhưng lạm phát của Bolivia bị dừng lại trên đường đi của nó trong vòng một tháng và sản phẩm bị tổn thất rất ít (không đến 5% GNP). Những siêu lạm phát khác trước thế chiến II cũng được chấm dứt với tổn thất nhỏ của sản phẩm sử dụng chính sách giống như của Bolivia và một chương trình mới đây chống lạm phát của Israel cũng kéo theo việc giảm thâm hụt ngân sách rất nhiều đã giảm mạnh lạm phát, mà không có sự tổn thất rõ ràng nào của sản phẩm. Các chính sách chống lạm phát được tín nhiệm đã thành công lớn trong việc thủ tiêu lạm phát.

chính sách chống lạm phát thắng lợi phải được tin tưởng. Chứng cứ rằng sự tin tưởng đóng một vai trò quan trọng trong sự thành công của các chính sách chống lạm phát được thể hiện trong việc chấm dứt siêu lạm phát của Bolivia năm 1985 (xem Bài đọc thêm 30.2). Thiết lập được lòng tin, nói thì dễ hơn làm. Bạn có thể cho rằng lời tuyên bố của những người hoạch định chính sách tại Fed là họ theo đuổi một chính sách chống lạm phát, có thể là một mảnh mồi lừa bịp. Công chúng sẽ dự tính chính sách đó và sẽ hoạt động theo đó. Tuy nhiên, nó hàm ý rằng công chúng sẽ tin lời tuyên bố của những nhà hoạch định chính sách.

Không may là điều đó không phải là cách mà thế giới thực tế hành động.

Việc chúng ta điểm lại lịch sử hoạch định chính sách của Dự trữ Liên bang trong Chương 20 cho thấy là Fed chưa bao giờ kiểm soát chặt chẽ cung tiền tệ. Trong thực tế, trong thập kỷ 70, chủ tịch Hội đồng quản trị của Fed, ông Arthur Burns, tuyên bố đi tuyên bố lại rằng Fed sẽ theo đuổi một chính sách chống lạm phát quyết liệt. Tuy nhiên, chính sách thực sự được tiến hành có một kết quả hoàn toàn khác, bởi vì tỷ lệ tăng trưởng của cung tiền tệ tăng nhanh chóng trong thời kỳ đó. Những giai đoạn đó đã làm giảm sút tín nhiệm của Fed trong công chúng và, như các mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển và tân cổ điển đã dự đoán, đã có những hậu quả nghiêm trọng. Việc giảm lạm phát từ năm 1981 đến 1984 phải trả giá rất cao : cuộc suy thoái 1981 - 1982 đã giúp làm cho tỷ lệ lạm phát giảm là một cuộc suy thoái nghiêm trọng trong thời kỳ sau Thế chiến II. Trừ phi có một vài cách khôi phục sự tín nhiệm đối với chính sách chống lạm phát được thực hiện, nếu không thì việc thủ tiêu lạm phát là một công việc rất tốn kém bởi vì chính sách như vậy sẽ là không đoán trước. Chính phủ Mỹ có thể đóng một vai trò quan trọng trong việc thiết lập lòng tin đối với chính sách chống lạm phát. Chúng ta đã thấy là thâm hụt lớn của ngân sách có thể thúc đẩy chính sách lạm phát, và khi chính phủ và Fed công bố rằng họ sẽ theo đuổi một chính sách chống lạm phát, có thể họ rất ít được tin tưởng trừ phi chính phủ liên bang chứng minh trách nhiệm tài chính. Một cách khác để nói về điều này là sử dụng lời nói sáo cũ : "một thấy còn hơn trăm nghe". Khi chính phủ có hành động giúp cho Fed bám vào chính sách chống lạm phát, thì chính sách chống lạm phát sẽ được tin tưởng hơn. Không may là, như mục sau sẽ chỉ ra, bài học đó đôi khi bị các nhà chính trị ở Mỹ và ở các nước khác quên mất.

ỨNG DỤNG TÍN NHIỆM VÀ THÂM HỤT NGÂN SÁCH CỦA REAGAN

Chính quyền Reagan bị chỉ trích mạnh mẽ vì đã gây ra thâm hụt ngân sách lớn bằng cách cắt giảm thuế trong đầu thập kỷ 80. Trong khuôn mẫu học thuyết Keynes chúng ta thường nghĩ rằng cắt giảm thuế là nhằm thúc đẩy tổng cầu và tăng tổng sản phẩm. Việc dự tính thâm hụt ngân sách lớn có thể góp phần tạo nên cuộc suy thoái nghiêm trọng hơn trong năm 1981-1982 hay không sau khi Dự trữ Liên bang thực hiện chính sách tiền tệ chống lạm phát ?

Một số nhà kinh tế trả lời là "có", bằng cách sử dụng các đồ hình như ở hình (b) và (c) trong Hình 30.6. Họ than phiền rằng viễn cảnh thâm hụt ngân sách lớn làm cho công chúng khó tin rằng chính sách chống lạm phát sẽ thực sự được theo đuổi khi Fed công bố rằng đó là điều họ định làm. Vì vậy mà đường tổng cung sẽ tiếp tục tăng từ AS_1 đến AS_2 như trong hình (b) và (c). Khi Fed thực sự giữ cho đường tổng cầu không tăng đến AD_2 bằng cách làm tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ chậm lại trong năm 1980-1981 và để cho lãi suất tăng, thì nền kinh tế chuyển đến một điểm như 2' trong hình (b) và (c) và thất nghiệp nhiều hơn. Như việc phân tích của chúng ta trong hình (b) và (c) của Hình 30.6 dự đoán, tỷ lệ lạm phát chậm lại rất nhiều, tụt xuống dưới 5% vào cuối năm 1982, nhưng điều đó phải trả giá rất đắt : thất nghiệp tăng lên đến đỉnh 10,7%.

Nếu chính quyền Reagan cố gắng tích cực giảm thâm hụt chứ không tăng nó lên bằng cách cắt giảm thuế, thì kết quả của chính sách chống lạm phát có thể là như thế nào ? thay vì di chuyển đến điểm 2', nền kinh tế có thể đã chuyển đến điểm 2" trong hình (c) (hoặc thậm chí đến điểm 1 trong hình (b) nếu những nhà kinh tế vĩ mô cổ điển là đúng !). Chúng ta sẽ có một sự giảm xuống thậm chí nhanh hơn trong lạm phát và một sự tổn thất sản phẩm ít hơn. Không có gì ngạc nhiên khi một số nhà kinh tế lại thù ghét các chính sách ngân sách của Reagan đến như vậy !

Ronald Reagan không phải là người đứng đầu nhà nước duy nhất làm ngân sách bị thâm hụt lớn trong khi áp dụng một chính sách chống lạm phát. Margaret Thatcher của Anh đã đi trước Reagan trong hoạt động này, và các nhà kinh

tế như Thomas Sargent đã quả quyết rằng phần thưởng cho chính sách của bà ta là thất nghiệp tại Anh tăng lên đến những mức chưa từng thấy.

Mặc dù nhiều nhà kinh tế đồng ý rằng chương trình chống lạm phát của Fed thiếu sự tín nhiệm, đặc biệt là trong những giai đoạn đầu, nhưng không phải tất cả họ đồng ý rằng thâm hụt ngân sách của Reagan là nguyên nhân của sự thiếu tín nhiệm đó. Kết luận rằng thâm hụt ngân sách của Reagan giúp cho việc gây nên cuộc suy thoái nghiêm trọng hơn trong năm 1981-1982 là còn đang tranh cãi.

ẢNH HƯỞNG CỦA CUỘC CÁCH MẠNG DỰ TÍNH HỢP LÝ

Thuyết dự tính hợp lý đã gây nên một cuộc cách mạng trong cách mà đa số các nhà kinh tế hiện nay nghĩ về việc chi đạo chính sách tiền tệ và chính sách tài chính và ảnh hưởng của các chính sách này đối với hoạt động kinh tế. Một kết quả của cuộc cách mạng này là các nhà kinh tế bây giờ hiểu rõ hơn tầm quan trọng của các dự tính đối với việc ra các quyết định kinh tế và đối với kết quả của các hành động chính sách riêng biệt. Mặc dù tính hợp lý của các dự tính trên tất cả các thị trường vẫn còn đang được tranh cãi, nhưng đa số nhà kinh tế hiện nay chấp nhận nguyên tắc sau đây do các dự tính hợp lý gợi ý : Sự hình thành các dự tính sẽ thay đổi khi sự vận động của các biến số được dự báo thay đổi. Do đó, sự chỉ trích của Lucas về cách đánh giá chính sách, sử dụng các mô hình kinh tế thống kê quy ước hiện nay được đa số các nhà kinh tế học chấp nhận một cách nghiêm túc. Sự chỉ trích của Lucas cũng chứng minh rằng ảnh hưởng của một chính sách riêng biệt tùy thuộc vào những dự tính của công chúng đối với chính sách đó. Nhận xét này làm cho các nhà kinh tế càng ít chắc chắn hơn rằng các chính sách sẽ có được ảnh hưởng đã dự định. Một kết quả quan trọng của cuộc cách mạng dự tính hợp lý là các nhà kinh tế không còn tin tưởng vào thành công của các chính sách ổn định năng động như họ đã có một lần tin tưởng.

Cuộc cách mạng dự tính hợp lý có thuyết phục được các nhà kinh tế hay không, rằng nó không có vai trò cho chính sách ổn định năng động ? Những

người theo kinh tế học vi mô tân cổ điển nghĩ như vậy. Bởi vì chính sách đoán trước không ảnh hưởng đến tổng sản phẩm, nên chính sách năng động chỉ có thể đưa đến những biến động sản phẩm không thể dự đoán được. Theo đuổi chính sách không năng động, theo đó không có sự không chắc chắn đối với các hành động chính sách, là điều tốt nhất mà chúng ta có thể làm được. Quan điểm như vậy không được nhiều nhà kinh tế chấp nhận bởi vì chứng cứ thực nghiệm về luận điểm tính không hiệu quả của chính sách là hoàn toàn lảm lẩn. Vài công trình nghiên cứu thấy rằng chỉ có chính sách không đoán trước mới có tác dụng đến biến động của sản phẩm, trong khi những công trình nghiên cứu khác lại thấy một ảnh hưởng quan trọng của chính sách đoán trước đối với các chuyển động của sản phẩm. Thêm vào đó, một số nhà kinh tế đặt câu hỏi là liệu rằng có thực sự tồn tại mức độ linh hoạt của lương và giá mà mô hình tân cổ điển yêu cầu hay không.

Kết quả là nhiều nhà kinh tế giữ lập trường trung gian thừa nhận sự khác biệt giữa những ảnh hưởng của chính sách không đoán trước với chính sách đoán trước, nhưng tin rằng chính sách đoán trước có thể ảnh hưởng đến sản phẩm. Họ vẫn còn cho rằng chính sách ổn định năng động có thể là có lợi, nhưng thừa nhận các khó khăn khi hoạch định các chính sách đó.

Cuộc cách mạng dự tính hợp lý cũng làm nổi bật lên tầm quan trọng của sự tín nhiệm đối với thành công của các chính sách chống lạm phát. Hiện nay các nhà kinh tế thừa nhận rằng nếu một chính sách chống lạm phát không được công chúng tin tưởng, thì nó có thể ít hiệu quả hơn trong việc giảm tỷ lệ lạm phát khi nó thực sự được thực hiện và có thể đưa đến tổn thất sản phẩm lớn hơn là cần thiết. Đạt được sự tín nhiệm (không phải là một nhiệm vụ dễ dàng bởi vì các nhà hoạch định chính sách thường nói một đường làm một nẻo) do vậy, sẽ là một mục tiêu quan trọng đối với các nhà hoạch định chính sách. Để đạt được sự tín nhiệm, các nhà hoạch định chính sách cần theo đuổi sự nhất trí trong hành động của mình.

Cuộc cách mạng dự tính hợp lý đã làm cho người ta phải suy nghĩ lại cách chỉ đạo chính sách kinh tế và buộc các nhà kinh tế thừa nhận rằng chúng ta có thể phải chấp nhận một vai trò hạn chế hơn mà chính sách có thể có đối với chúng ta.

Chúng ta có thể phải quyết định các chính sách ít gây nên sự không chắc chắn do đó mà thúc đẩy một môi trường kinh tế ổn định, hơn là cố gắng điều hòa nền kinh tế sao cho có thể thủ tiêu được mọi biến động của sản phẩm.

TÓM TẮT

1. Nguyên lý đơn giản (rút ra từ thuyết dự tính hợp lý) rằng sự hình thành các dự tính thay đổi khi sự vận động của các biến số dự báo thay đổi, đưa đến sự chỉ trích nổi tiếng của Lucas đối với việc đánh giá chính sách kinh tế thống kê. Lucas lập luận rằng khi chính sách thay đổi, sự hình thành các dự tính thay đổi, do đó mối quan hệ trong mô hình kinh tế thống kê sẽ thay đổi. Một mô hình kinh tế thống kê mà được ước tính với các dữ liệu đã qua sẽ không còn là một mô hình đúng để đánh giá các ảnh hưởng của sự thay đổi chính sách đó, và có thể chứng tỏ là rất dễ đưa đến sai lầm. Sự chỉ trích của Lucas cũng chỉ ra rằng các ảnh hưởng của một chính sách riêng biệt tùy thuộc vào những dự tính của công chúng về chính sách đó.

2. Mô hình kinh tế vi mô tân cổ điển cho rằng các dự tính là hợp lý và rằng lương và giá là hoàn toàn linh hoạt theo mức giá dự tính. Nó đưa ra luận điểm về tính không hiệu quả của chính sách rằng chính sách đoán trước không có ảnh hưởng đến sản phẩm, mà chỉ có chính sách không đoán trước là có ảnh hưởng mà thôi.

3. Mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển cũng cho rằng các dự tính là hợp lý nhưng quan niệm rằng lương và giá dính chặt với nhau. Cũng giống như mô hình tân cổ điển, mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển phân biệt giữa các ảnh hưởng của chính sách đoán trước với chính sách không đoán trước. Chính sách đoán trước có ảnh hưởng đối với tổng sản

phẩm ít hơn là chính sách không đoán trước. Tuy nhiên, khác với mô hình tân cổ điển, chính sách đoán trước không ảnh hưởng đến các biến động của sản phẩm.

4. Mô hình tân cổ điển chỉ ra rằng chính sách năng động chỉ có thể là không có lợi cho sản xuất, trong khi mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển lại cho rằng chính sách năng động có thể có lợi. Tuy nhiên, vì cả hai chỉ ra rằng có sự không chắc chắn về kết quả của một chính sách riêng biệt, cho nên việc hoạch định một chính sách năng động có lợi có thể rất khó khăn. Một mô hình truyền thống, trong đó dự tính về chính sách không có ảnh hưởng đến đường tổng cung, không phân biệt giữa các ảnh hưởng của chính sách đoán trước và chính sách không đoán trước. Mô hình này ủng hộ chính sách năng động bởi vì kết quả của một chính sách riêng biệt là có ít sự không chắc chắn hơn.

5. Nếu các dự tính về chính sách ảnh hưởng đến đường tổng cung, như đã ảnh hưởng trong các mô hình dự tính hợp lý tân cổ điển và phi cổ điển, thì chính sách chống lạm phát sẽ thành công hơn (sẽ làm lạm phát giảm nhanh hơn với tổn thất sản phẩm ít hơn) nếu chính sách được tin nhiệm.

6. Cuộc cách mạng dự tính hợp lý đã buộc các nhà kinh tế ít lục quan hơn về việc sử dụng có hiệu quả chính sách ổn định năng động và làm cho họ biết rõ hơn tầm quan trọng của sự tin nhiệm đối với sự thành công của việc hoạch định chính sách.

CÂU HỎI VÀ BÀI TẬP

1. Nếu công chúng dự tính là Fed theo đuổi một chính sách có thể làm lãi suất ngắn hạn tăng thường xuyên đến 12% và do vậy Fed không theo đến cùng sự thay đổi chính sách đó, thì cái gì sẽ xảy ra đối với lãi suất dài hạn? tại sao?

*2. Nếu chỉ tiêu tiêu dùng liên hệ đến các dự tính của những người tiêu dùng về thu nhập bình quân của họ trong tương lai, thì một sự cắt giảm thuế thu nhập sẽ có một ảnh hưởng kìm đến chỉ tiêu tiêu dùng hay không, nếu công chúng dự tính việc cắt giảm thuế kéo dài trong một năm hoặc trong 10 năm?

Trong các câu hỏi sau đây hãy dùng đồ hình tổng cầu và tổng cung để minh họa câu trả lời của bạn.

3. Đã nghiên cứu mô hình tân cổ điển, ông chủ tịch mới của Fed nghĩ ra một kế hoạch chắc chắn để giảm lạm phát và thất nghiệp, ông ta tuyên bố rằng Fed sẽ hạ tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ từ 10 xuống 5%, và sau đó thuyết phục FOMC giữ tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ ở mức 10%. Nếu quan niệm tân cổ điển của mọi người là đúng, thì kế hoạch của ông ta có thể đạt được mục tiêu giảm lạm phát và giảm thất nghiệp hay không? Như thế nào? Bạn có nghĩ rằng kế hoạch của ông thực hiện được không? Nếu quan điểm của mô hình cổ điển của mọi người là đúng, thì kế hoạch chắc chắn của ông chủ tịch Fed có thực hiện được không?

*4. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn: "Cái giá phải trả cho việc chống lạm

phát trong các mô hình dự tính hợp lý tân cổ điển và phi cổ điển là thấp hơn trong mô hình truyền thống".

5. Mô hình tân cổ điển đôi khi được đặc tính là một nhánh của mô hình trường phái tiền tệ bởi vì nó có những quan điểm giống nhau về tổng cung. Sự khác nhau và giống nhau giữa quan điểm trường phái tiền tệ và tân cổ điển về tổng cung là gì?

*6. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn: "Mô hình tân cổ điển không loại bỏ khả năng của các nhà hoạch định chính sách giảm thất nghiệp bởi vì họ lúc nào cũng có thể theo đuổi các chính sách hành trưởng hơn là công chúng dự định".

7. Nguyên lý nào của thuyết dự tính hợp lý được sử dụng để chứng tỏ ý kiến là chính sách ổn định có thể không có ảnh hưởng dự đoán được đối với tổng sản phẩm trong mô hình tân cổ điển?

*8. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn: "Sự chỉ trích của Lucas tự nó hướng sự hoài nghi về việc chính sách ổn định năng động có khả năng có lợi".

9. Trả lời đúng, sai hoặc không chắc chắn: "Chính sách chống lạm phát sẽ càng thành công hơn, nếu những người hoạch định và theo đuổi chính sách đó càng được tin nhiệm hơn".

*10. Nhiều nhà kinh tế lo lắng rằng một mức thâm hụt ngân sách cao có thể dẫn đến các chính sách tiền tệ bành trướng trong tương lai. Những thâm hụt đó có thể có ảnh hưởng đến tỷ lệ lạm phát hiện thời hay

không ?

Sử dụng phân tích kinh tế để dự tính tương lai.

11. Giả định là có một hiệp ước hạn chế vũ khí nguyên tử được ký với Nga. Kết quả là công chúng dự đoán chi tiêu quân sự và do đó chi tiêu của chính phủ giảm xuống. Nếu quan điểm tân cổ điển về nền kinh tế là đúng và chi tiêu của chính phủ không ảnh hưởng đến đường tổng cầu, hãy dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho tổng sản phẩm và cho mức giá cả khi chi tiêu của chính phủ được giảm xuống theo như dự tính của công chúng.

12. Dự đoán của bạn trong bài 11 sẽ khác đi như thế nào, nếu mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển cung cấp một sự mô tả thực tế hơn của nền kinh tế ? Cái gì xảy ra nếu mô

hình truyền thống cung cấp một sự mô tả thực tế nhất của nền kinh tế ?

*13. Chủ tịch Hội đồng Dự trữ Liên bang công bố rằng qua năm sau tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ sẽ giảm xuống từ mức hiện thời 10% đến mức 2%. Nếu chủ tịch được công chúng tin tưởng nhưng Fed thực sự giảm tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ đến 5%, hãy dự đoán cái gì sẽ xảy ra cho tỷ lệ lạm phát và tổng sản phẩm nếu quan điểm tân cổ điển của nền kinh tế là đúng.

*14. Dự đoán của bạn trong bài 13 sẽ khác đi như thế nào, nếu mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển cung cấp một sự mô tả chính xác hơn của nền kinh tế ? Cái gì xảy ra nếu mô hình truyền thống cung cấp một sự mô tả thực tế nhất của nền kinh tế ?

PHỤ LỤC TOÁN HỌC CHO CHƯƠNG 5

Các mô hình định giá tài sản trong thị trường vốn

Trong Chương 5 chúng ta đã giải thích lợi ích của việc đa dạng hóa. Trong phụ lục này, chúng ta nghiên cứu vấn đề đa dạng hóa và sự liên hệ giữa rủi ro và lợi tức một cách chi tiết hơn. Từ đó chúng ta có được một sự hiểu biết về hai lý thuyết cơ bản của việc định giá tài sản: Mô hình định giá tài sản vốn (the capital asset pricing model - CAPM) và lý thuyết định giá ác bit (the arbitrage pricing theory - APT).

ĐA DẠNG HÓA VÀ BETA

Chúng ta bắt đầu phân tích bằng cách xem xét một danh mục chứng khoán gồm n tài sản, lợi tức của nó là:

$$R_p = x_1 R_1 + x_2 R_2 + \dots + x_n R_n \quad (\text{MA } 5.1)$$

trong đó R_p = lợi tức của danh mục n tài sản nói trên.

R_i = lợi tức của tài sản i

x_i = tỉ lệ của danh mục nằm trong tài sản i .

Lợi tức dự tính của danh mục này, $E(R_p)$, bằng

$$\begin{aligned} E(R_p) &= E(x_1 R_1) + E(x_2 R_2) + \dots + E(x_n R_n) \\ &= x_1 E(R_1) + x_2 E(R_2) + \dots + x_n E(R_n) \end{aligned} \quad (\text{M.A } 5.2)$$

Một phép đo rủi ro thích hợp đối với danh mục này là độ lệch chuẩn của lợi tức của danh mục (σ_p) hoặc giá trị bình phương của nó, độ lệch bình phương lợi tức của danh mục này (σ_p^2) có thể được viết như sau:

$$\begin{aligned} \sigma_p^2 &= E[R_p - E(R_p)]^2 = E[(x_1 R_1 + \dots + x_n R_n) - (x_1 E(R_1) + \\ &\dots + x_n E(R_n))]^2 = E[x_1 \{R_1 - E(R_1)\} + \dots + x_n \{R_n - E(R_n)\}]^2 \end{aligned}$$

Biểu thức này có thể được viết lại là:

$$\sigma_p^2 = \{[x_1 \{R_1 - E(R_1)\} + \dots + x_n \{R_n - E(R_n)\}] \times [R_p - E(R_p)]\}$$

$$= x_1 E[(R_1 - E(R_1)) \times (R_p - E(R_p))] + \dots + x_n E[(R_n - E(R_n)) \times (R_p - E(R_p))]$$

Từ đây ta có biểu thức độ lệch bình phương lợi tức của danh mục này :

$$\sigma_p^2 = x_1 \sigma_{1p} + x_2 \sigma_{2p} + \dots + x_n \sigma_{np} \quad (\text{MA 5.3})$$

trong đó :

σ_{ip} = độ lệch chuẩn thành phần của lợi tức của tài sản i

với lợi tức của danh mục = $E[(R_i - E(R_i)) \times (R_p - E(R_p))]$.

Phương trình (MA 5.3) cho chúng ta biết rằng phần rủi ro mà tài sản i góp vào danh mục là $x_i \sigma_{ip}$. Khi chia phần rủi ro này cho tổng rủi ro của danh mục σ_p^2 , ta có tỉ lệ rủi ro thuộc tài sản i đối với rủi ro của danh mục :

$$x_i \sigma_{ip} / \sigma_p^2.$$

Tỉ số σ_{ip} / σ_p^2 cho chúng ta biết về độ nhạy của lợi tức thuộc tài sản i đối với lợi tức của danh mục. Tỉ số này càng lớn thì giá trị của tài sản thay đổi càng nhiều theo những thay đổi giá trị của danh mục, và tài sản i càng góp nhiều rủi ro vào rủi ro của danh mục. Những thao tác đại số của chúng ta đưa đến một kết luận quan trọng sau : *Phần góp của một tài sản vào rủi ro của một danh mục không phụ thuộc vào rủi ro của tài sản đó khi đứng riêng biệt, mà phụ thuộc vào độ nhạy của lợi tức của tài sản đó đối với những thay đổi về giá trị của danh mục đó.*

Nếu tổng số của toàn thể các tài sản rủi ro trên thị trường được đưa vào danh mục, thì danh mục được gọi là **danh mục thị trường**. Nếu chúng ta giả sử rằng danh mục p là danh mục thị trường m , thì tỉ số σ_{im} / σ_m^2 được gọi là **bêta** của tài sản i , tức là :

$$\beta_i = \sigma_{im} / \sigma_m^2 \quad (\text{MA 5.4})$$

trong đó β_i = bêta của tài sản i .

Bêta của một tài sản là một phép đo phần góp của tài sản đó góp vào rủi ro của danh mục thị trường nói trên. Một bêta cao hơn nghĩa là lợi tức của một tài sản nhạy cảm hơn đối với những thay đổi về giá trị của danh mục thị trường và cũng có nghĩa là tài sản đó góp nhiều hơn vào rủi ro của danh mục đó.

Một cách khác để hiểu bêta là thừa nhận rằng lợi tức của tài sản i có thể được coi như do 2 thành phần cấu thành - một thành phần biến thiên theo lợi tức của thị trường (R_m) và thành phần khác, một yếu tố bất định với một giá trị dự tính 0, là duy nhất cho tài sản này (ϵ_i) và như vậy không có liên quan gì đến lợi tức thị

trường.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \epsilon_i \quad (\text{MA 5.5})$$

Lợi tức dự tính của tài sản i này có thể được viết như sau :

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i E(R_m).$$

Để trình bày rằng β_i trong biểu thức trên đây là beta của tài sản i mà ta đã định nghĩa trước đây qua việc tính độ lệch chuẩn thành phần của lợi tức của tài sản i với lợi tức thị trường khi sử dụng ϵ_i phương trình trên đây :

$$\begin{aligned} \sigma_{im} &= E[(R_i - E(R_i)) \times (R_m - E(R_m))] = \\ &= E[(\beta_i [R_m - E(R_m)] + \epsilon_i) \times (R_m - E(R_m))] \end{aligned}$$

Tuy nhiên, do ϵ_i không có liên hệ với R_m ,

$$E[(\epsilon_i) \times (R_m - E(R_m))] = 0$$

Do đó

$$\sigma_{im} = \beta_i \sigma_m^2$$

Khi chia cho σ_m^2 chúng ta có biểu thức sau đây cho β_i :

$$\beta_i = \sigma_{im} / \sigma_m^2.$$

Đây cũng chính là định nghĩa cho beta mà chúng ta đã tìm được ở phương trình (MA 5.4).

Lý do của việc chứng minh rằng β_i ở phương trình (MA 5.5) giống với β_i mà ta đã tìm được ở đây là vì phương trình (MA 5.5) giúp dễ nhận thấy hơn việc beta của một tài sản đo độ nhạy của tài sản đối với những thay đổi của lợi tức thị trường như thế nào. Phương trình MA 5.5 cho chúng ta biết rằng khi beta của một tài sản là 1,0 thì lợi tức tính trung bình của nó tăng thêm 1% khi lợi tức thị trường tăng thêm 1% ; khi beta là 2,0 thì lợi tức tính trung bình của tài sản đó tăng thêm 2% khi lợi tức thị trường tăng thêm 1%, và khi beta là 0,5 lợi tức trung bình của tài sản chỉ tăng 0,5% khi lợi tức thị trường tăng 1%.

Phương trình (MA 5.5) cũng cho chúng ta biết rằng chúng ta có thể ước tính beta bằng cách so sánh lợi tức trung bình của một tài sản với lợi tức trung bình thị trường. Đối với một số người trong các bạn có chút ít kiến thức về tính toán kinh tế, sự ước tính beta này chỉ là một phép hồi quy bình phương tối thiểu thông thường của lợi tức của một tài sản trên lợi tức thị trường. Thực vậy, công thức ước tính bình phương tối thiểu thông thường $\beta_i = \sigma_{im} / \sigma_m^2$ hoàn toàn như định nghĩa β_i trên đây.

RỦI RO HỆ THỐNG VÀ RỦI RO KHÔNG HỆ THỐNG

Chúng ta có thể có được một khái niệm quan trọng về tính rủi ro của một tài sản khi dùng phương trình (MA 5.5). Độ lệch bình phương trung bình của tài sản i có thể được tính theo phương trình (MA 5.5) như :

$$\sigma_i^2 = E[R_i - E(R_i)]^2 = E[\beta_i(R_m - E(R_m)) + \epsilon_i]^2$$

và vì ϵ_i không liên quan đến lợi tức thị trường

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{\epsilon_i}^2$$

Tổng độ lệch bình phương lợi tức của tài sản này có thể được tách làm một thành phần có liên quan đến rủi ro thị trường, $\beta_i^2 \sigma_m^2$, và một thành phần nữa, duy nhất đối với tài sản này, $\sigma_{\epsilon_i}^2$. Thành phần $\beta_i^2 \sigma_m^2$ có liên quan đến rủi ro thị trường được gọi là **rủi ro hệ thống** vì thành phần $\sigma_{\epsilon_i}^2$ duy nhất đối với tài sản này được gọi là **rủi ro không hệ thống**. Như vậy ta có thể viết tổng rủi ro của một tài sản như được hình thành bởi rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống.

Tổng rủi ro tài sản = Rủi ro hệ thống + Rủi ro không hệ thống (MA 5.6)

Mỗi thứ rủi ro hệ thống và không hệ thống có một đặc điểm khác nhau khiến cho sự khác biệt giữa 2 loại rủi ro này có ý nghĩa quan trọng. Rủi ro hệ thống là một phần trong rủi ro của 1 tài sản, phần này không thể bị loại bỏ bằng cách giữ tài sản này như là một phần của một danh mục được đa dạng hóa, trong khi đó, rủi ro không hệ thống là một phần trong rủi ro của 1 tài sản, phần này có thể được loại bỏ trong một danh mục được đa dạng hóa. Việc hiểu những đặc điểm này của rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống đưa đến kết luận quan trọng sau đây : *Rủi ro của một danh mục được đa dạng hóa tốt chỉ phụ thuộc vào rủi ro hệ thống của những tài sản trong danh mục đó.*

Chúng ta có thể thấy kết luận này là đúng khi xem xét một danh mục gồm n tài sản, mỗi tài sản có cùng một tỉ trọng trong danh mục ($1/n$). Khi dùng phương trình (MA 5.5), lợi tức của danh mục này là :

$$R_p = (1/n) \sum_{i=1}^n \alpha_i + (1/n) \sum_{i=1}^n \beta_i R_m + (1/n) \sum_{i=1}^n \epsilon_i$$

nó có thể được viết lại là :

$$R_p = \bar{\alpha} + \bar{\beta} R_m + (1/n) \sum_{i=1}^n \epsilon_i$$

trong đó :

$$\bar{\alpha} = \text{trung bình của các } \alpha_i = (1/n) \sum_{i=1}^n \alpha_i$$

$$\bar{\beta} = \text{trung bình của các } \beta_i = (1/n) \sum_{i=1}^n \beta_i$$

Nếu danh mục được đa dạng hóa tốt thì các ϵ_i không có liên quan với nhau, nhờ việc này và việc tất cả những ϵ_i không liên quan đến lợi tức thị trường, độ lệch chuẩn bình phương của lợi tức thị trường nói trên được tính như sau :

$$\sigma_p^2 = \bar{\beta}^2 \sigma_m^2 + (1/n) (\text{độ lệch chuẩn bình phương trung bình của } \epsilon_i).$$

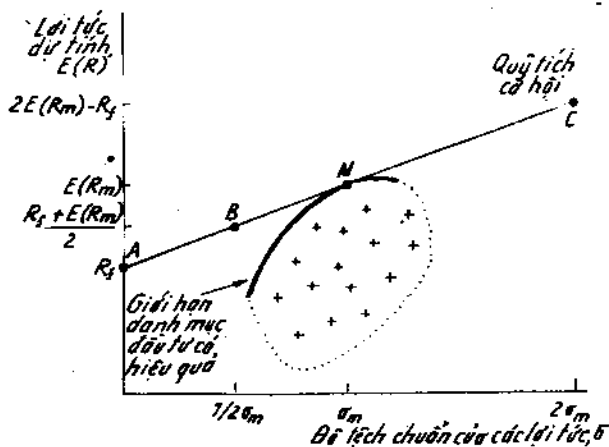
Do n ở về 2 lớn, $(1/n)$ (độ lệch chuẩn bình phương trung bình của ϵ_i) trở lên rất nhỏ, do đó một danh mục được đa dạng hóa tốt có một rủi ro là $\bar{\beta}^2 \sigma_m^2$, chỉ liên quan đến rủi ro hệ thống. Như kết luận trước đây chỉ rõ, rủi ro không hệ thống có thể được loại bỏ trong một danh mục đa dạng hóa tốt. Sự lập luận này cũng cho ta biết rằng rủi ro của một danh mục được đa dạng hóa tốt lớn hơn rủi ro của danh mục thị trường tương ứng nếu beta trung bình của những tài sản trong danh mục lớn hơn 1 ; tuy nhiên, rủi ro của danh mục nhỏ hơn danh mục thị trường nếu beta trung bình của những tài sản này nhỏ hơn 1.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VỐN (CAPM)

Bây giờ chúng ta có thể dùng khái niệm mà chúng ta đã xây dựng về rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống và các beta để có được một trong những mô hình định giá tài sản được dùng rộng rãi nhất - mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) do William Sharpe, John Litner và Jack Treynor xây dựng.

Mỗi chữ thập trên hình MA 5.1 cho biết độ lệch chuẩn và lợi tức dự tính đối với mỗi một tài sản rủi ro. Bằng cách đặt những tỉ lệ khác nhau của những tài sản này vào các danh mục, ta có thể tạo ra một độ lệch chuẩn và một lợi tức dự tính cho mỗi một trong những danh mục này khi sử dụng các phương trình (MA 5.2) và (MA 5.3). Vùng giới hạn những chấm (...) trên hình cho thấy những kết hợp này của độ lệch chuẩn và lợi tức dự tính cho những danh mục nói trên. Vì những người không thích rủi ro luôn ưu tiên có một lợi tức dự tính cao hơn và một độ lệch chuẩn lợi tức thấp hơn, những kết hợp độ lệch chuẩn - lợi tức dự tính hấp dẫn nhất là những kết hợp nằm dọc theo đường đậm nét, đường này được gọi

là **giới hạn danh mục đầu tư có hiệu quả**. Chúng là những kết hợp lợi tức dự tính - độ lệch chuẩn mà những nhà đầu tư không ưa mạo hiểm sẽ luôn luôn ưu tiên.



Hình MA 5.1: Đồ thị bán tốt trên cơ sở lợi tức dự tính - Rủi ro. Nhưng chớ thấp cho biết kết hợp của độ lệch chuẩn và lợi tức dự tính cho mỗi một tài sản rủi ro. Đường biên danh mục hiệu quả chỉ rõ những kết hợp lợi tức dự tính - độ lệch chuẩn được ưu tiên nhất. Những kết hợp này có được nhờ việc đặt những tài sản rủi ro vào trong các danh mục. Nhờ việc đi vay và cho vay ở mức lãi suất không rủi ro và việc đầu tư vào danh mục M, nhà đầu tư có thể thu được những kết hợp lợi tức dự tính - độ lệch chuẩn nằm dọc theo đường nối các điểm A, B, M và C. Đường này, đường cơ hội có chứa những kết hợp tốt nhất của độ lệch chuẩn và lợi tức dự tính sẵn sàng cho nhà đầu tư, do đó đường cơ hội này cho thấy đồ bán tốt nằm giữa những lợi tức dự tính và rủi ro cho nhà đầu tư này.

Mô hình định giá tài sản vốn giả sử rằng những nhà đầu tư có thể vay và cho vay nhiều như họ muốn ở một mức lãi suất không rủi ro, R_f . Bằng cách cho vay ở một mức lãi suất không rủi ro (risk-free), nhà đầu tư này thu được một lợi tức R_f và cuộc đầu tư của anh ta có 1 độ lệch chuẩn zero bởi vì nó là đầu tư không rủi ro. Kết hợp độ lệch chuẩn - lợi tức dự tính cho cuộc đầu tư không có rủi ro này được đánh dấu là điểm A trên Hình MA 5.1. Giả thiết một nhà đầu tư quyết định đặt một nửa của cái của anh ta vào một món cho vay không có rủi ro và nửa còn lại vào danh mục nằm trên đường biên danh mục hiệu quả với một kết hợp lợi tức dự tính - độ lệch chuẩn được đánh dấu bằng điểm M trên hình vẽ. Khi sử dụng phương trình (MA 5.2) bạn có thể kiểm nghiệm thấy rằng lợi tức dự tính của danh mục mới này nằm ở quãng giữa R_f và $E(R_m)$, tức là, $[R_f + E(R_m)]/2$. Một cách tương tự, do độ lệch chuẩn thành phần giữa lợi tức không rủi ro và lợi tức của danh mục M nhất thiết phải là zero do không có điều gì không chắc chắn về lợi tức của món cho vay không có rủi ro này, bạn sẽ cũng có thể kiểm tra, bằng cách

dùng phương trình (MA 5.3), để thấy rằng độ lệch chuẩn của lợi tức của danh mục mới nói trên là ở quãng giữa zero và σ_m , tức là $(1/2) \sigma_m$. Kết hợp lợi tức dự tính độ lệch chuẩn cho danh mục mới này được đánh dấu bằng điểm B trên hình vẽ, và bạn có thể thấy, nó nằm giữa đoạn nối điểm A và điểm M . Tương tự, nếu một nhà đầu tư đi vay một món tổng cộng bằng của cải của cô ta ở mức lãi suất không rủi ro, R_f và đầu tư tiền thu được cộng với của cải của cô ta ở mức lãi suất không rủi ro, R_f và đầu tư tiền thu được cộng với của cải của cô ta (tức là hai lần của cải của cô ta) vào danh mục M , thì độ lệch chuẩn của danh mục mới này sẽ là hai lần độ lệch chuẩn lợi tức của danh mục M , $2\sigma_m$. Mặt khác, dùng phương trình (MA 5.2), thì lợi tức dự tính của danh mục mới này là $E(R_m)$ cộng với $E(R_m) - R_f$ bằng $2E(R_m) - R_f$. Kết hợp lợi tức dự tính - độ lệch chuẩn này được ký hiệu là điểm C trên hình vẽ đó.

Nay bạn có thể thấy rằng cả hai điểm B và C nằm trên đường nối điểm A và điểm M . Thực vậy, bằng cách chọn các khoản tiền vay và cho vay khác nhau, một nhà đầu tư có thể tạo ra một danh mục có một kết hợp lợi tức dự tính - độ lệch chuẩn nằm ở bất kỳ chỗ nào trên đường nối điểm A và M . Bạn có thể là đã chú ý rằng điểm M được chọn sao cho đường nối điểm A và M là đường tiếp tuyến với đường giới hạn danh mục đầu tư có hiệu quả. Lý do để chọn điểm M theo cách này là ở chỗ nó dẫn tới những kết hợp lợi tức dự tính - độ lệch chuẩn nằm dọc theo đường đó và chúng là những điểm mà một nhà đầu tư không ưa rủi ro rất mong muốn. Đường nối trên có thể coi như *quỹ tích cơ hội*, nó cho thấy những kết hợp các lợi tức dự tính - các độ lệch chuẩn tốt nhất để các nhà đầu tư sử dụng.

Mô hình định giá tài sản vốn này tạo ra một sự thừa nhận khác: Tất cả các nhà đầu tư có cùng một sự đánh giá về lợi tức dự tính và độ lệch chuẩn của tất cả các tài sản. Trong trường hợp này, danh mục M là như nhau đối với mọi nhà đầu tư. Như vậy, khi tất cả những tài sản nắm giữ thuộc danh mục M của các nhà đầu tư được cộng lại với nhau, chúng phải bằng tất cả những tài sản rủi ro trên thị trường, đó đúng là danh mục thị trường. Việc thừa nhận rằng tất cả các nhà đầu tư có cùng sự đánh giá như nhau về rủi ro và lợi tức cho tất cả các tài sản như vậy nghĩa là danh mục M là danh mục thị trường. Do đó, R_m và σ_m trên hình MA 5.1 là cùng loại với lợi tức thị trường, R_m và độ lệch chuẩn của lợi tức này, σ_m (được nói tới ở đầu phụ lục này).

Việc kết luận rằng danh mục thị trường và danh mục M là một và như nhau nghĩa là quỹ tích cơ hội trên Hình MA 5.1 có thể được xem như chỉ ra dịp buôn bán tốt giữa những lợi tức dự tính và rủi ro tăng lên cho nhà đầu tư đó. Dịp buôn

bán tốt này được biểu thị bằng độ dốc của quỹ tích cơ hội, $E(R_m) - R_f$ và nó cho ta biết khi một nhà đầu tư đang có ý định tăng rủi ro danh mục của mình bằng σ_m thì anh ta có thể thu được một lợi tức dự tính phụ thêm là $E(R_m) - R_f$. Giá thị trường của một đơn vị rủi ro thị trường, σ_m , là $E(R_m) - R_f$. $E(R_m) - R_f$ do vậy được gọi là **giá rủi ro thị trường**.

Nay chúng ta biết rằng giá rủi ro thị trường là $E(R_m) - R_f$ và chúng ta cũng đã biết được rằng beta của 1 tài sản cho biết về rủi ro hệ thống, bởi vì nó là phần góp của tài sản đó vào rủi ro của 1 danh mục. Do đó, số lượng do lợi tức dự tính của một tài sản vượt quá mức lãi suất không rủi ro $E(R_f) - R_f$, sẽ phải bằng giá rủi ro thị trường nhân với phần góp của tài sản đó và rủi ro của danh mục, $[E(R_m) - R_f] \beta_i$. Sự suy luận này thu được mối tương quan định giá tài sản CAPM :

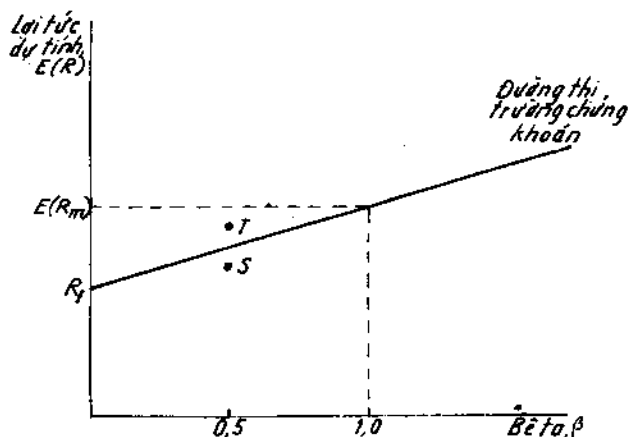
$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad (\text{MA 5.7})$$

Phương trình định giá tài sản CAPM này được thể hiện bằng đường nghiêng đi lên trên Hình MA 5.2, gọi là **đường thị trường chứng khoán**. Nó cho biết lợi tức dự tính mà thị trường đặt ra cho một chứng khoán bằng cách cho biết beta của nó. Ví dụ, nó cho ta biết rằng nếu một chứng khoán có một beta là 1,0 thì phần góp của nó vào rủi ro của một danh mục cũng giống như danh mục thị trường, khi đó nó sẽ phải được định giá để có cùng một lợi tức dự tính như danh mục thị trường, $E(R_m)$.

Để thấy rằng các chứng khoán phải được đánh giá sao cho kết hợp beta - lợi tức dự tính của chúng phải nằm trên đường thị trường chứng khoán, chúng ta hãy xét một chứng khoán như S trên hình vẽ, nó ở dưới đường thị trường chứng khoán. Nếu một nhà đầu tư thực hiện một khoản đầu tư trong đó một nửa đặt vào danh mục thị trường và một nửa vào một món cho vay không rủi ro, lúc đó beta của khoản đầu tư này sẽ là 0,5 giống như chứng khoán S. Tuy nhiên, khoản đầu tư này sẽ có một lợi tức dự tính trên đường thị trường chứng khoán, nó lớn hơn lợi tức dự tính của chứng khoán S. Do đó các nhà đầu tư sẽ không muốn giữ chứng khoán S và giá hiện hành của nó sẽ sụt giảm, như thế làm tăng lợi tức dự tính của nó cho tới khi nó bằng số lượng được chỉ ra trên đường thị trường chứng khoán. Mặt khác, giả thiết có 1 chứng khoán như T có một beta là 0,5, nhưng lợi tức dự tính của nó nằm phía trên đường thị trường chứng khoán. Bằng cách đưa chứng khoán này vào một danh mục được đa dạng hóa tốt với các tài sản khác có một beta là 0,5, không chứng khoán vào trong chúng có thể có một lợi tức dự tính nhỏ hơn lợi tức được đường chứng khoán chỉ ra (như chúng ta đã nêu ra), các nhà đầu tư có thể thu được một danh mục có một lợi tức dự tính cao hơn so với lợi

tức thu được bằng cách đặt một nửa vào một món cho vay không rủi ro và một nửa vào danh mục thị trường. Điều này sẽ có nghĩa là tất cả những nhà đầu tư sẽ muốn giữ thêm chứng khoán T, và như vậy giá của nó sẽ tăng, như vậy làm giảm lợi tức dự tính của nó tới khi nó bằng số lượng được chỉ ra trên đường thị trường chứng khoán.

Mô hình định giá tài sản vốn công thức hóa khái niệm quan trọng sau : **Một tài sản phải được định giá sao cho nó có một lợi tức cao hơn không phải lúc nó có một rủi ro lớn hơn khi đứng riêng lẻ, mà vào lúc rủi ro hệ thống của nó là lớn hơn.**



Hình MA 5.2. Đường thị trường chứng khoán. Đường thị trường chứng khoán rút ra từ mô hình định giá tài sản vốn mô tả tương quan giữa beta của một tài sản và lợi tức dự tính của nó.

LÝ THUYẾT ĐỊNH GIÁ ÁC BÍT

Tuy rằng mô hình định giá tài sản vốn đã chứng tỏ là rất hữu ích trong thực tiễn, nhưng nó đòi hỏi chấp nhận một số giả thiết phi thực tế, ví dụ, thừa nhận rằng các nhà đầu tư có thể vay và cho vay một cách tự do ở một mức lãi suất không rủi ro, hoặc thừa nhận rằng tất cả các nhà đầu tư có cùng một sự đánh giá về các lợi tức dự tính và các độ lệch chuẩn của các lợi tức đối với tất cả các tài sản. Một phương thức thay thế quan trọng cho mô hình định giá tài sản vốn là lý thuyết định giá ác-bít (ATP), do Stephen Ross thuộc Học viện Yale xây dựng.

Khác với CAPM là mô hình chỉ có một nguồn rủi ro hệ thống, lợi tức thị trường, APT quan niệm rằng có thể có một vài nguồn rủi ro hệ thống trong nền

kinh tế, chúng không thể bị loại bỏ thông qua việc đa dạng hóa. Những nguồn rủi ro này có thể được xem như những yếu tố có thể liên quan đến những vấn đề như lạm phát, tổng sản phẩm cuối cùng, chi phí rủi ro vô nợ, và/hoặc cấu trúc lãi suất. Lợi tức của một tài sản i như vậy có thể được viết như gồm những thành phần biến thiên theo những yếu tố này và một thành phần bất định, thành phần này là duy nhất cho tài sản đó (ϵ_i):

$$R_i = \beta_1^i (\text{yếu tố 1}) + \beta_2^i (\text{yếu tố 2}) + \dots + \beta_K^i (\text{yếu tố } K) + \epsilon_i \quad (\text{MA 5.8}).$$

Do có K yếu tố, mô hình này được gọi là một mô hình K yếu tố. Các $\beta_1^i, \dots, \beta_K^i$, mô tả độ nhạy của lợi tức của tài sản i cho mỗi một trong những yếu tố này.

Đúng như trong mô hình định giá tài sản vốn, những nguồn rủi ro hệ thống này phải được định giá. Giá thị trường cho mỗi một yếu tố j có thể được xem như $E(R_{\text{yếu tố } j}) - R_f$ và do đó lợi tức dự tính của một chứng khoán có thể được viết là:

$$E(R_i) = R_f + \beta_1^i [E(R_{\text{yếu tố 1}}) - R_f] + \dots + \beta_K^i [E(R_{\text{yếu tố } K}) - R_f] \quad (\text{MA 5.9}).$$

Phương trình định giá tài sản này cho thấy rằng tất cả các chứng khoán phải có cùng một giá thị trường cho những rủi ro mà mỗi yếu tố góp vào.

Nếu lợi tức dự tính cho một chứng khoán nằm bên trên số lượng mà phương trình định giá APT chỉ ra, thì nó sẽ mang lại một lợi tức dự tính cao hơn một danh mục của những chứng khoán khác có cùng một độ nhạy trung bình cho mỗi yếu tố. Do đó các nhà đầu tư sẽ muốn nắm giữ thêm chứng khoán này và giá của nó sẽ tăng cho đến khi lợi tức dự tính giảm đến giá trị mà phương trình APT chỉ ra. Mặt khác, nếu lợi tức dự tính của chứng khoán này là thấp hơn so với số lượng mà phương trình APT chỉ ra, thì không ai muốn giữ chứng khoán này bởi vì có thể thu được lợi tức dự tính cao hơn bằng một danh mục chứng khoán có cùng độ nhạy trung bình cho mỗi yếu tố. Kết quả là, giá của chứng khoán nói trên sẽ giảm đến khi lợi tức dự tính của nó giảm đến giá trị mà phương trình APT chỉ ra.

Như phần soạn thảo vấn đề này về lý thuyết định giá ác bit cho thấy, lý thuyết này ủng hộ một kết luận cơ bản rút ra từ mô hình định giá tài sản vốn: Một tài sản phải được định giá sao cho nó có một lợi tức dự tính cao hơn không phải vào lúc nó có một rủi ro lớn hơn khi đứng riêng lẻ, mà là khi rủi ro hệ thống của nó lớn hơn. Vẫn còn có những tranh cãi gay go về việc: một biến thể của mô hình định giá tài sản vốn hoặc lý thuyết định giá ác bit là một mô tả thực tế tốt hơn? Hiện nay, cả 2 khuôn mẫu được coi là những công cụ có giá trị để hiểu biết rủi ro tác động đến giá tài sản như thế nào.

Lý giải toán học về mô hình Baumol - Tobin và mô hình số trung bình - biến thiên Tobin

MÔ HÌNH BAUMOL - TOBIN VỀ NHU CẦU GIAO DỊCH TIỀN TỆ

Ý tưởng cơ bản sau mô hình Baumol - Tobin đã được trình bày trong chương. Ở đây, chúng ta nghiên cứu kỹ lý luận toán học làm cơ sở cho mô hình của họ. Giả thuyết của mô hình này là :

1. Một cá nhân nhận được thu nhập T_u vào lúc bắt đầu của mỗi thời kỳ.
2. Một cá nhân chi tiêu thu nhập của mình ở một mức không đổi, và do vậy, lúc kết thúc thời kỳ đó ông ta đã chi tiêu tất cả thu nhập T_u của mình.
3. Chỉ có 2 tài sản là tiền mặt và trái khoán. Tiền mặt có lợi tức danh nghĩa bằng 0 và trái khoán có lợi tức i .
4. Mỗi lần một cá nhân mua hoặc bán trái khoán để thu tiền mặt, ông ta chịu một phí môi giới cố định b .

Chúng ta hãy biểu thị số lượng tiền mặt mà cá nhân đó thu được mỗi khi ông ta mua hoặc bán trái khoán là C , và n = số lần ông ta thực hiện một giao dịch trái khoán. Như chúng ta đã thấy ở Hình 23.3, trong đó $T_u = 1000$, $C = 500$ và $n = 2$.

$$n = T_u / C$$

Vì chi phí môi giới mỗi lần giao dịch trái khoán là b , tổng chi phí môi giới cho một thời kỳ là

$$nb = \frac{bT_u}{C}$$

Không những có chi phí môi giới mà còn có chi phí cơ hội đối với việc giữ tiền mặt thay vì giữ trái khoán. Chi phí cơ hội này bằng lãi suất i nhân với số dư tiền mặt trung bình được giữ trong thời kỳ này và như thảo luận ở Chương này bằng $C/2$. Lúc đó chi phí cơ hội là :

$$\frac{iC}{2}$$

Cộng hai chi phí này chúng ta có chi phí tổng đối với một cá nhân bằng

$$COSTS = \frac{bT_o}{C} + \frac{iC}{2}$$

Cá nhân đó muốn giảm đến tối thiểu chi phí của mình bằng cách chọn mức C thích hợp. Như vậy ông ta lấy đạo hàm chi phí theo C và đặt nó bằng 0⁽¹⁾. Đó là⁽²⁾

$$\frac{d COSTS}{dC} = \frac{-bT_o}{C^2} + \frac{i}{2} = 0$$

Giải tìm C ta có mức C tối ưu

$$C = \frac{2bT_o}{i}$$

(1) Để giảm đến tối thiểu chi phí, đạo hàm bậc 2 của nó phải lớn hơn 0. Chúng ta thấy như vậy, vì

$$\frac{d^2 COSTS}{dC^2} = \frac{-2}{C^3} (-bT_o) = \frac{2bT_o}{C^3} > 0.$$

(2) Một cách khác để có Phương trình (MA 23.1) là để cho cá nhân đó làm cực đại lợi nhuận của mình, nó bằng lãi suất trái khoán trừ đi chi phí môi giới. Mức giữ trái khoán trung bình qua một thời kỳ là :

$$\frac{T_o}{2} - \frac{C}{2}$$

Như vậy lợi nhuận là :

$$LỢI NHUẬN = \frac{i}{2} [T_o - C] - \frac{bT_o}{C}$$

sau đó

$$\frac{d LỢI NHUẬN}{dC} = -\frac{i}{2} + \frac{bT_o}{C^2} = 0$$

Phương trình này nhận được qui tắc cân bằng 2 giống như ở (MA 23.1).

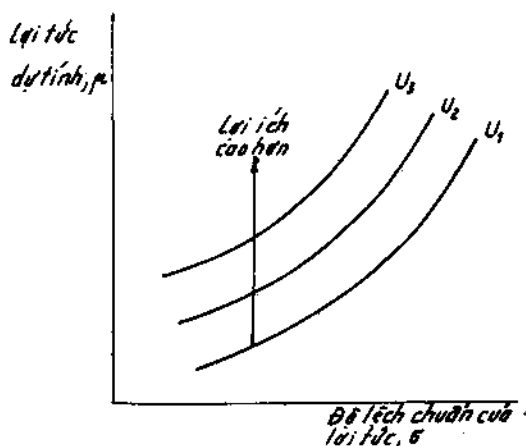
Do lượng cầu tiền, M^d , là số dư tiền mặt trung bình muốn nắm giữ, $C/2$

$$M^d = \frac{1}{2} \sqrt{\frac{2bT_0}{i}} = \sqrt{\frac{bT_0}{2i}} \quad (\text{MA 23.1})$$

Đây là quy tắc căn bậc 2 nổi tiếng. Có những nhận xét sau về lượng cầu tiền tệ :

1. Nhu cầu giao dịch tiền tệ có tương quan nghịch với lãi suất i .
2. Nhu cầu giao dịch tiền tệ có tương quan thuận với thu nhập, nhưng có cơ cấu tỉ lệ trong việc nắm giữ tiền - tức là, lượng cầu tiền tăng nhưng chưa đến mức tỉ lệ với thu nhập. Ví dụ, nếu T_0 tăng gấp 4 lần trong phương trình (MA 23.1), thì lượng cầu tiền chỉ gấp đôi.
3. Một sự hạ thấp chi phí môi giới nhờ cải tiến kỹ thuật sẽ làm tăng lượng cầu tiền.
4. Không có lạm tưởng nào về lượng cầu tiền. Nếu mức giá tăng gấp đôi thì cả T_0 và b sẽ gấp đôi. Phương trình (MA 23.1) khi ấy chỉ ra rằng M cũng tăng gấp đôi. Như thế lượng cầu về số dư tiền thực tế giữ nguyên không đổi, điều này có ý nghĩa vì cả lãi suất và thu nhập thực tế đều đã không thay đổi.

MÔ HÌNH SỐ TRUNG BÌNH - BIẾN THIÊN TOBIN



Hình MA 23.1. Các đường đồng dạng trong một mô hình số trung bình - biến thiên. Các đường này dốc lên và những đường đồng dạng ở cao hơn chỉ ra rằng lợi ích cao hơn, nói cách khác là $U_3 > U_2 > U_1$.

Phân tích số trung bình - biến thiên của Tobin về lượng cầu tiền chính là một sự ứng dụng ý tưởng cơ bản của lý thuyết lượng cầu tài sản được trình bày ở Chương 5. Tobin thừa nhận rằng lợi ích mà dân chúng tìm thấy từ tài sản của họ có tương quan thuận với lợi tức dự tính ở danh mục tài sản của họ và có tương quan nghịch với mức rủi ro của danh mục đó như được biểu thị bằng biến thiên (hoặc độ lệch chuẩn) của lợi tức của nó. Khuôn mẫu này hàm ý rằng một cá nhân có những đường cong đồng

dạng và chúng có thể được vẽ như trên Hình MA 23.1. Chú ý rằng những đường cong đồng dạng này dốc lên vì một cá nhân sẵn sàng chấp nhận thêm rủi ro nếu ông ta được thấy một lợi tức dự tính cao hơn. Ngoài ra, khi chúng ta tiến tới những đường cong đồng dạng ở cao hơn thì lợi ích là cao hơn bởi vì với cùng một mức rủi ro thì lợi tức dự tính cao hơn.

Tobin xem xét việc chọn giữ tiền là việc chắc chắn có lợi tức bằng 0 hoặc giữ trái khoán, lợi tức của nó R_B là :

$$R_B = i + g$$

trong đó i = lãi suất trái khoán.

g = mức lợi vốn.

Tobin cũng thừa nhận rằng mức lợi vốn dự tính là 0³ và số biến thiên của nó là σ_g^2 . Tức là,

$$E(g) = 0 \text{ và do vậy } E(R_B) = i + 0 = i$$

$$\text{Var}(g) = E[(g - E(g))^2] = E(g^2) = \sigma_g^2$$

trong đó $E(\dots)$ = kỳ vọng của biến thiên bên trong dấu ngoặc.

$\text{Var}(\dots)$ = số biến thiên của biến số bên trong dấu ngoặc.

Nếu A là phần trái khoán của danh mục ($0 \leq A \leq 1$) và $1 - A$ là phần tiền của danh mục, thì lợi tức của danh mục này, R , có thể viết :

$$R = AR_B + (1 - A) \times 0 = AR_B = A(i + g)$$

Sau đó số trung bình - số biến thiên của lợi tức của danh mục, được biểu thị lần lượt là μ và σ^2 , có thể được tính như sau :

$$\mu = E(R) = E(AR_B) = A E(R_B) = Ai$$

$$\sigma^2 = E[R - \mu]^2 = E[A(i + g) - Ai]^2 = E(Ag)^2 = A^2 E(g^2) = A^2 \sigma_g^2$$

Lấy căn bậc 2 của 2 vế của phương trình vừa viết trên và giải để tìm A ta có :

$$A = \frac{1}{\sigma_g} \sigma \quad (\text{MA 23.2})$$

Thay giá trị này của A vào phương trình $\mu = Ai$ và dùng phương trình trước đó, ta có :

$$\mu = \frac{i}{\sigma_g} \sigma \quad (\text{MA 23.3})$$

(3) Thừa nhận này không ảnh hưởng đến kết quả. Nếu $E(g) \neq 0$ thì nó có thể được cộng vào phần lãi suất i và sự phân tích tiến hành như trên.

Phương trình (MA 23.3) gọi là *quỹ tích cơ hội* vì nó cho ta biết các kết hợp μ và σ có thể thực hiện được đối với cá nhân ấy. Phương trình này được viết theo một dạng trong đó biến số μ ứng với trục Y và σ ứng với trục X . Quỹ tích cơ hội là một đường thẳng đi qua gốc tọa độ với độ dốc i/σ_g . Nó được vẽ ở nửa trên của Hình MA 23.2 cùng với những đường cong đồng dạng của hình vẽ trước.

Đường cong đồng dạng cao nhất đạt được tại điểm B , tiếp điểm của đường cong đồng dạng và quỹ tích cơ hội. Điểm này xác định mức rủi ro tối ưu, σ^* , trên hình đó. Như Phương trình (MA 23.2) cho thấy, mức tối ưu của A , A^* , là

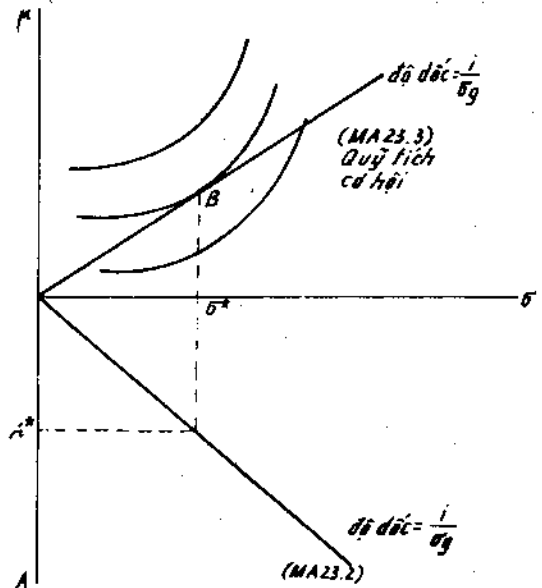
$$A^* = \frac{\sigma^*}{\sigma_g}$$

Phương trình này được giải ở nửa dưới của Hình MA 23.2. Phương trình (MA 23.2) cho A là một đường thẳng đi qua gốc tọa độ với độ dốc

$$\frac{1}{\sigma_g}$$

Khi cho σ^* , giá trị của A xác định theo đường này chính là giá trị tối ưu A^* . Chú ý rằng phần dưới của hình này được vẽ sao cho khi ta đi xuống thì A tăng dần lên.

Nay ta hãy tự hỏi cái gì xảy ra khi lãi suất tăng từ i_1 đến i_2 . Việc này được thể hiện trên Hình MA 23.3. Do σ_g không thay đổi đường Phương trình (MA 23.2) ở nửa dưới của hình vẽ không đổi. Tuy vậy, độ dốc của quỹ tích cơ hội chắc chắn tăng khi i tăng. Như thế quỹ tích cơ hội này quay lên và chúng ta chuyển tới



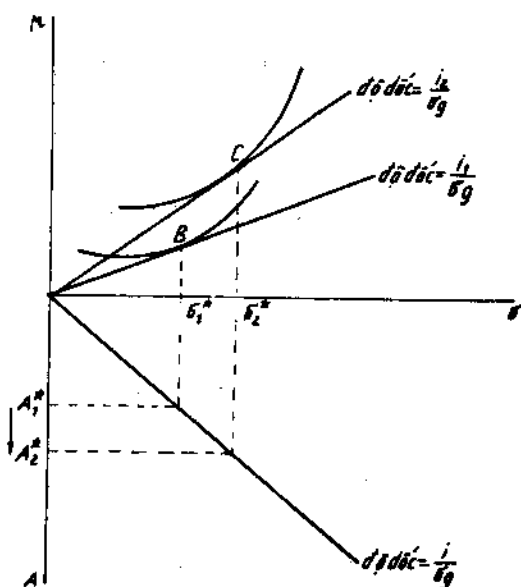
Hình MA 23.2. Chọn tối ưu phần trái khoản của danh mục. Đường cong đồng dạng cao nhất đạt được ở điểm B , tiếp điểm của đường cong đồng dạng này với quỹ tích cơ hội. Điểm này xác định mức rủi ro tối ưu, σ^* , và dùng phương trình (MA 23.2) ở nửa dưới của hình, chúng ta giải để tìm phần trái khoản tối ưu của danh mục, A^* .

điểm C tại tiếp điểm của quỹ tích cơ hội mới và đường cong đồng dạng nói trên. Như bạn có thể thấy, mức rủi ro tối ưu tăng từ σ_1^* tới σ_2^* và phần trái khoán tối ưu của danh mục tăng từ A_1^* tới A_2^* . Vậy ta có kết quả là khi lãi suất trái khoán tăng, lượng cầu tiền giảm; tức là, $1 - A$, phần tiền của danh mục, giảm ⁽⁴⁾

Mô hình của Tobin khi ấy thu được cùng một kết quả như phân tích của Keynes về lượng cầu tiền tẻ lý thuyết. Nó có tương quan nghịch với mức lãi suất. Tuy vậy mô hình này, đưa ra 2 điểm quan trọng mà mô hình của Keynes không có:

1. Những cá nhân đa dạng hóa danh mục của họ và nắm giữ tiền và trái khoán cùng một lúc.

2. Ngay cả nếu lợi tức dự tính của trái khoán lớn hơn lợi tức dự tính của tiền, các cá nhân vẫn sẽ giữ tiền làm nơi trữ của cải vì lợi tức của nó chắc chắn hơn.



Hình MA 23.3. Chọn tối ưu phần trái khoán của danh mục khi lãi suất tăng. Lãi suất trái khoán tăng từ i_1 đến i_2 thì làm quay quỹ tích cơ hội lên trên. Đường cong đồng dạng cao nhất này qua điểm C , tại đó nó là tiếp tuyến với quỹ tích cơ hội mới. Mức rủi ro tối ưu tăng từ σ_1^* tới σ_2^* và khi đó phương trình (MA 23.2) ở nửa dưới của hình này cho thấy phần trái khoán tối ưu của danh mục này tăng từ A_1^* tới A_2^* .

(4) Các đường cong đồng dạng đã được vẽ sao cho kết quả thông thường nhận được là khi i tăng lên A^* cũng tăng lên. Tuy vậy, có một vấn đề tế nhị về thu nhập đối lại các tác dụng khác. Nếu khi dân chúng trở nên giàu hơn họ muốn chịu ít rủi ro hơn và nếu tác dụng thu nhập này lớn hơn tác dụng khác, thì có thể gặp trường hợp kết quả ngược lại là khi i tăng thì A^* giảm. Trường hợp này không chắc có thể xảy ra, đây là lý do vì sao hình vẽ được vẽ sao cho thu được kết quả thông thường nói trên. Để hiểu thêm về vấn đề thu nhập đối lại các tác dụng khác, hãy đọc David Laidler, *The Demand for Money: Theories and Evidence* (Lượng cầu tiền: Lý thuyết và chứng cứ), 3rd, ed (New York: Harper & Row, 1985).

Đại số học của mô hình *ISLM*

Việc dùng đại số học để phân tích mô hình *ISLM* cho phép ta mở rộng phân tích số nhân ở Chương 24 và thu được nhiều kết quả của Chương 24 và 25 rất nhanh chóng.

MÔ HÌNH ISLM KINH TẾ - ĐÓNG CƠ BẢN

Thị trường hàng hóa có thể được mô tả bằng các phương trình sau :

$$C = \bar{C} + mpc (Y - T) \quad \text{Hàm Tiêu Thụ} \quad (\text{MA 25.1})$$

$$I = \bar{I} \cdot di \quad \text{Hàm Đầu Tư} \quad (\text{MA 25.2})$$

$$T = \bar{T} \quad \text{Thuế} \quad (\text{MA 25.3})$$

$$G = \bar{G} \quad \text{Chi Tiêu Chính Phủ} \quad (\text{MA 25.4})$$

$$Y = Y^{\text{ad}} = C + I + G \quad \text{Điều Kiện Cân Bằng Thị Trường Hàng Hóa} \quad (\text{MA 25.5}).$$

Thị trường tiền tệ được mô tả bằng các phương trình sau :

$$M_d = \bar{M}^d + eY \cdot fi \quad \text{Hàm Lượng Cầu Tiền Tệ} \quad (\text{MA 25.6}).$$

$$M^s = \bar{M} \quad \text{Lượng Tiền Cung Ứng} \quad (\text{MA 25.7}).$$

$$M^d = M^s \quad \text{Điều Kiện Cân Bằng Thị Trường Tiền Tệ} \quad (\text{MA 25.8}).$$

Các số hạng chữ hoa là các biến số của mô hình ; $\bar{G}$, $\bar{T}$, và $\bar{M}$ là giá trị của các biến số chính sách, chúng được đặt ngoài (nghĩa là bên ngoài mô hình) ; và $\bar{C}$, $\bar{I}$ và $\bar{M}^d$ là các thành phần chi tiêu tự định của người tiêu thụ, việc chi tiêu đầu tư và lượng cầu tiền, chúng cũng được xác định ngoài (nghĩa là bên ngoài mô hình). Ngoại trừ lãi suất i , các số hạng chữ thường là các thông số, các giá trị cho trước của mô hình và tất cả được giả thiết là dương. Các định nghĩa của các biến số và các thông số này là :

$$C = \text{việc chi tiêu tiêu dùng}$$

$$I = \text{việc chi tiêu đầu tư}$$

$$G = \bar{G} = \text{việc chi tiêu của chính phủ}$$

$$Y = \text{sản phẩm}$$

$$T = \bar{T} = \text{thuế}$$

- M^d = lượng cầu tiền.
 M^s = M = lượng tiền cung ứng
 i = lãi suất.
 C = chi tiêu tiêu dùng tự định
 d = độ nhạy cảm lãi suất của việc chi tiêu đầu tư
 I = việc chi tiêu đầu tư tự định liên hệ đến tín nhiệm kinh doanh
 M^d = lượng cầu tiền tự định
 e = độ nhạy cảm thu nhập của lượng cầu tiền
 f = độ nhạy cảm lãi suất của lượng cầu tiền
 mpc = khuynh hướng tiêu thụ cận biên

Các đường IS và LM

Thay thế các giá trị tương đương của C , I và G trong phương trình điều kiện cân bằng thị trường hàng hóa, rồi giải để tìm Y , ta nhận được đường IS .

$$Y = \frac{1}{1 - mpc} \times [\bar{C} + \bar{I} - mpc\bar{T} + \bar{G} - d\bar{i}] \quad (\text{MA 25.9})$$

Giải để tìm i từ Phương trình (MA 25.6) qua (MA 25.8), ta nhận được đường LM

$$i = \frac{\bar{M}^d - \bar{M} + eY}{f} \quad (\text{MA 25.10})$$

Phép giải mô hình

Lời giải cho mô hình chính là giao điểm của các đường IS và LM , nó liên quan đến việc giải tìm Y và i một cách đồng thời bằng cách dùng cả 2 phương trình (MA 25.9) và (MA 25.10). Lời giải cho Y và i là :

$$Y = \frac{1}{1 - mpc + \frac{de}{f}} \times [\bar{C} + \bar{I} - mpc\bar{T} + \bar{G} - \frac{d\bar{M}^d}{f} + \frac{d\bar{M}}{f}] \quad (\text{MA 25.11})$$

$$i = \frac{1}{f(1 - mpc) + de} \times \{e(\bar{C} + \bar{I} - mpc\bar{T} + \bar{G}) + \bar{M}^d(1 - mpc) - \bar{M}(1 - mpc)\} \quad (\text{MA 25.12})$$

Nhận xét

Các kết quả thu được với những phép giải đại số này giống như các kết quả đạt được ở Chương 24 và 25. Ví dụ :

1. Do tất cả các hệ số là dương, (MA 25.11) cho thấy rằng một sự tăng $\bar{C}$, $\bar{I}$, $\bar{G}$ và $\bar{M}$ dẫn đến tăng Y , và tăng $\bar{T}$ hoặc $\bar{M}^d$ dẫn đến giảm Y .

2. (MA 25.12) cho thấy rằng một sự tăng $\bar{C}$, $\bar{I}$, $\bar{G}$ và $\bar{M}^d$ dẫn đến tăng i , một sự tăng $\bar{M}$ hoặc $\bar{T}$ dẫn đến giảm i .

3. Khi f , độ nhạy cảm lãi suất của lượng cầu tiền tăng lên, phần số nhân

$$\frac{1}{1 - mpc + \frac{de}{f}}$$

tăng lên, và do đó chính sách tài chính (G , T) có nhiều tác dụng hơn đến sản xuất, mặt khác, phần nhân với M ,

$$\frac{d}{f} \left(\frac{1}{1 - mpc + \frac{de}{f}} \right) = \frac{d}{f(1 - mpc + de)}$$

giảm, do đó chính sách tiền tệ có ít tác dụng hơn đến sản xuất.

4. Bằng suy luận tương tự, khi d (độ nhạy cảm lãi suất của việc chi tiêu đầu tư) tăng lên, chính sách tiền tệ có tác dụng nhiều hơn đến sản phẩm và chính sách tài chính có tác dụng ít hơn đến sản phẩm.

MÔ HÌNH ISLM KINH TẾ - MỞ

Để biến mô hình ISLM cơ bản thành một mô hình kinh tế mở, ta cần đưa xuất khẩu ròng vào điều kiện cân bằng thị trường hàng hóa, như thế (MA 25.5) trở thành (MA 25.5') :

$$Y = Y^m = C + I + G + NX \quad (\text{MA 25.5'})$$

Như thảo luận ở Chương 25 gọi ra, các tương quan xuất khẩu ròng và tỉ giá hối đoái có thể được viết :

$$NX = \bar{NX} - hE \quad (\text{MA 25.13})$$

$$E = \bar{E} + j\dot{i} \quad (\text{MA 25.14})$$

trong đó :

NX = xuất khẩu ròng

$\bar{NX}$ = xuất khẩu ròng tự định

h = độ nhạy cảm tỉ giá hối đoái của xuất khẩu ròng

E = tỉ giá hối đoái (giá trị đồng tiền nội địa)

E = tỉ giá hối đoái tự định

j = độ nhạy cảm lãi suất của tỉ giá hối đoái.

Thay thế giá trị tương đương của xuất khẩu ròng trong phương trình điều kiện cân bằng thị trường hàng hóa (MA 25.5') bằng cách dùng các tương quan xuất khẩu ròng và tỉ giá hối đoái, rồi giải để tìm Y như trong mô hình cơ bản, ta có được đường IS kinh tế mở :

$$Y = \frac{1}{1 - mpc} \times [\bar{C} + \bar{I} - mpc\bar{T} + \bar{G} + \bar{NX} - h\bar{E} - (d + hj)i] \quad (MA 25.15)$$

Đường LM là cũng như ở mô hình cơ bản, và do đó đáp số đối với Y và i là :

$$Y = \frac{1}{1 - mpc + \frac{(d + hj)e}{f}} \times [\bar{C} + \bar{I} - mpc\bar{T} + \bar{G} - \frac{(d + hj)}{f}\bar{M}^1 + \frac{(d + hj)}{f}\bar{M} + \bar{NX} - h\bar{E}] \quad (MA 25.17)$$

$$i = \frac{1}{f(1 - mpc) + (d + hj)e} \times \{e(\bar{C} + \bar{I} + mpc\bar{T} + \bar{G} + \bar{NX} - h\bar{E}) + \bar{M}^1(1 - mpc) - \bar{M}(1 - mpc)\}.$$

Bảng thuật ngữ Anh - Việt

accommodating policy chính sách thích ứng.

Một chính sách năng động trong đó theo đuổi chỉ tiêu công ăn việc làm cao.

acquisitions việc mua, việc tạo được.

Việc mua một công ty hoặc một nhóm nhà đầu tư mua một công ty khác.

activist người năng động.

Một nhà kinh tế có quan điểm cho rằng cơ chế tự điều chỉnh thông qua việc điều chỉnh lương và giá là quá chậm chạp và do vậy thấy rằng chính phủ cần phải theo đuổi chính sách tích cực, tùy ý để thủ tiêu thất nghiệp cao mỗi khi nó phát triển.

adaptive expectations dự tính phỏng theo.

Một quan điểm về việc hình thành các dự tính theo đó các dự tính về một biến số được coi là số hình quân của các giá trị đã qua của biến số.

adverse selection sự lựa chọn đối nghịch.

Một vấn đề do thông tin không đối xứng tạo nên trước khi tiến hành giao dịch, trong đó người mà theo quan điểm của phía bên kia là không được ưa thích nhất lại là người mà rất có thể muốn tham gia vào giao dịch tại chính đó.

aggregate demand tổng cầu.

Tổng lượng sản phẩm được yêu cầu trong nền kinh tế ở tại các mức giá cả khác nhau.

aggregate demand curve đường tổng cầu.

Mối quan hệ giữa mức giá cả với lượng tổng sản phẩm được yêu cầu khi thị trường hàng hóa và thị trường tiền tệ thang bằng.

aggregate demand function hàm số tổng cầu.

Mối quan hệ giữa tổng sản phẩm và tổng cầu chỉ ra lượng tổng sản phẩm được yêu cầu đối với mỗi mức tổng sản phẩm.

aggregate income tổng thu nhập.

Tổng số chi trả thu nhập cho các gia đình trong nền kinh tế.

aggregate output tổng sản phẩm.

Tổng số hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong nền kinh tế.

aggregate price level tổng mức giá cả.

Giá bình quân của hàng hóa và dịch vụ trong một nền kinh tế.

aggregate supply tổng cung.

Lượng tổng sản phẩm được cung ứng bởi nền kinh tế tại các mức giá cả khác nhau.

aggregate supply curve đường tổng cung.

Mối quan hệ giữa lượng sản phẩm cung ứng trong ngắn hạn với mức giá cả.

"animal spirits" tính năng nổ.

Các làn sóng lạc quan và bi quan của nhà kinh doanh và người tiêu dùng ảnh hưởng đến thiện ý chi tiêu của người tiêu dùng và nhà kinh doanh.

appreciation tăng giá.

Tình hình mà giá trị của một đồng tiền tăng lên.

asset tài sản cố.

Một vật sở hữu làm nơi cất giữ giá trị.

asymmetric information thông tin không đối xứng.

Tình không bằng nhau của một thông tin mà mỗi bên tham gia vào một giao dịch biết được.

autonomous consumer expenditure chi tiêu tiêu dùng tự định.

Số tiền chi tiêu cho tiêu dùng mà không tùy thuộc vào thu nhập có sẵn để dùng.

balance of payments cán cân thanh toán.

Một hệ thống kế toán để ghi lại tất cả các khoản chi trả trực tiếp sinh ra sự vận động vốn giữa một nước với các nước ngoài.

balance sheet bảng kết toán, bảng tổng kết tài sản.

Một danh mục các khoản có và các khoản nợ thăng bằng nhau (nghĩa là, tổng các khoản có bằng tổng các khoản nợ cộng vốn) của một ngân hàng (hay một hãng).

bank failure phá sản ngân hàng.

Một tình hình mà một ngân hàng không thể thực hiện được nghĩa vụ của mình hoàn trả cho những người gửi tiền của mình và vì vậy phải chấm dứt kinh doanh.

bank holding companies công ty nắm giữ ngân hàng.

Các công ty sở hữu một hoặc nhiều ngân hàng.

bank panic sụp đổ ngân hàng, hoảng loạn ngân hàng.

Tình hình phá sản cùng một lúc nhiều ngân hàng.

banks ngân hàng.

Các tổ chức tài chính nhận tiền gửi và cho vay như ngân hàng thương nghiệp, hiệp hội tiết kiệm và cho vay, và liên hiệp tín dụng.

beta beta.

Một cách đo (số đo) tính nhạy cảm của lợi tức của một tài sản đối với những thay đổi giá trị của chứng khoán trên thị trường, đó cũng là một cách đo (số đo) của phần đóng góp cận biên của tài sản đó vào rủi ro của chứng khoán trên thị trường.

Board of Governors of the Federal Reserve System Hội đồng Thống đốc của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Một hội đồng gồm 7 thống đốc (kể cả chủ tịch) đóng vai trò chính yếu trong quyết định được định ra trong Hệ thống Dự trữ Liên bang.

bond trái khoán.

Một chứng khoán cam kết tiến hành các chi trả định kỳ trong một thời kỳ nhất định.

branches chi nhánh.

Các cơ quan bổ sung của ngân hàng tiến hành các nghiệp vụ ngân hàng.

Bretton Woods System hệ thống Bretton Woods.

Hệ thống tiền tệ quốc tế được sử dụng từ năm 1945 đến năm 1971 trong đó tỷ giá là cố định và đồng đôla Mỹ được tự do chuyển đổi ra vàng (chỉ cho các chính phủ và ngân hàng nước ngoài mà thôi).

brokerage firms hãng môi giới.

Các hãng tham gia vào trong tất cả ba thị trường chứng khoán, với tư cách là những người môi giới, những người kinh doanh và những ngân hàng đầu tư.

brokered deposits tiền gửi chia nhỏ.

Các khoản tiền gửi mà những người gửi chung có thể tách qua được giới hạn 100.000 đôla của chế độ bảo hiểm tiền gửi liên bang bằng cách chia một khoản tiền gửi lớn thành những khoản tiền nhỏ hơn 100.000 đôla gửi tại mỗi ngân hàng, do vậy tổng số tiền gửi đều được bảo hiểm tất cả.

budget deficit thâm hụt ngân sách.

Khoản chi của chính phủ vượt quá các khoản thu về thuế.

business cycles chu kỳ kinh doanh.

Sự chuyển động lên xuống của tổng sản phẩm được sản xuất ra trong nền kinh tế.

call option quyền chọn mua, hợp đồng chọn mua.

Một hợp đồng cho người mua có quyền chọn mua chứng khoán theo một giá nhất định.

capital account tài khoản vốn.

Một tài khoản mở tại ngân hàng giữa Mỹ và các nước khác.

capital market thị trường vốn.

Một thị trường tài chính mà tại đó các công cụ vốn và nợ dài hạn được mua bán.

capital mobility tính lưu động của vốn.

Một tình hình mà những người ngoại quốc có thể dễ dàng mua tài sản của một nước và những người phi cư trú của nước đó có thể dễ dàng mua tài sản nước ngoài.

central bank ngân hàng trung ương.

Một cơ quan của chính phủ giám thị hệ thống ngân hàng và chịu trách nhiệm về việc chỉ đạo chính sách tiền tệ, tại Mỹ là Hệ thống Dự trữ Liên bang.

closed-end fund quỹ kết thúc đóng.

Một cơ cấu Quỹ tương tự mà tại đó một số cổ định cổ phiếu loại không hoàn lại được bán trong đợt ban đầu, và sau đó được mua bán trên thị trường trao tay như cổ phiếu thường.

coinsurance đồng bảo hiểm.

Tình hình mà chỉ một phần tổn thất được bảo hiểm, vì vậy người được bảo hiểm phải chịu một tỷ lệ tổn thất cùng với công ty bảo hiểm.

collateral vật cầm cố, vật thế chấp.

Tài sản được cầm (thế chấp) cho người cho vay nếu người đi vay không thể trả được nợ vay.

compensating balances số dư bù.

Một số tiền quy tới thiểu mà một hàng khi được vay hoặc phải gửi vào tài khoản séc tại ngân hàng cho nó vay.

complete crowding out chèn lấn hoàn toàn.

Tình hình mà chính sách tài chính hành hướng, chẳng hạn như tăng chi tiêu của chính phủ, không dẫn đến tăng sản phẩm bên vì có một sự vận động bù lại cùng đúng như vậy của chi tiêu tư nhân.

consol trái khoán vĩnh viễn, công-xôn.

Một trái khoán vĩnh viễn không có ngày mãn hạn và không được trả lại vốn mà chỉ được định kỳ trả tiền theo phiếu lãi.

constant-money-growth-rate rule quy tắc tỷ lệ tăng trưởng tiền tệ cố định.

Một quy tắc chính sách được các người thuộc trường phái tiền tệ háu vệ, theo đó Hệ trữ Liên bang giữ cho việc tăng trưởng cung tiền tệ luôn luôn ở một tỷ lệ không thay đổi.

consumer durable expenditure chi tiêu dùng lâu bền.

Chi tiêu của người tiêu dùng về hàng lâu bền chẳng hạn như ôtô và dụng cụ gia đình.

consumer expenditure chi tiêu tiêu dùng.

Chi tiêu của người tiêu dùng về hàng không lâu bền và dịch vụ (kể cả dịch vụ liên quan đến quyền sở hữu nhà cửa và hàng tiêu dùng lâu bền)

consumption tiêu dùng tiêu thụ.

Chi tiêu của người tiêu dùng về hàng không

lâu bền và dịch vụ (kể cả dịch vụ liên quan đến quyền sở hữu nhà cửa và hàng tiêu dùng lâu bền).

consumption function hàm số tiêu dùng.

Mối quan hệ giữa thu nhập có sẵn để dùng với chi tiêu tiêu dùng.

costly state verification sự kiểm tra tốn kém.

Tình hình mà quá trình theo dõi là tốn kém về thời gian và tiền.

cost-push inflation lạm phát phí - đẩy.

Lạm phát xảy ra do sức đẩy của công nhân nhằm được lương cao hơn.

coupon bond trái khoán coupon.

Một công cụ của thị trường tín dụng đem lại cho người chủ sở hữu trái khoán một khoản tiền lãi cố định mỗi năm cho đến khi hết hạn, khi mà một số tiền cuối cùng xác định được hoàn trả.

coupon rate lãi suất coupon.

Số tiền trả hàng năm theo coupon được biểu thị bằng một số phần trăm của mệnh giá của trái khoán coupon.

credit rationing hạn chế tín dụng.

Tình hình mà người cho vay từ chối cho vay, ngay cả mặc dù người đi vay có thiện ý muốn trả lãi suất quy định hoặc thậm chí trả một lãi suất cao hơn.

currency đồng tiền.

Đồng tiền giấy (như đôla giấy) và tiền đúc.

current account tài khoản thường xuyên.

Một tài khoản về các giao dịch quốc tế liên quan đến những hàng hóa và dịch vụ được sản xuất thường xuyên.

current yield lãi suất hoàn vốn hiện hành.

Một lãi suất xấp xỉ với lãi suất hoàn vốn, nó bằng số tiền trả của lãi coupon hàng năm chia cho giá của trái khoán coupon.

debt-deflation nợ tăng - giá giảm.

Tình hình mức giá giảm xuống mạnh làm cho giá trị ròng của hàng bị xấu đi thêm nữa do gánh nặng nợ nần tăng lên.

deductible tiền khấu trừ.

Số tiền cố định được trừ đi từ tổn thất của người được bảo hiểm khi trả tiền bồi thường.

default vỡ nợ (phá sản).

Tình hình người phát hành công cụ vay nợ không có khả năng trả lãi hoặc trả số tiền vay khi công cụ đến hạn.

default-free bonds trái khoán không sợ vỡ nợ.

Trái khoán không sợ bị rủi ro vỡ nợ chẳng hạn như trái khoán nhà nước Mỹ.

default risk rủi ro vỡ nợ, rủi ro phá sản.

Rủi ro về việc người phát hành trái khoán vỡ nợ, nghĩa là không có khả năng trả lãi hoặc trả mệnh giá của trái khoán khi trái khoán đến hạn.

defensive open market operations nghiệp vụ thị trường tự do thụ động.

Nghiệp vụ thị trường tự do có ý định nhằm bù lại các chuyển động của các nhân tố khác làm ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ (chẳng hạn như thay đổi trong tiền gửi của kho bạc tại Fed hoặc tiền nổi).

demand curve đường cầu.

Mối quan hệ giữa lượng cầu với giá cả khi mọi điều kiện kinh tế vẫn giữ không thay đổi.

demand-pull inflation lạm phát cầu - kéo.

Lạm phát phát sinh do các nhà hoạch định chính sách theo đuổi các chính sách làm di chuyển đường tổng cầu.

deposit outflow đồng tiền gửi chạy ra.

Việc rút tiền gửi khi những người gửi tiền rút tiền ra hoặc yêu cầu trả tiền.

deposit rate ceilings mức tối đa lãi suất tiền gửi.

Những hạn chế về lãi suất tối đa trả cho tiền gửi.

depreciations giảm giá, sụt giá, mất giá.

Tình hình đồng tiền sụt xuống về giá trị.

devaluation phá giá.

Tình hình ngang giá của một đồng tiền được ấn định lại ở mức thấp hơn.

discount bond trái khoán chiết khấu.

Một công cụ của thị trường tín dụng được mua theo giá thấp hơn mệnh giá của nó, và mệnh giá đó được hoàn trả khi công cụ đến hạn, không cần phải trả tiền lãi nào.

discount loans khoản vay chiết khấu.

Khoản tiền mà các ngân hàng vay của Hệ thống Dự trữ Liên bang; cũng được gọi là "ứng tiền trước".

discount rate lãi suất chiết khấu.

Lãi suất mà các ngân hàng phải trả về các khoản vay chiết khấu.

discount window cửa sổ chiết khấu.

Những điều kiện thuận tiện của Dự trữ Liên bang dành cho các ngân hàng khi cho vay chiết khấu.

disintermediation giảm qua trung gian.

Việc giảm luồng vốn chảy vào hệ thống ngân hàng do vậy số tiền qua trung gian tài chính giảm xuống.

disposable income thu nhập có sẵn.

Tổng số tiền thu nhập sẵn sàng để chi tiêu, bằng tổng thu nhập trừ đi thuế.

diversification đa dạng hóa.

Việc nắm giữ nhiều tài sản rủi ro.

dividends cổ tức, lợi tức cổ phần.

Những khoản tiền trả định kỳ cho các cổ đông về các cổ phần vốn.

dual banking system hệ thống ngân hàng kép.

Hệ thống tại Mỹ theo đó các ngân hàng dưới sự giám sát của chính phủ liên bang và của các bang cùng hoạt động song song.

duration analysis phân tích thời gian tồn tại.

Mức độ của tính nhạy cảm của giá trị thị trường của tài sản có và nợ của ngân hàng đối với những thay đổi của lãi suất.

dynamic open market operations nghiệp vụ thị trường tự do năng động.

Nhưng nghiệp vụ thị trường tự do được tiến hành nhằm thay đổi mức dự trữ và cơ sở tiền tệ.

econometric model mô hình kinh tế thống kê.

Một mô hình mà các phương trình của nó được ước tính theo các phương pháp thống kê.

economies of scale tiết kiệm do quy mô.

Sự giảm xuống của phí giao dịch cho mỗi đôla của giao dịch khi quy mô của giao dịch tăng lên.

Edge Act Corporation công ty Edge Act.

Một chi nhánh đặc biệt của các ngân hàng Mỹ tham gia chủ yếu vào hoạt động ngân hàng quốc tế.

efficient portfolio frontier giới hạn danh mục đầu tư có hiệu quả.

Nhưng sự kết hợp ưa thích nhất của đối tượng tiêu chuẩn và lợi tức dự tính mà có thể đạt được bằng cách đưa các tài sản có rủi ro vào trong danh mục.

equation of exchange phương trình trao đổi

Phương trình $MV = PY$, nó liên hệ thu nhập danh nghĩa với lượng tiền tệ.

equities cổ phần.

Quyền được chia phần hưởng trong thu nhập ròng và tài sản của một hãng kinh doanh (chẳng hạn như cổ phiếu thường).

equity capital vốn cổ phần.

Hiệu số giữa tài sản của một hãng (tự có hay đi vay) với nợ của nó (mà nó còn thiếu người ta).

Eurobonds trái khoán châu Âu.

Các trái khoán được gọi tên bằng một đồng tiền khác với đồng tiền mà theo đó nó được bán.

Eurodollars đôla châu Âu.

Đôla Mỹ được gửi tại các ngân hàng ngoại quốc nằm ngoài nước Mỹ hoặc nằm tại các chi nhánh nước ngoài của các ngân hàng Mỹ.

excess demand cầu vượt quá.

Một điều kiện mà trong đó lượng yêu cầu lớn hơn lượng cung ứng.

excess reserves dự trữ vượt quá.

Dự trữ vượt quá số lượng dự trữ bắt buộc.

excess supply cung vượt quá.

Tình hình mà lượng cung ứng lớn hơn lượng yêu cầu.

exchange rate tỷ giá hối đoái (tỷ giá); tỷ giá ngoại hối; hối suất.

Giá cả của một đồng tiền của nước này (tính ra bằng đồng tiền của nước kia).

exchange rate overshooting tăng vọt tỷ giá.

Một hiện tượng trong đó tỷ giá hối đoái thay đổi nhiều hơn trong ngắn hạn so với trong dài hạn khi cung tiền tệ thay đổi.

exchange sở, thị trường giao dịch chứng khoán.

Các thị trường cấp hai tại đó những người mua và bán chứng khoán (thuộc đại lý hoặc mối giới của họ) gặp nhau tại một địa điểm trung tâm để tiến hành giao dịch.

expectations hypothesis giả thiết về dự tính.

Ý kiến đề xuất rằng lãi suất trái khoán dài hạn sẽ bằng số hình quân của các lãi suất ngắn

hạn mà người ta dự tính sẽ xảy ra trong đời sống của các trái khoán dài hạn.

expenditure multiplier số nhân chi tiêu.

Tỷ lệ của thay đổi trong tổng sản phẩm đối với thay đổi trong chi tiêu đầu tư (hoặc chi tiêu tự định).

face or par value mệnh giá.

Một số tiền cuối cùng xác định trả cho người chủ sở hữu của một trái khoán khi đến hạn.

federal funds rate lãi suất quỹ liên bang.

Lãi suất về khoản vay qua đêm của tiền gửi tại Dự trữ Liên bang.

Federal Open Market Committee (FOMC) Ủy ban thị trường tự do liên bang.

Một ủy ban ra những quyết định về việc tiến hành các nghiệp vụ thị trường tự do, gồm 7 thành viên của Hội đồng Thống đốc và của Hệ thống Dự trữ Liên bang, chủ tịch Ngân hàng Dự trữ Liên bang của New York và các chủ tịch của 4 ngân hàng Dự trữ Liên bang khác.

Federal Reserve Bank Ngân hàng Dự trữ Liên bang.

Mười hai ngân hàng vùng là những thực thể của Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Federal Reserve System (Fed) Hệ thống Dự trữ Liên bang.

Cơ quan trung ương có thẩm quyền về hoạt động ngân hàng chịu trách nhiệm về chính sách tiền tệ ở Mỹ.

fiat money tiền pháp định.

Tiền giấy mà chính phủ coi là đồng tiền pháp định nhưng không được đổi ra tiền đúc hoặc kim loại quý.

financial crisis khủng hoảng tài chính.

Một sự đổ vỡ nghiêm trọng trên các thị trường tài chính mà đặc điểm là sự sụt xuống rất mạnh của giá cả các tài sản và sự phá sản của nhiều hãng tài chính và phi tài chính.

financial future contract hợp đồng tài chính kỳ hạn.

Một hợp đồng kỳ hạn trong đó hàng hóa tiêu chuẩn hóa là một loại công cụ tài chính đặc biệt.

financial intermediaries các trung gian tài chính.

Những tổ chức đi vay vốn từ những người để dành và sau đó lại cho những người khác vay (như các ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ tương hỗ, quỹ hưu trí và các công ty tài chính).

financial intermediation sự trung gian tài chính.

Quá trình tài trợ gián tiếp theo đó các tổ chức trung gian tài chính nối liền những người để dành - cho vay với những người chi tiêu - đi vay.

financial markets thị trường tài chính.

Thị trường mà tại đó vốn được chuyển từ những người thừa vốn có sẵn sang những người thiếu vốn sẵn sàng để dùng.

Fisher effect hiệu ứng Fisher.

Được đặt tên của nhà kinh tế Irving Fisher; kết quả là khi lạm phát dự tính xảy ra thì lãi suất sẽ tăng.

fixed exchange rate regime chế độ tỷ giá cố định.

Bối cảnh tài chính quốc tế từ sau Thế chiến II cho đến năm 1971 trong đó các ngân hàng trung ương mua và bán đồng tiền của mình để giữ cho tỷ giá được cố định tại một mức nhất định.

fixed investment spending chi tiêu đầu tư cố định.

Chi tiêu của các hãng kinh doanh về thiết bị (máy tính, máy bay) và kiến trúc (nhà máy, cơ quan làm việc) và chi tiêu có kế hoạch cho nhà ở.

fixed payment loan khoản vay hoàn trả cố định.

Một công cụ của thị trường tín dụng cung cấp

cho người vay một số tiền mà sẽ được định kỳ hoàn trả lại bằng các khoản trả tiền cố định (thường là hàng tháng) trong một số năm quy định.

float tiền nổi.

Những khoản tiền mặt trong quá trình thu vào tại Fed trừ đi các khoản tiền mặt sẵn sàng trả sau.

foreign bonds trái khoán nước ngoài.

Trái khoán được bán tại một nước ngoài mà được ghi bằng đồng tiền của nước đó.

foreign exchange market thị trường hối đoái, thị trường ngoại hối.

Thị trường mà tại đó tỷ giá hối đoái được xác định.

forward exchange rate tỷ giá kỳ hạn.

Tỷ giá cho những giao dịch kỳ hạn.

forward premium tiền bù kỳ hạn.

Chênh lệch tính theo số phần trăm giữa tỷ giá kỳ hạn với tỷ giá giao ngay.

forward transaction giao dịch kỳ hạn.

Một giao dịch tỷ giá sinh ra việc trao đổi các khoản tiền gửi ngân hàng ghi bằng các đồng tiền khác nhau vào một ngày tương lai nhất định.

free cash flow luồng tiền mặt tự do.

Luồng tiền mặt là hiệu số giữa tiền mặt thu được với tiền mặt chi ra (bao gồm lãi và cổ tức), còn luồng tiền mặt tự do là số tiền của luồng tiền mặt vượt quá số tiền của các cơ hội đầu tư sinh lợi mới ra cho các hãng.

free reserves dự trữ tự do.

Dự trữ vượt quá trong hệ thống ngân hàng trừ đi hàng cho vay chiết khấu.

free rider problems vấn đề người đi xe không trả tiền.

Vấn đề xảy ra khi người không trả tiền mua

thông tin nhưng lại có thể lợi dụng được thông tin mà người khác đã trả tiền mua.

fully funded được cấp đủ vốn.

Một kế hoạch trợ cấp được cấp đủ vốn khi những khoản đóng góp cho kế hoạch đi và những khoản kiếm được qua các năm đủ để chi trả cho những khoản trợ cấp xác định khi đến hạn trả.

future contract hợp đồng kỳ hạn.

Một hợp đồng theo đó người bán đồng ý cung cấp một hàng hóa tiêu chuẩn hóa cho người mua vào một ngày tương lai xác định theo một giá đã thỏa thuận trước.

gap analysis phân tích khoảng cách.

Một cách đo tính nhạy cảm của lợi nhuận ngân hàng đối với những thay đổi trong lãi suất : được tính toán bằng cách trừ số tài sản nợ nhạy cảm với lãi suất khỏi số tài sản có nhạy cảm với lãi suất.

gold standard hân vị vàng.

Một chế độ mà trong đó đồng tiền của đa số nước được trực tiếp chuyển đổi ra vàng.

government budget constraint sự ràng buộc ngân sách chính phủ.

Một sự ràng buộc ngân sách mà theo đó thâm hụt ngân sách của chính phủ phải bằng số tiền của sự thay đổi trong cơ sở tiền tệ và sự thay đổi trong trái khoán nhà nước nằm trong tay của công chúng.

government spending chi tiêu của chính phủ.

Chi tiêu của các cấp chính quyền về hàng hóa và dịch vụ (ví dụ, máy đánh chữ, tàu sân bay).

gross national product (GNP) tổng sản phẩm quốc gia.

Trị giá của tất cả hàng thành phẩm và dịch vụ được sản xuất ra trong nền kinh tế trong thời gian một năm.

heige tự hào hiểm, tự bảo hộ.

Bảo vệ chống rủi ro.

high-powered money tiền có quyền lực cao. Một tên gọi khác của cơ sở tiền tệ.

hyperinflation siêu lạm phát.

Một tình hình lạm phát cực kỳ trầm trọng có tỷ lệ lạm phát vượt qua 50% mỗi tháng.

hysteresis tính trễ.

Sự vi phạm các mức công ăn việc làm đầy đủ do tình hình thất nghiệp cao trước đó gây nên.

incentive compatible ý muốn tương hợp.

Khi một hợp đồng sắp đặt ngang hàng các ý muốn của hai bên tham gia hợp đồng.

income thu nhập.

Tiền kiếm được theo đơn vị thời gian.

inflation lạm phát.

Tình trạng mức giá cả tăng liên tục.

inflation rate tỷ lệ lạm phát.

Tỷ lệ thay đổi của mức giá cả thường được đo bằng tỷ lệ phần trăm mỗi năm.

insolvent không trả được nợ.

Tình hình mà trị giá của các tài sản của một ngân hàng hay một hãng sụt xuống dưới những khoản nợ của nó do vậy nó bị vỡ nợ.

interest parity condition điều kiện ngang giá lãi.

Điều kiện quy định rằng lãi suất trong nước bằng với lãi suất ngoài nước cộng với mức tăng giá dự tính của ngoại tệ.

interest rate lãi suất.

Phí đi vay hoặc là giá cả trả cho việc thuê vốn (thường được biểu thị bằng số phần trăm mỗi năm).

interest rate risk rủi ro lãi suất.

Tình rủi ro của những lợi tức được gán liền với những thay đổi trong lãi suất.

intermediate target chỉ tiêu trung gian

Một biến số trong các biến số như tổng lượng

tiền tệ hoặc lãi suất, mà có ảnh hưởng trực tiếp đến công ăn việc làm và mức giá cả mà Fed tìm cách tác động đến.

intermediate term trung hạn.

Nói về một công cụ vay nợ có kỳ hạn giữa một năm và mười năm.

international banking facilities (IBFs) các cơ sở ngân hàng quốc tế.

Nhưng cơ sở bên trong nước Mỹ nào có thể nhận tiền gửi kỳ hạn của người nước ngoài nhưng không phải chịu nộp dự trữ bắt buộc hoặc bất kỳ hạn chế nào trong việc trả lãi.

international Monetary Funds (IMF) Quỹ tiền tệ quốc tế.

Một tổ chức tài chính quốc tế do Hiệp định Bretton Woods thành lập nhằm mục đích thúc đẩy tăng trưởng thương mại quốc tế hàng cách cho vay những nước gặp khó khăn về cân cán thanh toán.

international policy coordination phối hợp chính sách quốc tế.

Các hiệp định giữa các nước để phối hợp cùng nhau ban hành các chính sách.

international reserves dự trữ quốc tế.

Những tài sản do ngân hàng trung ương nắm giữ được ghi hàng ngoại tệ.

inventory investment spending chi tiêu đầu tư lưu động.

Chi tiêu của các hãng kinh doanh về nguyên liệu, phụ tùng và thành phẩm bổ sung.

investment banks ngân hàng đầu tư.

Các hãng đã tham gia việc bán hạn đầu các chứng khoán trên thị trường cấp một.

IS curve đường (cong) IS.

Mối quan hệ mô tả việc kết hợp của tổng sản phẩm với lãi suất vì do mà tổng lượng hàng hóa được sản xuất bằng với tổng lượng hàng yêu cầu (thẳng hàng thị trường hàng hóa).

junk bonds trái khoán tồi, hấp bênh.

Các trái khoán có cấp hạng dưới Ba (hoặc BBB) mà có rủi ro không được hoàn trả cao.

Keynesian người thuộc trường phái Keynes.

Người theo John Maynard Keynes, ông này tin rằng các sự chuyển động trong mức giá cả và tổng sản phẩm là do những thay đổi không phải chỉ trong cung tiền tệ mà còn trong chi tiêu của chính phủ và trong chính sách tài chính, ông ta không xem nền kinh tế như là đương nhiên ổn định.

L số dư L.

Một số dư của các tài sản rất lỏng được cộng thêm vào M1 các chứng khoán kho bạc ngắn hạn, thương phiếu, địa châu Âu dài hạn, trái khoán tiết kiệm, các hối phiếu được ngân hàng chấp nhận.

law of one price quy luật một giá.

Nguyên tắc theo đó nếu hai nước sản xuất cùng một hàng hóa y như nhau, thì giá cả của hàng hóa đó sẽ phải là như nhau trên toàn thế giới còn mức nào sản xuất ra nó không thành văn đó.

tender of last resort người cho vay cuối cùng.

Người cung cấp dự trữ cho các ngân hàng khi không còn ai nữa có thể cung cấp cho họ để ngân hàng ngân hàng phá sản.

leverage lực đòn bẩy.

Tỷ lệ giữa nợ (vốn đi vay) so với vốn cổ phần của một hãng.

leveraged buyout (LBO) mua hết kiểu đòn bẩy.

Sự cân trừ lại công ty theo đó vốn cổ phần được thay thế bằng nợ (vốn đi vay).

liabilities nợ, tài sản nợ.

Một IOU hoặc một khoản nợ.

line of credit mức tín dụng.

Lời hứa của ngân hàng (cho một thời hạn tương lai xác định) sẽ cho một hãng vay đến một số tiền nhất định theo lãi suất của thị trường.

Liquidity tính lỏng, khả năng tiền mặt, sức thanh khoản.

Khả năng mà một tài sản có thể dễ dàng và nhanh chóng chuyển thành phương tiện trao đổi.

Liquidity management quản lý khả năng tiền mặt, sức thanh khoản.

Những quyết định của một ngân hàng nhằm duy trì một lượng tài sản đủ lỏng để đáp ứng nghĩa vụ của ngân hàng đối với người gửi tiền.

Liquidity preference framework khuôn mẫu ưa thích tiền mặt.

Mô hình do John Maynard Keynes phát triển dự đoán lãi suất thăng bằng trên cơ sở cung và cầu tiền tệ.

Liquidity preference theory lý thuyết ưa thích tiền mặt.

Thuyết của Keynes về cầu tiền tệ.

LM curve đường LM.

Mối quan hệ mô tả sự kết hợp giữa lãi suất và tổng sản phẩm theo đó lượng tiền được yêu cầu bằng với lượng tiền được cung ứng (thăng bằng thị trường tiền tệ).

load funds chứng khoán trừ hoa hồng.

Chứng khoán tương tự kết thúc mở mà những người bán chứng nhận được một khoản tiền hoa hồng, khoản tiền này được trả vào lúc mua và được trừ ngay vào trị giá hoàn trả của chứng khoán.

loanable fund số tiền vay.

Lượng tiền cho vay.

loanable funds framework khuôn mẫu tiền vay.

Một khuôn mẫu xác định lãi suất thăng bằng sử dụng cung và cầu về trái khoán (loanable funds).

loan sale bán khoản vay.

Một hợp đồng (cũng có thể gọi là tham gia cho vay cấp hai) bán tất cả hoặc một phần dòng

tiền mặt, từ một khoản vay nhất định và do đó xóa khoản vay đó ra khỏi bảng tổng kết tài sản của ngân hàng.

long-run aggregate supply curve đường tổng cung dài hạn.

Lượng sản phẩm cung ứng dài hạn theo bất cứ một mức giá nào.

long term dài hạn.

Nếu về một công cụ nợ có kỳ hạn mười năm hoặc trên mười năm.

luxury tài sản xa xỉ.

Tài sản mà tính cơ bản của nó theo sự giàu có là lớn hơn một.

M_1 (lượng tiền) M_1 .

Một số đo lượng tiền tệ bao gồm tiền mặt, séc du lịch và tiền gửi có thể kỳ séc.

M_2 (lượng tiền) M_2 .

Một số đo lượng tiền tệ gồm có M_1 cộng thêm tiền gửi kỳ hạn của thị trường tiền tệ, cổ phiếu quỹ tương tề của thị trường tiền tệ, tiền gửi kỳ hạn trị giá nhỏ, tiền gửi tiết kiệm, hợp đồng mua lại qua đêm và đôla châu Âu qua đêm.

M_3 (lượng tiền) M_3 .

Một số đo lượng bao gồm M_2 cộng thêm tiền gửi kỳ hạn trị giá lớn, hợp đồng mua lại dài hạn, cổ phiếu của thị trường tiền tệ có tổ chức.

managed float regime (dirty float) chế độ thả nổi có quản lý (thả nổi không sạch).

Môi trường tài chính quốc tế thông thường tại đó tỷ giá hối đoái biến động tự ngẫu nhiên qua ngày khác, nhưng các ngân hàng trung ương cố gắng ảnh hưởng đến tỷ giá của nước mình bằng cách mua và bán các đồng tiền.

marginal propensity to consume (mpc) khuynh hướng cận biên để tiêu dùng.

Độ dốc của đường hàm số tiêu dùng đo lường sự thay đổi tương chi tiêu tiêu dùng do kết quả của thu nhập sẵn có tăng thêm một đôla.

market equilibrium thăng bằng thị trường.

Tình hình xảy ra khi lượng mà người ta muốn mua (cầu) bằng lượng mà người ta muốn bán (cung).

market portfolio danh mục thị trường.

Một danh mục bao gồm tổng số tất cả các tài sản có rủi ro.

market price of risk giá thị trường có rủi ro.

Giá thị trường của một đơn vị của rủi ro thị trường. $E(R_m) - R_f$

matched sale - purchase transaction giao dịch mua bán kết hợp.

Hợp đồng theo đó Fed bán chứng khoán và người mua đồng ý bán trở lại cho Fed trong một tương lai gần; đôi khi gọi là "repo đảo ngược".

maturity kỳ hạn hết.

Thời hạn (kỳ hạn) cho đến ngày hết hạn (ngày hết hạn) của một công cụ nợ.

medium of exchange trung gian trao đổi, phương tiện trao đổi.

Một cái gì được dùng để chi trả cho việc mua hàng hóa và dịch vụ.

mergers hợp nhất.

Hợp đồng theo đó hai công ty hợp lại với nhau thành một công ty lớn hơn.

modern quantity theory of money thuyết số lượng tiền tệ hiện đại.

Thuyết cho rằng những thay đổi trong tổng những chi tiêu được quyết định chủ yếu bởi những thay đổi trong cung tiền tệ.

monetarist người theo thuyết tiền tệ.

Người theo Milton Friedman, ông ta cho rằng những thay đổi trong cung tiền tệ là nguồn gốc chủ yếu của những biến động trong mức giá cả và tổng sản phẩm và cho rằng nền kinh tế là tự thân ổn định.

monetary aggregates các tổng lượng tiền tệ.

Các số đo khác nhau về lượng tiền tệ được Hệ thống Dự trữ liên bang sử dụng M_1 , M_2 , M_3 và L_1 .

monetary base cơ sở tiền tệ.

Tổng số các khoản nợ tiền tệ (tiền mặt đang lưu thông và dự trữ) của Fed và các khoản nợ tiền tệ của kho bạc (tiền mặt kho bạc đang lưu thông, chủ yếu là tiền đúc).

monetary neutrality tính trung lập tiền tệ.

Một ý kiến đề xuất rằng về lâu dài một tỷ lệ tăng lên trong cung tiền tệ được đáp ứng bằng một tỷ lệ tăng lên như nhau trong mức giá cả, còn cung tiền tệ thực tế và các biến số kinh tế khác, như lãi suất, vẫn không thay đổi.

monetary policy chính sách tiền tệ.

Việc quản lý cung tiền tệ và lãi suất.

monetary theory lý thuyết tiền tệ.

Lý thuyết liên hệ những thay đổi trong lượng tiền tệ với những thay đổi trong hoạt động kinh tế.

monetizing the debt tiền tệ hóa nợ.

Phương pháp tài trợ chi tiêu của chính phủ làm cho những khoản nợ mà chính phủ phát hành do tài trợ chi tiêu của chính phủ được lấy ra khỏi tay của công chúng mà thay vào đó là tiền pháp định.

money (or money supply) tiền tệ (hoặc cung ứng tiền tệ).

Một cái gì đó mà được mọi người chấp nhận để chi trả cho hàng hóa và dịch vụ hoặc để hoàn trả nợ.

money center banks các ngân hàng trung tâm tiền tệ.

Các ngân hàng lớn tại những trung tâm tài chính then chốt.

money market thị trường tiền tệ.

Thị trường tài chính mà tại đó chỉ có các công

cụ nợ ngắn hạn (kỳ hạn dưới một năm) được mua bán.

money multiplier số nhân tiền tệ.

Một tỷ lệ liên hệ một thay đổi trong cung tiền tệ với một thay đổi đã cho trong cơ sở tiền tệ.

moral hazard rủi ro đạo đức.

Tình hình xảy ra sau một giao dịch mà trong đó một bên của giao dịch có sự khuyến khích tham gia vào một cách xử thế mà theo quan điểm bên kia là không tốt.

multiple deposit creation tạo tiền gửi gấp bội.

Một quá trình mà theo đó Fed cung cấp cho hệ thống ngân hàng thêm 1 đôla dự trữ thì tiền gửi tăng lên một bội số của số tiền đó.

national banks ngân hàng quốc gia.

Các ngân hàng do liên bang thành lập.

natural rate level of output mức tỷ lệ tự nhiên của sản phẩm.

Mức tổng sản phẩm được sản xuất trong điều kiện tỷ lệ tự nhiên của thất nghiệp.

natural rate of unemployment tỷ lệ thất nghiệp tự nhiên.

Tỷ lệ thất nghiệp khớp với công ăn việc làm đầy đủ mà ở nước đó cấu tạo động ngang hàng cung lao động.

necessity tài sản cần thiết.

Một tài sản được gọi là cần thiết khi mà sự giàu có tăng trưởng, thì tỷ lệ tăng lên trong cấu của tài sản đó ít hơn tỷ lệ tăng lên của sự giàu có - nói cách khác, sự co dãn của tài sản đó theo sự giàu có là dưới 1.

net exports xuất khẩu ròng.

Chỉ tiêu ròng ở nước ngoài về hàng hóa và dịch vụ trong nước, bằng hàng xuất trừ đi hàng nhập.

net worth giá trị ròng.

Chênh lệch giữa tài sản có của một hàng (tài

sản mà nó là chủ sở hữu hoặc người ta nợ nó) với tài sản nợ của hàng đó (tài sản mà nó nợ người ta).

no-load funds chứng khoán không hoa hồng.

Chứng khoán quỹ tương hỗ được bán trực tiếp cho công chúng không có hoa hồng bán.

nominal interest rate lãi suất danh nghĩa.

Lãi suất không tính đến lạm phát.

nonactiveist người không năng động.

Nhà kinh tế mua tin rằng thành quả của nền kinh tế sẽ được cải thiện nếu chính phủ tránh không áp dụng chính sách tích cực để loại bỏ thất nghiệp.

nonbank bank ngân hàng phi ngân hàng.

Các ngân hàng có dịch vụ gửi hạn hoặc không cung cấp các khoản vay thường mại hoặc không nhận tiền gửi.

non borrowed monetary base cơ sở tiền tệ trừ vay.

Cơ sở tiền tệ trừ đi các khoản vay chiết khấu.

nonsystematic risk rủi ro không hệ thống.

Bộ phận cấu thành của rủi ro của một tài sản mà là duy nhất cho tài sản đó và do đó có thể được loại bỏ bằng đa dạng hóa.

off - balance - sheet activities hoạt động ngoài bảng kết toán.

Những hoạt động của ngân hàng liên quan đến việc kinh doanh các công cụ tài chính và tạo ra thu nhập từ các phí và việc bán các khoản vay, tất cả những cái đó ảnh hưởng đến lợi nhuận của ngân hàng nhưng không thể hiện trong bảng kết toán của ngân hàng.

official reserve transactions balance cán cân giao dịch dự trữ chính thức.

Cán cân tài khoản thường xuyên cộng các hạng mục của tài khoản vốn.

open-end fund quỹ kết thúc mở.

Cấu trúc thông dụng nhất của quỹ tương tế theo đó các cổ phiếu có thể được hoàn trả bất kỳ lúc nào theo giá cả được liên với giá trị tài sản của quỹ.

open market operations nghiệp vụ thị trường tự do.

Nghiệp vụ của Fed mua (hoặc bán) các trái khoán trên thị trường tự do.

open market purchase mua trên thị trường tự do.

Việc Fed mua trái khoán.

open market sale bán trên thị trường tự do.

Việc Fed bán trái khoán.

operating target chỉ tiêu hoạt động.

Một biến số nào đó trong các biến số, chẳng hạn như tổng dự trữ hoặc lãi suất, mà Fed tìm cách ảnh hưởng đến và đáp lại những công cụ chính sách của Fed.

opportunity cost phí thời cơ.

Số tiền lãi (lợi tức dự tính) bị hy sinh đi do không nắm giữ một tài sản khác thay vào đó.

optimal forecast dự báo tối ưu.

Dự báo tốt nhất về tương lai, bằng cách sử dụng mọi thông tin sẵn có.

over-the-counter (OTC) market thị trường giao tay.

Thị trường cấp hai mà tại đó các nhà buôn bán ở các địa điểm khác nhau có chứng khoán mà họ sẵn sàng mua hoặc bán "trao tay" cho bất cứ ai đến với họ và chấp nhận giá của họ.

partial crowding out chen lấn một phần.

Tình hình mà một sự tăng lên trong chi tiêu của chính phủ đưa đến một sự giảm xuống trong chi tiêu tư nhân mà không hoàn toàn bù lại sự tăng lên trong chi tiêu của chính phủ.

payments system hệ thống thanh toán.

Phương pháp tiến hành các giao dịch trong nền kinh tế.

Phillip curve đường Phillips.

Mối quan hệ giữa thất nghiệp với lạm phát do A.W. Phillips phát hiện.

planned investment spending chi tiêu đầu tư có kế hoạch.

Tổng số chi tiêu có kế hoạch của các hãng kinh doanh về vốn hiện vật mới (ví dụ: máy móc, máy tính, kiến trúc nhà cửa) cộng chi tiêu có kế hoạch về nhà ở mới.

policy ineffectiveness proposition đề xuất về tính không hiệu quả của chính sách.

Kết luận rút ra từ mô hình tân cổ điển rằng chính sách tính trước không có ảnh hưởng đến biên động của sản phẩm.

preferred habitat theory lý thuyết môi trường ưu tiên.

Thuyết cho rằng lãi suất trái khoán dài hạn sẽ bằng số bình quân của các lãi suất ngắn hạn dự tính sẽ xảy ra trong thời gian tồn tại của trái khoán dài hạn, cộng với một khoản tiền bù kỳ hạn, tiền bù này đáp lại các điều kiện cung và cầu về trái khoán đó.

present value or present discounted value (PV) giá trị hiện tại hoặc giá trị chiết khấu hiện tại (PV).

Trị giá ngày hôm nay của một khoản thanh toán sẽ nhận được trong tương lai khi lãi suất là i .

primary market thị trường cấp một.

Một thị trường tài chính mà tại đó các chứng khoán mới phát hành được bán cho những người mua ban đầu.

principal-agent problem vấn đề người ủy thác - người đại lý.

Vấn đề rủi ro đạo đức xảy ra khi người quản lý đang điều hành (người đại lý) đã hành động vì quyền lợi của mình hơn là vì quyền lợi của người chủ (người ủy thác) bởi vì các động cơ thúc đẩy của anh ta khác với của người ủy thác.

printing money in tiền.

Phương pháp tài trợ chi tiêu của chính phủ bằng cách tạo ra tiền pháp định.

pure flexible exchange rate regime (or clean float) chế độ tỷ giá linh hoạt hoàn toàn hoặc thả nổi sạch.

Một hệ thống tỷ giá mà không có sự can thiệp của ngân hàng trung ương trên thị trường hối đoái.

put option quyền chọn bán.

Hợp đồng lựa chọn mà cho quyền được bán chứng khoán theo một giá xác định.

quantity theory of money thuyết số lượng tiền tệ.

Một thuyết cho rằng thu thập danh nghĩa được xác định chỉ bởi các biến động trong số lượng tiền tệ.

quotas cota, định ngạch.

Những hạn chế về số lượng hàng nước ngoài được phép nhập vào trong nước.

random walk cách đi ngẫu nhiên.

Các biến động của một biến số mà những thay đổi của nó trong tương lai không thể đoán trước được (nghĩa là ngẫu nhiên) bởi vì, với trị giá ngày hôm nay, thì biến số có thể lên hoặc xuống.

rate of capital gains tỷ lệ về vốn.

Thay đổi trung giá của một chứng khoán so với giá mua ban đầu.

rational expectations dự tính hợp lý.

Một quan niệm về sự hình thành của các dự tính cho rằng những dự tính đó không khác với các dự báo tối ưu (sự phỏng đoán tốt nhất về tương lai), bằng cách sử dụng mọi thông tin có sẵn.

real bills doctrine học thuyết giấy bạc thực tế.

Một nguyên tắc chỉ đạo thiện nay bị hoài nghi để tiến hành chính sách tiền tệ, phát biểu rằng

khí mà các khoản tín dụng còn được cấp để phục vụ cho việc sản xuất hàng hóa và dịch vụ, thì việc cung cấp dự trữ cho hệ thống ngân hàng để cấp các khoản vay đó sẽ không có tính chất lạm phát.

real business cycle theory thuyết chu kỳ kinh doanh thực tế.

Thuyết cho rằng các cú sốc đến thị hiếu và đến kỹ thuật là động lực chính đằng sau những biến động ngắn hạn của chu kỳ kinh doanh.

real interest rate lãi suất thực tế.

Một lãi suất được điều chỉnh cho những thay đổi dự tính trong mức giá cả (lạm phát), do vậy nó phản ánh chính xác hơn phí thực của việc đi vay.

real money balances số dư tiền thực tế.

Lượng tiền tính theo biến vật.

real terms theo hiện vật.

Một cách đánh giá theo lượng hàng hóa và dịch vụ thực tế mà người ta có thể mua được.

recession suy thoái.

Thời kỳ mà tổng sản phẩm giảm xuống.

reduced form evidence chứng cứ rút gọn.

Chứng cứ xem xét liệu một biến số này có ảnh hưởng đến biến số kia không. Chỉ đơn giản bằng cách nhìn trực tiếp vào mối quan hệ giữa hai biến số.

Regulation Q Quy định Q.

Quy định mà theo đó Fed có quyền ấn định lãi suất tối đa mà các ngân hàng có thể trả cho các khoản tiền gửi kỳ hạn và tiền gửi tiết kiệm.

regulatory forbearance kiên nhẫn điều hành.

Việc những người điều hành tự kìm mình lại dùng quyền của mình để không cho chứng một ngân hàng mất khả năng thanh toán tiếp tục kinh doanh.

repurchase agreement (repo) hợp đồng mua lại

Một thỏa thuận theo đó Fed mua các chứng khoán với sự đồng ý rằng người bán sẽ mua lại các chứng khoán đó trong một thời gian ngắn, thường là dưới một tuần.

required reserves dự trữ bắt buộc.

Khoản tiền dự trữ được giữ lại bởi vì Fed yêu cầu rằng với mỗi đôla tiền gửi tại ngân hàng thì phải có một tỷ lệ nhất định được giữ lại làm dự trữ.

required reserves ratio tỷ lệ dự trữ bắt buộc.

Tỷ lệ của tiền gửi mà Fed yêu cầu phải giữ làm dự trữ.

reserve currency đồng tiền dự trữ.

Một đồng tiền, như đôla Mỹ chẳng hạn, mà được các nước khác dùng để gọi tên các tài sản mà họ giữ làm dự trữ quốc tế.

reserves dự trữ.

Những khoản tiền gửi của các ngân hàng trên tài khoản mở tại Fed, cộng với tiền mặt được giữ tại thực tế các ngân hàng (tiền trong két).

restrictive covenants điều khoản hạn chế.

Các điều khoản hạn chế và định rõ những hoạt động nhất định mà người đi vay có thể tiến hành.

return, or rate of return lợi tức, tỷ suất lợi tức.

Đối với bất kỳ chứng khoán nào, thì tỷ lệ lợi tức cũng bằng khoản tiền trả cho người chủ sở hữu cộng với sự thay đổi trong trị giá của chứng khoán, được biểu thị bằng một tỷ lệ của giá mua chứng khoán.

reevaluation nâng giá.

Việc ấn định lại ngang giá của một đồng tiền ở một mức cao hơn.

reserve causation nhân quả ngược.

Tình hình mà trong đó một biến số được coi là sinh ra một biến số khác khi mà thực tế thì ngược lại mới là đúng.

reserve repa giao dịch đảo ngược.

Một giao dịch đôi khi được gọi là bán - mua đối ứng nhau) theo đó Fed bán chứng khoán còn người mua thì đồng ý bán lại chứng khoán đó cho Fed trong một tương lai gần.

risk - base premiums phí bảo hiểm theo rủi ro.

Một phí bảo hiểm được thu trên cơ sở có bao nhiêu rủi ro mà người mua bảo hiểm đặt ra cho công ty bảo hiểm phải bảo hiểm.

risk premium tiền bù rủi ro.

Số chênh lệch giữa lãi suất của trái khoán có rủi ro không hoàn trả với lãi suất của trái khoán không có rủi ro không hoàn trả.

risk structure of interest rates cơ cấu rủi ro của lãi suất.

Mối quan hệ giữa các lãi suất của trái khoán có cùng thời hạn như nhau.

secondary market thị trường cấp hai.

Thị trường tái chính mà tại đó các chứng khoán đã được phát hành từ trước (vì đó là loại đã qua tay người mua) có thể được bán lại.

secondary reserve dự trữ cấp hai.

Các chứng khoán của chính phủ và của các cơ quan chính phủ Mỹ được các ngân hàng nắm giữ.

securities chứng khoán.

Tức trái quyền được hưởng đối với thu nhập tương lai hoặc tài sản mà người đi vay đã hứa cho người cho vay (còn được gọi là công cụ tài chính).

securitization chứng khoán hóa.

Quá trình chuyển những tài sản tài chính không phải tiền mặt thành những công cụ của thị trường vốn có thể mua bán được.

securities market line đường thị trường chứng khoán.

Một đường được vạch ra từ mô hình định giá tài sản vốn, mô hình này mô tả mối quan hệ giữa beta của tài sản với lợi tức dự tính về tài sản đó.

segmented markets theory thuyết thị trường phân cách.

Một thuyết về cơ cấu thời hạn cho rằng các thị trường của các trái khoán kỳ hạn khác nhau là hoàn toàn tách rời nhau và phân chia thành từng thị trường riêng, do vậy lãi suất của mỗi trái khoán kỳ hạn được xác định chỉ do cung cầu của trái khoán kỳ hạn đó.

self - correcting mechanism cơ chế tự điều chỉnh.

Một đặc điểm của nền kinh tế làm cho sản phẩm cuối cùng quay trở về mức tỷ lệ tự nhiên không liên quan gì đến việc ban đầu nó ở mức nào.

share draft accounts tài khoản rút tiền từng phần.

Tài khoản tại các liên minh tín dụng, giống như các tài khoản NOW.

short term ngắn hạn.

Nói về một công cụ tín dụng có kỳ hạn một năm hoặc dưới 1 năm.

simple deposit multiplier số nhân tiền gửi đơn.

Sự tăng gấp bội của tiền gửi do một sự tăng lên trong dự trữ của hệ thống ngân hàng trong một mô hình đơn giản mà ở đó thái độ của người gửi tiền cũng như của ngân hàng không đóng một vai trò gì cả.

simple loan khoản vay đơn.

Một công cụ thị trường tín dụng cung cấp cho người đi vay một số tiền mà phải được hoàn trả cho người cho vay khi đến hạn cộng thêm một số tiền nữa (lãi).

sources of the base nguồn của cơ sở.

Các nhân tố xác định cơ sở tiền tệ.

Special drawing rights (SDRs) Quyền rút tiền đặc biệt, quyền vay đặc biệt.

Một tờ giấy do Quỹ tiền tệ quốc tế phát hành thay cho vàng, hoạt động như dự trữ quốc tế.

specialist chuyên gia.

Người môi giới - kinh doanh hoạt động trên thị trường chứng khoán, anh ta giữ việc kinh doanh theo thứ tự lô chứng khoán mà anh ta chịu trách nhiệm.

spot exchange rate tỷ giá giao ngay.

Tỷ giá của một giao dịch giao ngay.

spot transaction giao dịch giao ngay.

Loại giao dịch tỷ giá được thực hiện nhiều nhất theo đó các khoản tiền gửi ngân hàng bằng các loại tiền khác nhau được trao đổi ngay lập tức.

state banks ngân hàng nhà nước.

Các ngân hàng do nhà nước thành lập.

sterilization vô hiệu hóa.

Một chiến lược của ngân hàng trung ương nhằm vô hiệu hóa các ảnh hưởng của những thay đổi trong dự trữ quốc tế. Trồng trường hợp một sự tăng lên trong dự trữ quốc tế, thì chiến lược này dẫn đến việc bán trên thị trường tự do các chứng khoán trong nước để ngân chặn không cho cơ sở tiền tệ tăng lên.

sterilized foreign exchange intervention can thiệp tỷ giá vô hiệu.

Việc can thiệp tỷ giá đi liền với một nghiệp vụ thị trường tự do bù lại làm cho cơ sở tiền tệ không thay đổi.

store of value nơi cất giữ giá trị.

Vật cất giữ sức mua qua thời gian.

structural model mô hình cơ cấu.

Việc mô tả nền kinh tế hoạt động như thế nào, bằng cách sử dụng một tập hợp các phương trình mô tả thái độ của các hãng kinh doanh và của người tiêu dùng trong nhiều khu vực của nền kinh tế.

structural model evidence chứng cứ mô hình cơ cấu.

Chứng cứ xem xét có phải một biến số này

ảnh hưởng đến một biến số kia hay không bằng cách sử dụng các số liệu để xây dựng một mô hình minh họa các kênh mà thông qua đó biến số đó ảnh hưởng đến biến số kia.

supply curve đường cung.

Mối quan hệ giữa lượng cung ứng với giá cả khi mọi biến số kinh tế khác được giữ không thay đổi.

supply shocks các sốc cung ứng.

Những thay đổi trong công nghệ và trong việc cung ứng các nguyên liệu mà có thể di chuyển đường tổng cung.

systematic risk rủi ro có hệ thống.

Một bộ phận của rủi ro của một tài sản, mà có liên hệ đến rủi ro thị trường và do vậy không thể bị thủ tiêu bằng sự đa dạng hóa.

T - account tài khoản T.

Một bảng kết toán được đơn giản hóa dưới hình thái chữ T trong đó chỉ liệt kê những thay đổi xảy ra trong các hạng mục của bảng kết toán bắt đầu từ một vài vị trí của bảng kết toán ban đầu.

takeover mua lại công ty, nắm quyền kiểm soát.

Việc một công ty khác hay một nhóm các nhà đầu tư khác mua một công ty.

tariffs thuế nhập.

Thuế hàng nhập.

term structure of interest rates cơ cấu thời hạn của lãi suất.

Mối quan hệ giữa các lãi suất của các trái khoán có kỳ hạn khác nhau.

theory of asset demand thuyết cầu tài sản.

Một lý thuyết cho rằng lượng cầu của một tài sản là (1) thường là quan hệ thuận với sự giàu có; (2) quan hệ thuận với lợi tức dự tính của tài sản đó so với những tài sản khác; (3) quan hệ nghịch với rủi ro của lợi tức của tài sản đó so với các tài sản khác; và (4) quan hệ thuận

với khả năng thanh khoản của tài sản đó so với các tài sản khác.

theory of purchasing power parity (RPP) thuyết ngang giá sức mua.

Thuyết cho rằng tỷ giá giữa hai đồng tiền nào cũng sẽ được điều chỉnh để phản ánh những thay đổi trong mức giá cả ở hai nước đó.

trade balance cán cân thương mại.

Khoản chênh lệch giữa hàng xuất và hàng nhập.

transactions cost phí giao dịch.

Thời gian và tiền phải chi ra để cố gắng trao đổi hàng hóa và dịch vụ.

transmission mechanisms of monetary policy cơ chế truyền động của chính sách tiền tệ.

Các kênh mà cung tiền tệ thông qua để ảnh hưởng đến hoạt động kinh tế.

underfunded được cấp vốn không đủ.

Nếu các khoản đóng góp vào một kế hoạch trợ cấp và những lợi tức của chúng không đủ để trả cho những lợi nhuận được xác định thì kế hoạch đó gọi là cấp vốn dưới mức.

underground economy nền kinh tế ngầm.

Các hoạt động kinh tế không được báo cáo, cũng được gọi là "kinh tế chìm".

underwriters người bảo đảm.

Những ngân hàng đầu tư đứng ra bảo đảm với các công ty về giá cả các chứng khoán của công ty và sau đó đứng ra bán các chứng khoán đó cho công chúng.

unemployment rate tỷ lệ thất nghiệp.

Tỷ lệ phần trăm của lực lượng lao động không có việc làm.

unexploited profit opportunity cơ hội lợi nhuận chưa khai thác.

Tình hình mà trong tình hình đó một người nào đó có thể thu nhập được nhiều hơn thu nhập bình thường.

unit of account đơn vị tính giá.

Một cái gì đó được dùng để đo giá trị trong nền kinh tế.

unsterilized foreign exchange intervention can thiệp tỷ giá lưu hiệu.

Một sự can thiệp tỷ giá mà trong đó ngân hàng trung ương để cho việc mua hoặc bán đồng tiền trong nước có một ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ.

use of the base cách sử dụng cơ sở.

Những mục mô tả cơ sở được sử dụng như thế nào (giấy bạc Dự trữ liên bang và đồng tiền kho bạc đang lưu thông mà không do Fed nắm giữ).

vault cash tiền két (tiền mặt trong két).

Đồng tiền mà các ngân hàng đang nắm và cất giữ trong két qua đêm.

velocity (of money) tốc độ (của đồng tiền).

Tỷ số quay vòng của tiền; số bình quân các lần trong mỗi năm mà một đôla được chia ra để mua toàn bộ các hàng thành phẩm và dịch vụ được sản xuất ra trong nền kinh tế.

venture capital firm công ty vốn kinh doanh.

Trung gian tài chính tập trung vốn của các hội viên của mình và dùng những vốn đó để giúp những nhà kinh doanh mới nảy nở khỏi sự các vụ kinh doanh mới.

wealth của cải.

Tập hợp các vật sở hữu có chứa giá trị.

wealth elasticity of demand tính co dãn của lượng cầu theo lượng của cải.

Tính co dãn của lượng cầu theo sự giàu có do lượng lượng cầu của một tài sản thay đổi bao nhiêu phần trăm, đáp lại một số phần trăm thay đổi trong của cải, với điều kiện mọi cái khác không thay đổi.

World Bank (the International Bank for Reconstruction and Development) Ngân hàng thế giới. Ngân hàng tái thiết và phát triển.

Một tổ chức quốc tế cung cấp tín dụng dài hạn để giúp các nước đang phát triển xây dựng đê đập, đường sá, và các công trình khác nhằm phát triển kinh tế các nước đó.

yield curve đường (cong) tỷ suất sinh lợi, đường (cong) lãi suất hoàn vốn.

Một đồ thị của các tỷ suất lợi tức của các trái khoán nhà nước không có rủi ro vỡ nợ mà có các kỳ hạn khác nhau.

yield on a discount basis or discount yield lãi suất hoàn vốn trên cơ sở chiết khấu hoặc lãi suất hoàn vốn chiết khấu.

Số đo lãi suất theo đó những người kinh doanh trên thị trường tín phiếu kho bạc giá lãi suất của các tín phiếu kho bạc Mỹ [được định nghĩa bằng công thức trong phương trình (4.8)].

yield to maturity lãi suất hoàn vốn.

Lãi suất làm cân bằng giá trị hiện tại của các khoản thanh toán nhận được từ một công cụ của thị trường tín dụng, với giá trị hôm nay của nó.

Trả lời cho một số câu hỏi và bài tập chọn lựa

Chương 1

2. Số liệu trên các Hình 1.1, 1.2, 1.3 và 1.4 gợi ra rằng tổng sản phẩm thực, mức lạm phát và lãi suất sẽ giảm.

4. Bạn dễ có thể mua một ngôi nhà hoặc một xe hơi vì chi phí để mua chúng sẽ giảm hoặc bạn ít có thể tiết kiệm vì bạn kiếm được ít hơn ở tiền tiết kiệm.

6. Không. Đúng rằng những người vay tiền để mua một ngôi nhà hay một xe hơi sẽ bị thua thiệt bởi vì họ phải chi tiêu nhiều hơn để mua chúng ; tuy nhiên, những người gửi tiền tiết kiệm được lợi bởi vì họ có thể nhận được lãi suất cao hơn ở tiền tiết kiệm.

8. Từ giữa đến cuối những năm 1970, giá trị đồng đôla thấp, khiến đi ra nước ngoài tương đối tốn kém hơn, như thế đó là thời gian thích hợp để đi nghỉ ở Mỹ và thăm Grand Canyon. Với giá trị đồng đôla tăng lên trong những năm đầu thập kỷ 1980, đi ra nước ngoài trở nên tương đối rẻ và đây là thời gian thích hợp để thăm London.

Chương 2

2. Do người chủ vườn táo chỉ thích chuối, những người trồng chuối không thích táo, người trồng chuối sẽ không muốn đổi chuối để lấy táo và họ sẽ không trao đổi. Tương tự, người trồng sô cô la sẽ không sẵn lòng trao đổi với người trồng chuối bởi vì ông ta không thích chuối. Người sở hữu vườn táo sẽ không trao đổi với người trồng sô cô la bởi vì ông ta không thích sôcôla. Do đó trong một nền

kinh tế đối chác, việc trao đổi giữa 3 người này chắc không thể xảy ra bởi vì không có tương hợp nào trùng hợp ý muốn. Tuy vậy, nếu tiền được đưa vào nền kinh tế này, người chủ vườn táo có thể bán táo của ông cho người trồng sôcôla và sau đó dùng tiền đó để mua chuối của người trồng chuối. Tương tự, người trồng chuối có thể dùng tiền bán chuối cho người trồng táo để mua sôcôla của người trồng sôcôla và người trồng sôcôla có thể dùng tiền này để mua táo của chủ vườn táo. Kết quả là ở chỗ không cần thiết phải có sự tương hợp ý muốn và mọi người được hưởng lợi do chỗ 3 nhà sản xuất của chúng ta nay có thể ăn cái mà mỗi người thích nhất.

4. Do tiền đang mất giá trị ở một mức độ nhỏ (mức lạm phát lúc ấy thấp) vào những năm 1950 so với những năm 1970, lúc đó nó là một nơi trữ giá trị tốt hơn và bạn vẫn muốn nắm giữ thêm.

6. Tiền mất giá trị rất nhanh trong siêu lạm phát, do đó bạn muốn lưu giữ nó càng ít thời gian càng tốt. Như thế tiền giống như một củ khoai tây nóng được chuyển nhanh từ người này sang người khác.

8. Không cần thiết. Tuy tổng số tiền nợ đã báo trước lạm phát và chu kỳ kinh doanh tốt hơn $M1$, $M2$, hoặc $M3$, nó không thể là cái chỉ báo tốt hơn trong thời gian tương lai. Nếu không có một số suy lý để tin rằng tổng số tiền nợ sẽ tiếp tục là cái dự báo tốt hơn trong thời gian tương lai, chúng ta không thể coi tiền như là tổng số tiền nợ.

10. $M1$ chứa những tài sản lỏng nhất, trong khi ấy $M3$ là mức đo rộng nhất.

12. Việc sửa đổi lại không phải là vấn đề nghiêm trọng đối với những thay đổi dài hạn của lượng tiền cung ứng bởi vì việc sửa đổi lại đối với những thay đổi ngắn hạn (một tháng) có xu hướng loại bỏ. Việc sửa đổi lại đối với những thay đổi dài hạn, ví dụ mức tăng mỗi năm, như vậy nói chung khá nhỏ.

14. Do một tấm séc dễ vận chuyển hơn vàng rất nhiều, người ta thường muốn được trả bằng séc hơn mặc dù có khả năng tấm séc bị trả lại. Nói khác đi chi phí giao dịch thấp hơn nếu thanh toán bằng séc khiến người ta sẵn lòng chấp nhận séc.

Chương 3

1. Cổ phần IBM là một tài sản có đối với người sở hữu nó vì nó cho bà ta quyền có một phần trong số thu nhập cũng như tài sản của IBM. Cổ phần này là nợ của IBM bởi vì nó là một đòi hỏi của người sở hữu cổ phần này đối với thu nhập và tài sản của IBM.

3. Đúng, vì thiếu thị trường tài chính nghĩa là vốn không thể được dẫn đến những người có khả năng sử dụng chúng một cách sinh lợi nhất. Các doanh nghiệp lúc ấy không thể thu nhập vốn để kinh doanh làm cho nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng.

5. Bởi vì chi phí để thực hiện món cho vay mà bạn định giành cho hàng xóm của bạn là cao (ví dụ, phí luật lệ, phí kiểm tra tín dụng, v.v.), bạn sẽ có thể không còn thu được 5% đối với món cho vay đó sau các chi phí nói trên mặc dù nó có lãi suất 10%. Tốt hơn cả là bạn gửi món tiết kiệm vào một ngân hàng và hưởng lãi 5%.

7. Vì mức lợi riêng do bán thông tin mà các hãng tư nhân thực hiện có thể không lớn bằng mức lợi chung đối với xã hội do hoạt động này mang lại, có ít thông tin hơn (so với mức tối ưu cho xã hội) được cung cấp ở thị trường này.

9. Việc giới hạn các tài sản mà các trung gian tài chính có thể nắm giữ có thể có lợi bởi vì nó ngăn ngừa họ mang lấy quá nhiều rủi ro, như thế bảo đảm sự lành mạnh của họ. Tuy vậy, các quy định này cũng có thiệt hại vì chúng có thể giữ vốn không cho tới những người có cách sử dụng vốn một cách sinh lợi nhất.

11. Việc cạnh tranh được coi là một sức mạnh quan trọng thúc đẩy hiệu quả của thị trường tài chính. Hạn chế cạnh tranh trong công nghiệp tài chính có thể làm tăng tính không hiệu quả trong nền kinh tế, đưa đến một nền kinh tế kém mạnh khỏe hơn.

13. Tuyên bố này là sai. Giá cả trong thị trường cấp hai định ra giá cả mà các hãng phát hành chứng khoán nhận được trong thị trường cấp một. Ngoài ra, thị trường cấp hai làm cho chứng khoán lỏng hơn và như vậy dễ bán hơn trong thị trường cấp một. Do đó, thị trường cấp hai là quan trọng hơn thị trường cấp một trong bất cứ trường hợp nào.

15. Làm tăng thảo luận về các thị trường tài chính ngoại quốc trên báo chí Mỹ và sự tăng trưởng thị trường cho những công cụ tài chính quốc tế như Eurodollars và Eurobonds.

Chương 4

1. Ít hơn. Nó sẽ đáng giá $1/(1 + 0,20) = 0,83$ đôla khi lãi suất là 20% thay vì $1/(1 + 0,10) = 0,91$ đôla khi lãi suất là 10%.

$$3. 3000 \text{ đôla} = 1100 \text{ đôla}/(1 + 0,10) + \\ + 1210 \text{ đôla}/(1 + 0,10)^2 + 1331 \text{ đôla}/(1 + 0,1)^3$$

$$5. 2000 \text{ đôla} = 100 \text{ đôla}/(1 + i) + 100 \text{ đôla}/(1 + i)^2 +$$

$$\dots + 100 \text{ đôla}/(1+i)^{20} + 1000 \text{ đôla}/(1+i)^{20}$$

7. 14,9%. Đáp số này tìm được theo cách sau : Giá trị hiện tại của 2 triệu đôla tiền trả sau đây 5 năm là $2/(1+i)^5$ triệu đôla, nó bằng món tiền cho vay 1 triệu đôla. Như thế $1 = 2/(1+i)^5$. Giải tìm i , $(1+i)^5 = 2$, do đó $i = \sqrt[5]{2} - 1 = 0,149 = 14,9\%$.

9. Nếu trái khoán 1 năm không có tiền coupon, lãi suất hoàn vốn của nó sẽ là $(1000 \text{ đôla} - 800 \text{ đôla})/800 \text{ đôla} = 200 \text{ đôla}/800 \text{ đôla} = 0,25 = 25\%$. Do nó có tiền coupon, lãi suất hoàn vốn của nó phải lớn hơn 25%. Ngoài ra, do lãi suất hoàn vốn hiện hành là một xấp xỉ gần đúng của lãi suất hoàn vốn đối với một trái khoán 20 năm, ta biết rằng lãi suất hoàn vốn đối với trái khoán này vào khoảng 15%. Do đó, trái khoán 1 năm đó có lãi suất hoàn vốn cao hơn.

11. Bạn nên có tín phiếu kho bạc thì hơn vì nó có lãi suất hoàn vốn cao hơn. Như ví dụ trong bài cho thấy, sự giảm bớt lãi suất hoàn vốn của lãi suất tính giảm đối với trái khoán 1 năm là quan trọng khi vượt quá một điểm một phần trăm. Như thế, lãi suất hoàn vốn của tín phiếu 1 năm đó sẽ lớn hơn 9%, là lãi suất hoàn vốn của trái khoán kho bạc một năm.

13. Không. Nếu lãi suất tăng mạnh trong tương lai, các trái khoán dài hạn có thể chịu một sự sụt giảm mạnh đến mức lợi tức của chúng có thể khá nhỏ, ngay cả có thể âm.

15. Các nhà kinh tế đúng. Họ nói rằng lãi suất danh nghĩa thấp hơn mức lạm phát dự tính vào cuối những năm 70 làm cho lãi suất thực âm. Tuy vậy, mức lạm phát dự tính này đã giảm nhanh hơn nhiều so với lãi suất danh nghĩa vào giữa những năm 1980, do đó lãi suất danh nghĩa đã cao hơn mức lạm phát dự tính và lãi suất thực đã trở nên dương.

Chương 5

2. (a) Hơn, vì của cải của bạn đã tăng ; (b) Hơn, vì nó đã trở nên lỏng hơn ; (c) Kém, vì lợi tức dự tính của nó đã giảm so với cổ phiếu Polaroid ; (d) Hơn, vì nó đã trở nên ít rủi ro hơn so với các cổ phiếu ; (e) Kém, vì lợi tức dự tính của nó đã giảm.

4. (a) Hơn, vì chúng đã trở nên lỏng hơn ; (b) Hơn, vì lợi tức dự tính của chúng đã tăng so với các cổ phiếu ; (c) Kém, vì chúng đã trở nên kém lỏng hơn so với các cổ phiếu ; (d) Kém, vì lợi tức dự tính của chúng đã giảm ; (e) Hơn, vì chúng đã trở nên lỏng hơn.

6. Việc mua các cổ phần ở công ty được phẩm để có thể giảm rủi ro chung của bạn bởi vì sự tương quan lợi tức của món đầu tư của bạn vào một đội bóng đá với

lợi tức đầu tư vào công ty dược phẩm sẽ thấp. Mặt khác, tương quan lợi tức của món đầu tư vào một đội bóng đá và món đầu tư vào một đội bóng rổ có thể khá cao, như vậy trong trường hợp này mức giảm rủi ro sẽ nhỏ nếu bạn đầu tư vào cả hai.

Chương 6

1. Khi Fed bán trái khoán cho công chúng, nó làm tăng lượng trái khoán cung ứng, như vậy dịch chuyển đường cung (B^s) sang phải. Kết quả là giao điểm của các đường cung và cầu (B^s và B^d) xảy ra ở lãi suất cân bằng cao hơn và lãi suất tăng. Với khuôn mẫu ưa thích tiền mặt, việc giảm lượng tiền cung ứng dịch chuyển đường cung ứng tiền (M^s) về bên trái và lãi suất cân bằng tăng. Câu trả lời theo khuôn mẫu tiền vay phù hợp với câu trả lời theo khuôn mẫu ưa thích tiền mặt.

3. Khi mức giá này tăng, số lượng tiền tính theo hiện vật giảm (khi giữ lượng tiền cung ứng danh nghĩa không đổi) ; để phục hồi tài sản tiền tệ của họ theo hiện vật đến mức cũ, dân chúng muốn giữ một lượng tiền danh nghĩa lớn hơn. Như thế đường cong cầu tiền (M^d) dịch chuyển sang phải và lãi suất tăng.

6. Lãi suất tăng. Việc tăng bất ngờ giá dự tính trong tương lai cho bất động sản của dân chúng làm tăng lợi tức dự tính cho bất động sản so với trái khoán, do đó lượng cầu trái khoán giảm. Đường cầu (B^d) dịch chuyển sang trái và lãi suất cân bằng tăng.

8. Theo khuôn mẫu tiền vay, tính rủi ro của trái khoán tăng lên làm giảm lượng cầu trái khoán. Đường cầu (B^d) dịch chuyển sang trái và lãi suất cân bằng tăng. Ta sẽ có cùng câu trả lời này theo khuôn mẫu ưa thích tiền mặt. Tính rủi ro của trái khoán tăng lên so với tiền làm tăng lượng cầu tiền. Đường cầu tiền (M^d) dịch chuyển về bên phải và lãi suất cân bằng tăng.

10. Đúng. Lãi suất sẽ tăng. Tiền hoa hồng cổ phiếu thấp hơn khiến chúng trở nên lỏng hơn so với trái khoán và lượng cầu trái khoán sẽ giảm. Đường cầu (B^d) do đó sẽ dịch chuyển sang trái, và lãi suất cân bằng sẽ tăng.

12. Lãi suất của trái khoán AT & T sẽ tăng. Do nay dân chúng cho rằng lãi suất sẽ tăng, lợi tức dự tính cho trái khoán dài hạn như trái khoán 8⁷⁸ loại 2007 sẽ giảm và lượng cầu trái khoán này sẽ giảm. Do đó đường cầu (B^d) sẽ dịch chuyển sang trái và lãi suất cân bằng sẽ tăng.

14. Lãi suất sẽ tăng. Khi giá trái khoán trở nên bất định và trái khoán trở nên

rủi ro hơn, lượng cầu trái khoán sẽ giảm. Đường cầu (B_{D}) sẽ chuyển sang trái và lãi suất cân bằng sẽ tăng.

Chương 7

2. Tín phiếu kho bạc Mỹ có rủi ro vỡ nợ thấp hơn và lỏng hơn so với CD chuyển nhượng được. Như vậy lượng cầu tín phiếu kho bạc lớn hơn và chúng có lãi suất thấp hơn.

4. Đúng. Khi trái khoán thuộc các hạn kỳ khác nhau là những thứ thay thế nhau một cách gần gũi, một sự tăng lãi suất của một trái khoán làm cho lãi suất của trái khoán kia tăng lên vì lợi tức dự tính của các trái khoán có hạn kỳ khác nhau không thể vượt quá xa giới hạn.

6. (a) Lãi suất hoàn vốn sẽ là 5% đối với trái khoán một năm, 6% đối với trái khoán hai năm, 6,33% đối với trái khoán ba năm, 6,5% đối với trái khoán bốn năm và 6,6% đối với trái khoán năm năm. (b) Lãi suất hoàn vốn sẽ là 5% đối với trái khoán một năm, 4,5% đối với trái khoán hai năm, 4,33% đối với trái khoán ba năm, 4,25% đối với trái khoán bốn năm và 4,2% đối với trái khoán năm năm. Đường lãi suất hoàn vốn dốc lên ở (a) thậm chí sẽ dốc hơn nếu dân chúng ưu tiên những trái khoán ngắn hạn hơn những trái khoán dài hạn vì trái khoán ngắn hạn lúc ấy sẽ có mức bù rủi ro dương. Đường lãi suất hoàn vốn dốc xuống ở (b) sẽ kém dốc và thậm chí có thể có một độ dốc lên dương nhẹ khi trái khoán dài hạn có mức bù rủi ro dương.

8. Đường lãi suất hoàn vốn nằm ngang ở những hạn kỳ ngắn hơn gợi ra rằng lãi suất ngắn hạn được trông đợi sụt giảm vừa phải trong tương lai gần, trong khi đó đường dốc lên mạnh của lãi suất hoàn vốn gợi ra rằng lãi suất được trông đợi tăng lên ở tương lai xa hơn. Do lãi suất và lạm phát dự tính diễn biến theo cùng nhau, đường lãi suất hoàn vốn này gợi ra rằng thị trường trông đợi lạm phát giảm vừa phải trong tương lai gần nhưng tăng lên sau đó.

10. Việc giảm mức thuế thu nhập sẽ khiến cho đặc quyền miễn thuế của trái khoán địa phương kém giá trị và chúng kém được ưa chuộng hơn so với các trái khoán kho bạc chịu thuế. Từ đó, việc giảm lượng cầu trái khoán địa phương và việc tăng lượng cầu trái khoán kho bạc sẽ làm tăng lãi suất trái khoán địa phương đồng thời khiến cho lãi suất trái khoán kho bạc giảm.

12. Hoa hồng môi giới thấp hơn của trái khoán công ty sẽ khiến chúng lỏng hơn và do đó tăng lượng cầu đối với chúng, điều này sẽ hạ thấp mức bù rủi ro của chúng.

14. Việc loại bỏ thuế bất động sản sẽ khiến trái khoán hoa hồng kém hấp dẫn

hơn so với trái khoán kho bạc. Từ đó, việc giảm lượng cầu trái khoán hoa hồng và tăng lượng cầu trái khoán kho bạc sẽ làm tăng lãi suất trái khoán hoa hồng đồng thời làm cho lãi suất trái khoán kho bạc sụt giảm.

Chương 8

2. Các trung gian tài chính phát triển sự tinh thông trong các lĩnh vực như kỹ thuật computer do đó họ có thể cung cấp các dịch vụ linh hoạt một cách không quá tốn kém như các tài khoản séc, các tài khoản này giảm bớt chi phí giao dịch cho người gửi tiền. Các trung gian tài chính cũng có thể được lợi nhờ khả năng tiết kiệm được do qui mô và thực hiện những giao dịch lớn là những giao dịch có chi phí thấp hơn cho mỗi đôla giao dịch.

4. Các nguyên tắc kế toán chuẩn khiến việc kiểm tra lợi nhuận được dễ dàng hơn do đó giảm được vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức trong thị trường tài chính, và do vậy khiến thị trường này hoạt động tốt hơn. Các nguyên tắc kế toán chuẩn làm cho các nhà đầu tư dễ dàng hơn trong việc sàng lọc các hãng tốt khỏi các hãng tồi, nhờ vậy giảm vấn đề chọn lựa đối nghịch trong thị trường tài chính. Ngoài ra, chúng làm cho các người quản lý khó khăn hơn trong việc nói giảm bớt lợi nhuận, do vậy giảm được vấn đề người đại lý - người ủy thác (vấn đề rủi ro đạo đức).

6. Các hãng nhỏ hơn là các hãng ít được biết đến nên họ thường dùng sự tài trợ của ngân hàng. Do các nhà đầu tư khó thu thập được thông tin về các hãng này, các hãng này khó bán chứng khoán trong thị trường tài chính. Các ngân hàng vốn chuyên môn hóa trong việc thu thập thông tin về các hãng nhỏ lúc ấy sẽ là giải pháp duy nhất để các hãng này có khoản tài trợ cho hoạt động của họ.

8. Đúng. Cá nhân đang đặt tiền dành dụm cá cuộc đời mình vào doanh nghiệp của mình có nhiều hơn để mất nếu cá nhân đó mang lấy quá nhiều rủi ro hoặc thực hiện các hoạt động mưu lợi cá nhân không đưa đến lợi nhuận cao. Do vậy cá nhân đó sẽ hành động phù hợp hơn với lợi ích của người cho vay khiến cho món tiền vay dễ có thể được hoàn lại.

10. Đúng. Nếu người vay tiền này tỏ ra là một người mạo hiểm vay tín dụng tồi và đi đến phá sản, thì người cho anh ta vay mất ít hơn vì vật thế chấp đó có thể được bán đi để bù lại mọi tổn thất của món cho vay. Như thế chọn lựa đối nghịch không còn là vấn đề nghiêm trọng.

12. Sự tách biệt việc sở hữu và việc quản lý tạo ra vấn đề người ủy thác - người quản lý. Người quản lý (người đại lý) không có một ý muốn mạnh mẽ làm cực đại lợi nhuận như người sở hữu (người ủy thác). Như thế người quản lý có thể không

nỗ lực làm việc, có thể thực hiện các chi tiêu vô ích vì sĩ diện cá nhân mình hoặc có thể theo đuổi các chiến lược kinh doanh để mở rộng quyền hành cá nhân mình mà không tăng được lợi nhuận.

14. Một cuộc đổ vỡ thị trường cổ phiếu làm sụt giảm giá trị ròng của các hãng và do vậy làm tăng vấn đề rủi ro đạo đức. Với một món tiền góp cổ phần nhỏ hơn, những người sở hữu có thêm ý muốn thực hiện các dự án rủi ro và chi tiêu vốn liếng công ty vào các hiện vật làm lợi cho cá nhân họ. Một cuộc đổ vỡ thị trường cổ phiếu làm tăng vấn đề rủi ro đạo đức và như thế khiến ít có thể là những người cho vay được hoàn trả tiền. Do vậy việc cho vay và việc đầu tư sẽ giảm, đưa đến một cuộc khủng hoảng tài chính trong đó thị trường tài chính không hoạt động tốt và nền kinh tế gặp khó khăn.

Chương 9

- 2. Thứ bậc từ lòng nhất đến kém lòng nhất là : (c), (b), (a), và (d).
- 4. Tiền dự trữ sụt giảm 500 đôla. Tài khoản T cho First National Bank như sau :

First National Bank			
Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	-500 đôla	Tiền gửi có thể phát séc	-500 đôla

6. Ngân hàng này đúng ra sẽ có bảng quyết toán tài sản được nêu trong bài tập này vì sau khi nó mất 50 triệu đôla do dòng tiền rút ra, ngân hàng này sẽ vẫn còn có 5 triệu đôla dự trữ quá mức (50 triệu đôla tiền dự trữ trừ đi 45 triệu đôla dự trữ bắt buộc (10% của 450 triệu đôla tiền gửi)). Như thế, ngân hàng này sẽ không phải thay đổi bảng quyết toán tài sản của mình thêm nữa, và sẽ không chịu bất cứ phí tổn nào mà dòng tiền rút ra này tạo ra. Mặt khác, với bảng quyết toán tài sản trong bài tập nêu trên, ngân hàng này sẽ có sự thiếu hụt về tiền dự trữ là 20 triệu đôla (25 triệu đôla trừ đi 45 triệu đôla tiền dự trữ bắt buộc). Trọng trường hợp này, ngân hàng sẽ chịu tổn thất khi nó tăng tiền dự trữ cần thiết bằng các phương pháp nêu trong bài học.

8. Không. Khi bạn từ chối một khách hàng có thể bạn sẽ mãi mãi bị mất khả năng kinh doanh với người đó - điều này là một tổn thất to lớn. Thay vì như vậy, bạn có thể đi vay các ngân hàng khác, các công ty, hoặc vay Fed để có được vốn cho người khách này vay. Hoặc bạn có thể bán CD chuyển nhượng được hoặc một số chứng khoán của bạn để có được vốn cần thiết.

10. Số dư bù có tác dụng như vật thế chấp. Số dư bù cũng giúp thiết lập quan hệ khách hàng lâu dài, nó giúp ngân hàng dễ dàng hơn trong việc thu thập thông tin về những người vay tiền tương lai, như vậy giảm được vấn đề chọn lựa đối nghịch. Số dư bù giúp ngân hàng giám sát các hoạt động của một hãng vay tiền của họ do đây nó có thể ngăn chặn hãng này không cho mang lấy quá nhiều rủi ro, tức là không hành động vì lợi ích của ngân hàng này.

12. Sai. Tuy đa dạng hóa là một chiến lược mà một ngân hàng nên làm, việc ngân hàng chuyên môn hóa trong một số lĩnh vực cho vay vẫn có một ý nghĩa. Ví dụ, một ngân hàng có thể đã tạo được sự thông thạo trong việc sàng lọc và giám sát đối với một loại cho vay đặc biệt, như thế cải thiện được khả năng xử lý vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức của mình.

14. Tài sản có sụt giá trị 8% ($= -2\% \times 4$ năm), trong khi đó tài sản nợ sụt giá trị 12% ($= -2\% \times 6$ năm). Do tài sản nợ sụt giá hơn 4% so với tài sản có sụt giảm, giá trị ròng của ngân hàng này tăng 4%, tức là 3 triệu đôla ($= 4\% \times 75$ triệu đôla). Rủi ro lãi suất có thể được giảm bớt bằng cách rút ngắn kỳ hạn thanh toán của tài sản nợ tới một thời gian tồn tại 4 năm hoặc kéo dài kỳ hạn thanh toán của tài sản có tới một thời gian tồn tại 6 năm. Hoặc, bạn có thể thực hiện một vụ trao đổi lãi suất trong đó bạn trao đổi lãi suất mà bạn kiếm được theo tài sản có của bạn với lãi suất của tài sản có của một ngân hàng khác có thời gian tồn tại 6 năm.

Chương 10

1. (a) Văn phòng kiểm tra tiền; (b) Dự trữ Liên bang; (c) Các cơ quan có thẩm quyền về hoạt động ngân hàng tiểu bang và FDIC; (d) Dự trữ Liên bang.

3. Việc trao đặc quyền ngân hàng có thể tạo ra một rào cản không cho các hãng và các cá nhân hoạt động ngân hàng, khiến cho công nghiệp ngân hàng kém cạnh tranh. Mặt khác, việc trao đặc quyền ngân hàng có lợi là ngăn chặn các hãng và cá nhân không lương thiện đi vào hoạt động ngân hàng.

5. Nếu không có sự giúp đỡ, FDIC không có khả năng thanh toán cho tất cả các người gửi tiền có bảo hiểm vì quỹ bảo hiểm của nó quá nhỏ. Tuy vậy sự tồn tại của FDIC vẫn giúp ngăn ngừa các ngân hàng khỏi bị phá sản vì công chúng biết rằng Fed và Chính phủ Liên bang sẽ đứng đằng sau FDIC: cung cấp cho các ngân hàng và FDIC đủ vốn đối phó với một cuộc khủng hoảng.

7. Sai. Tuy các ngân hàng có ý muốn nắm giữ vốn ngân hàng, họ có thể không duy trì đủ vì các chi phí riêng mà sự vỡ nợ ngân hàng gây cho họ nhỏ hơn chi phí xã hội.

9. Các kỹ thuật mới như các cơ sở hoạt động ngân hàng điện tử thường được một vài ngân hàng chung phần, do vậy các cơ sở này không bị xếp vào loại các chi

nhánh. Như thế có thể sử dụng các cơ sở này để vượt qua những ngăn cấm chào bán dịch vụ ở các tiểu bang khác và trong thực tế vượt qua các giới hạn cấm mở chi nhánh.

11. Do việc cấm mở chi nhánh áp dụng chặt chẽ hơn đối với các ngân hàng thương mại so với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay. Như thế các ngân hàng thương mại nhỏ có được sự bảo vệ tốt hơn trong cạnh tranh và để có khả năng sống còn hơn là so với các ngân hàng tiết kiệm và cho vay.

13. Hoạt động ngân hàng quốc tế đã được khuyến khích qua việc được hưởng chế độ thuế đặc biệt và các quy định mở chi nhánh nổi lỏng đối với các công ty Edge Act và các cơ sở hoạt động ngân hàng quốc tế (IBF). Các IBF và các công ty Edge Act được sự nâng đỡ này để các ngân hàng Mỹ có thêm khả năng cạnh tranh với các ngân hàng nước ngoài. Sự mong đợi là ở chỗ việc này sẽ tạo thêm công ăn việc làm trong lĩnh vực ngân hàng ở Mỹ.

15. Không, bởi vì ngân hàng do người Xêút sở hữu phụ thuộc cùng những quy định như ngân hàng do người Mỹ sở hữu.

Chương 11

2. Sẽ có chọn lựa đối nghịch vì có thể có những dân chúng muốn đốt tài sản của mình để mưu một số lợi cá nhân, những người này sẽ cố gắng để có được những hợp đồng bảo hiểm cháy quan trọng. Rủi ro đạo đức cũng có thể xảy ra vì một cá nhân có một hợp đồng bảo hiểm cháy có ít ý muốn sử dụng các biện pháp phòng cháy.

4. Các quy định hạn chế ngân hàng nắm giữ các tài sản rủi ro trực tiếp giảm bớt rủi ro đạo đức ở phía ngân hàng. Các đòi hỏi buộc các ngân hàng có số tiền vốn đầu tư ngân hàng lớn cũng giảm được ý muốn mang lấy rủi ro của ngân hàng vì nay các ngân hàng có nhiều hơn để mất nếu họ vỡ nợ. Những quy định như vậy sẽ không hoàn toàn loại bỏ được vấn đề rủi ro đạo đức vì các ngân hàng có ý muốn che giấu việc nắm giữ tài sản rủi ro không cho các cơ quan điều hành biết và nói quá số vốn đầu tư của họ.

6. Cuộc khủng hoảng S & L đã không xảy ra trước những năm 1980 vì lãi suất đã giữ ở mức thấp trước đó, do đó S & L đã không bị đặt trước các tổn thất do lãi suất cao. Cũng như vậy, các cơ hội để mang lấy rủi ro đã không sẵn có trước những năm 1980. Từ 1980 trở đi, pháp luật và sự đổi mới tài chính tạo cho S & L dễ dàng hơn trong việc mang lấy thêm rủi ro, như thế làm tăng một cách mạnh mẽ các vấn đề chọn lựa đối nghịch và rủi ro đạo đức.

8. Luật FIRREA đã cấp vốn cho việc bảo lãnh S & L, đã lập ra Công ty Ủy thác thanh lý để quản lý việc thanh lý các tổ chức tiết kiệm không trả được nợ, đã loại

bỏ Hội đồng ngân hàng cho vay mua nhà của liên bang và đã trao vai trò điều hành của nó cho Văn phòng giám sát tiết kiệm, đã loại bỏ FSLIC, vai trò bảo hiểm và trách nhiệm điều hành của nó được FDIC đảm nhận, đã áp đặt các hạn chế đối với các hoạt động tiết kiệm tương tự các hạn chế trong thực tế trước năm 1982, đã nâng mức đòi hỏi vốn đầu tư bằng các mức mà các ngân hàng thương mại phải tuân theo và đã tăng quyền lực cưỡng chế cho các cơ quan điều hành công nghiệp tiết kiệm.

10. Nếu các ứng viên chính trị nhận quỹ vận động từ chính phủ và bị giới hạn số tiền mà họ chi tiêu, họ sẽ có ít đòi hỏi phải thỏa mãn trong các vận động ở hậu trường để thắng cử. Nhờ vậy, có thể có thêm ý muốn hành động vì lợi ích của người đóng thuế (người ủy thác) và như thế sinh hoạt chính trị có thể được cải thiện.

12. Loại bỏ hoặc giới hạn bảo hiểm tiền gửi sẽ giúp giảm được rủi ro đạo đức do việc mang lấy rủi ro quá mức ở phía các ngân hàng. Tuy vậy, nó sẽ làm cho các vụ vỡ nợ ngân hàng hoặc hoảng loạn ngân hàng dễ có thể xảy ra, do vậy đây có thể không là một ý tưởng hay.

14. Nền kinh tế có thể được lợi do giảm rủi ro đạo đức : tức là, các ngân hàng sẽ không muốn mang lấy quá nhiều rủi ro vì nếu làm như thế sẽ làm tăng phí bảo hiểm tiền gửi của họ. Tuy nhiên, các khó là khó giám sát được mức độ rủi ro của tài sản có của ngân hàng vì thường chỉ có ngân hàng đứng ra cho vay biết được tài sản ấy rủi ro đến mức nào.

Chương 12

1. Do sẽ có thêm sự không chắc chắn về việc họ sẽ phải thanh toán bao nhiêu trong một năm bất kỳ nào đó, các công ty bảo hiểm sinh mạng có xu hướng nắm giữ các tài sản ngắn hạn hơn và lỏng hơn.

3. Do tiền trợ cấp phải thanh toán được định ra bằng tiền góp cho chương trình và các thu nhập mà tiền đóng góp mang lại.

5. Do số tiền bồi thường bảo hiểm càng lớn, người được bảo hiểm càng có nhiều ý muốn vi phạm rủi ro đạo đức và thực hiện các hoạt động làm cho việc bồi thường bảo hiểm dễ có thể xảy ra. Do việc thanh toán bồi thường rất tốn kém, công ty bảo hiểm sẽ muốn giảm rủi ro đạo đức bằng cách giới hạn số tiền bảo hiểm.

7. Do lãi suất tiền cho vay ở các ngân hàng nói chung thấp hơn so với ở các công ty tài chính.

9. Do bạn không phải thanh toán tiền hoa hồng ở chứng khoán (quỹ) không

chịu hoa hồng (no-load fund) thực tế nó rẻ hơn so với một chứng khoán chịu hoa hồng.

11. Việc bảo đảm tiền vay mà chính phủ đảm nhiệm có thể rất tốn kém vì như một bảo hiểm bất kỳ, nó dẫn đến rủi ro đạo đức. Do các ngân hàng và các tổ chức khác khi cho vay có bảo đảm không phải chịu bất kỳ tổn thất nào nếu các món tiền cho vay này bị vỡ nợ, họ không ngại thực hiện các món tiền cho vay có triển vọng xấu. Từ đó, các tổn thất cho chính phủ có thể là nhiều như đã xảy ra trong các năm gần đây.

13. Không. Hoạt động ngân hàng đầu tư là một kinh doanh có rủi ro vì nếu một ngân hàng đầu tư không thể bán một chứng khoán mà nó đang bảo đảm với giá mà nó đã hứa trả cho hãng phát hành, ngân hàng đầu tư này có thể phải chịu tổn thất lớn.

15. Do giữ không cho các ngân hàng được đứng ra bảo đảm chứng khoán, họ chịu ít sự cạnh tranh hơn và như vậy có thể thu lợi nhuận cao.

Chương 13

1. Đổi mới tài chính nảy sinh do việc tìm kiếm lợi nhuận - nói khác đi, do lòng tham. Do đổi mới tài chính thường có lợi, lòng tham có thể được xem như động lực tích cực trong xã hội chúng ta.

3. Bạn có thể bán một hợp đồng chuyển giao các CD loại 3 tháng hoặc các tín phiếu kho bạc trong thời hạn 9 tháng. Sau đó nếu lãi suất tăng lên, giá của hợp đồng này sẽ sụt giảm và lợi nhuận mà bạn tạo ra sẽ bù lại tiền thanh toán lãi cao hơn theo món tiền cho vay của bạn.

5. Có thể không, bởi vì phí tổn của dịch vụ các thẻ tín dụng này sẽ không cao như vậy, như thế giúp các ngân hàng có thể thu lợi nhuận từ chúng.

7. Đúng. Các ngân hàng đã tăng cường vay tiền trong thị trường Eurodollar khiến nó tăng trưởng nhanh hơn, do nó đã cho phép họ tránh được các hạn chế gom vốn xuất phát từ Quy định Q và vì vốn thu nhận được trong thị trường Eurodollar lúc đầu đã không phải chịu các đòi hỏi về tiền dự trữ.

9. Không đến thế. Kết quả rõ nét của các quy định ngân hàng (ví dụ như Quy định Q là quy định đã được nhằm để giúp đưa vốn có phí tổn thấp vào thị trường thế chấp) đã làm cho nay các tổ chức phát hành vay thế chấp khó khăn hơn trong việc thu gom vốn để sau đó có thể đưa chúng ra cho vay thế chấp. Ngoài ra, các quy định hạn chế công nghiệp tiết kiệm thực hiện các món cho vay thế chấp có thể đã làm tổn hại sức mạnh tài chính của họ, do vậy cuối cùng họ đã không có khả năng thực hiện được nhiều món cho vay thế chấp như mong đợi.

11. Nếu Fed thanh toán lãi suất iF_{ed} cho tiền dự trữ, thì thuế đánh vào tiền gửi do các đòi hỏi về tiền dự trữ bắt buộc sẽ giảm tới $(i - iF_{ed}) \times r_d$. Kết quả của thuế thấp hơn đánh vào tiền gửi này sẽ là ở chỗ nay các ngân hàng có thể thanh toán lãi suất cao hơn cho tiền gửi và như thế khiến chúng có khả năng cạnh tranh hơn với quỹ thị trường tiền tệ. Những người gửi tiền vay sẽ có thể thấy tiền gửi hấp dẫn hơn so với quỹ thị trường tiền tệ, do vậy tiền gửi sẽ tăng trong khi quỹ thị trường tiền tệ giảm.

13. Nếu lạm phát trở nên biến động hơn, lãi suất cũng có thể trở nên biến động hơn và rủi ro lãi suất sẽ tăng lên. Việc buôn bán trong các thị trường tài chính kỳ hạn và chọn lựa lúc ấy sẽ tăng lên vì nó giúp cho dân chúng có thể tránh được một số rủi ro lãi suất đang tăng lên nói trên.

15. Nếu các trần của Quy định Q được áp đặt trở lại, các ngân hàng sẽ không thể cạnh tranh một cách hiệu quả để giành vốn làm cho vốn chảy từ các ngân hàng vào các quỹ tương trợ thị trường tiền tệ. Ngoài ra, nó sẽ kích thích thị trường thương phiếu bởi vì các ngân hàng lúc ấy sẽ cố gắng thu thập vốn bằng cách cho các công ty nắm giữ của họ phát hành thương phiếu là thứ không phải chịu các trần lãi suất.

Chương 14

1. Sai. Tiền mặt của một ngân hàng luôn được coi là tiền dự trữ, do đó gửi chúng vào Fed thì tiền dự trữ của ngân hàng này không thay đổi.

3. Tiền dự trữ ở First National Bank giữ nguyên không thay đổi như được chỉ ra trong tài khoản T sau :

First National Bank		Dự trữ Liên bang	
Tài sản có	Tài sản nợ	Tài sản có	Tài sản nợ
Tiền dự trữ : 0	Vay chiết khấu	Chứng khoán	-1 triệu đôla
Chứng khoán	+1 triệu đôla	Vay chiết khấu	+1 triệu đôla
+ 1 triệu đôla			

5. Các tài khoản T tương tự các tài khoản trong bộ phận Deposit Creation (Tìm tiền gửi) : Single Bank và bộ phận Deposit Creation : Hệ thống hoạt động ngân hàng trừ một điều là tất cả các hạng mục đó được nhân với 10.000 (tức là, 100 đôla trở thành 1 triệu đôla). Kết quả cụ thể là tiền gửi có thể phát séc tăng 10 triệu đôla.

7. Việc mua 1 triệu đôla trái khoán mà Fed thực hiện làm tăng tiền dự trữ trong hệ thống ngân hàng thêm 1 triệu đôla và mức tăng tổng cộng tiền gửi có thể phát séc là 10 triệu đôla. Việc các ngân hàng mua chứng khoán thay vì cho vay với các khoản tiền dự trữ quá mức của họ không tạo ra khác biệt nào trong quá trình tạo ra bội số tiền gửi.

9. Tiền dự trữ trong hệ thống hoạt động ngân hàng giảm đi 1000 đôla và xuất hiện một sự thu hẹp bội số tiền gửi, giảm tiền gửi có thể phát séc một số lượng là 10.000 đôla.

11. Mức tiền gửi có thể phát séc sụt giảm 50 triệu đôla. Tài khoản T của hệ thống ngân hàng trong trạng thái cân bằng là như sau :

Hệ thống ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền dự trữ	-5 triệu đôla	Tiền gửi có thể phát séc	- 50 triệu đôla
Chứng khoán	+5 triệu đôla		
Cho vay	-50 triệu đôla		

Chương 15

2. Tiền dự trữ không bị thay đổi, nhưng cơ sở tiền tệ giảm mất 2 triệu đôla như nêu trong tài khoản T sau :

Nhà đầu tư Irving

Tài sản có		Tài sản nợ	
Tiền mặt	-2 triệu đôla		
Chứng khoán	-2 triệu đôla		

Dự trữ Liên bang

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	-2 triệu đôla	Tiền mặt	-2 triệu đôla

4. Không chắc chắn. Như công thức trong phương trình 15.4 cho thấy, nếu $r_d + (ER/D)$ lớn hơn 1, số nhân tiền có thể nhỏ hơn 1. Tuy vậy trong thực tế (ER/D) nhỏ đến mức mà $r_d + (ER/D)$ nhỏ hơn 1 và số nhân tiền lớn hơn 1.

6. Lượng tiền cung ứng sụt mạnh vì khi (C/D) tăng, có một sự chuyển đổi từ một thành phần này của lượng tiền cung ứng (tiền gửi có thể phát séc) với sự mở

rộng bội số nhiều hơn sang một thành phần khác (tiền mặt) kém hơn. Sự mở rộng bội số tiền gửi chung giảm, đưa đến 1 sự sụt giảm lượng cung ứng.

8. Có một sự chuyển đổi từ một thành phần này của lượng tiền cung ứng (tiền gửi có thể phát séc) với sự mở rộng bội số ít hơn sang một thành phần khác (séc du lịch) nhiều hơn. Do đó việc mở rộng bội số tăng lên và lượng tiền cung ứng tăng lên.

10. Đúng, do không có đòi hỏi về tiền dự trữ đối với tiền gửi có kỳ hạn, một sự chuyển đổi từ tiền gửi có thể phát séc (có sự mở rộng bội số kém hơn) sang tiền gửi có kỳ hạn (có sự mở rộng bội số nhiều hơn) làm tăng tổng số tiền gửi và tăng M_2 . Mặt khác, nếu các đòi hỏi về tiền dự trữ bằng nhau đối với cả 2 loại tiền gửi, cả 2 sẽ tham dự vào theo cùng một mức mở rộng bội số và một sự chuyển đổi từ loại này sang loại kia sẽ không tác dụng gì đến M_2 . Như thế việc quản lý M_2 sẽ tốt hơn vì sự chuyển đổi tùy tiện từ tiền gửi có kỳ hạn sang tiền gửi có thể phát séc hoặc ngược lại sẽ không tác dụng gì lên M^2 .

12. Cả việc mua 100 triệu đôla trái khoán mà Fed thực hiện (việc này làm tăng cơ sở tiền tệ) và việc hạ thấp r_D (việc này làm tăng mức mở rộng bội số và tăng số nhân tiền) dẫn đến việc tăng lượng tiền cung ứng.

14. Việc bán 1 triệu đôla trái khoán mà Fed thực hiện thu hẹp cơ sở tiền tệ một lượng là 1 triệu đôla, trong khi đó việc giảm tiền cho vay chiết khấu cũng giảm bớt cơ sở tiền tệ 1 triệu đôla khác. Kết quả, việc giảm 2 triệu đôla ở cơ sở tiền tệ dẫn đến giảm lượng tiền cung ứng.

Chương 16

2. Việc tăng lãi suất trong một vụ bùng nổ làm tăng phí tổn của việc nắm giữ tiền dự trữ quá mức và ý muốn vay tiền từ Fed. Do đó, $\{ER/D\}$ giảm, việc này làm tăng tiền dự trữ sẵn sàng để cân xứng với tiền gửi có thể phát séc và khối lượng tiền vay chiết khấu tăng lên, việc này làm tăng cơ sở tiền tệ. Kết quả là lượng tiền cung ứng lớn hơn trong thời kỳ bùng nổ. Tương tự, khi lãi suất giảm trong một cuộc suy thoái, lượng tiền cung ứng cũng có xu hướng giảm bởi vì $\{ER/D\}$ tăng và khối lượng tiền vay chiết khấu giảm.

4. Việc dùng tiền gửi vào các giao dịch bất hợp pháp sẽ không còn tăng xác suất bị chính phủ phát hiện. Lợi tức dự tính đối với tiền gửi có thể phát séc so với tiền mặt do vậy sẽ tăng và tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc sẽ giảm.

6. Do độ trượt của tiền mặt thấp hơn so với độ trượt của tiền gửi có thể phát séc, lượng cầu tiền mặt sẽ tăng ít hơn so với lượng cầu tiền gửi có thể phát séc và tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc sẽ giảm.

8. Mức $\{ER/D\}$ sẽ tăng vì nay tiền dự trữ quá mức sẽ được ưa thích nắm giữ hơn vì lãi suất mà chúng sẽ mang lại.

10. Một sự tăng lạm phát dự tính sẽ làm tăng lãi suất (theo hiệu ứng Fisher). Việc này ngược lại sẽ khiến cho $\{ER/D\}$ giảm và khối lượng tiền vay chiết khấu tăng lên. Như đáp án cho bài tập 2 gợi ra, kết quả sẽ là tăng lượng tiền cung ứng.

12. Lượng tiền cung ứng sẽ giảm vì nếu cửa sổ chiết khấu bị loại bỏ, các ngân hàng sẽ cần nắm giữ thêm tiền dự trữ quá mức khiến cho tiền dự trữ sẵn sàng để cân xứng với tiền gửi bị ít đi. Hơn nữa, việc loại bỏ chiết khấu sẽ giảm khối lượng tiền vay chiết khấu, việc này cũng làm cho cơ sở tiền tệ và lượng tiền cung ứng giảm.

14. Hành động của Quốc hội có thể sẽ dẫn đến việc có thêm séc giả mạo, việc này gây tổn thất cho người gửi tiền có các tài sản séc. Lợi tức dự tính của tiền gửi có thể phát séc so với tiền mặt giảm và tỉ lệ tiền mặt - tiền gửi có thể phát séc sẽ tăng. Nay do đã có sự hướng vào tiền mặt là thứ không tham dự vào việc mở rộng bội số tiền gửi, mức mở rộng bội số tiền gửi chung sẽ giảm và số lượng tiền cung ứng sẽ giảm.

Chương 17

1. Do tính chống đối truyền thống của người Mỹ đối với một ngân hàng trung ương và đối với quyền lực tập trung, nên hệ thống 12 ngân hàng vùng được thiết lập để phân tán quyền lực theo các vùng lãnh thổ.

3. Cũng giống như Hiến pháp Mỹ, Hệ thống Dự trữ Liên bang lúc đầu được thiết lập theo đạo luật Dự trữ Liên bang, có nhiều sự kiềm chế và cân bằng và là một tổ chức đặc biệt kiểu Mỹ. Khả năng của 12 ngân hàng vùng có thể tác động đến chính sách chiết khấu được coi như là một sự kiểm chế đối với quyền lực tập trung của Hội đồng thống đốc, giống như quyền của các bang là một sự kiểm chế đối với quyền lực tập trung của chính phủ liên bang. Điều qui định về việc có ba loại giám đốc (A, B và C) đại diện cho các nhóm khác nhau (các nhà ngân hàng chuyên nghiệp, giới kinh doanh, và công chúng) một lần nữa lại nhằm kiềm chế và cân bằng không để cho một nhóm nào khống chế Fed. Tính độc lập của Fed đối với chính phủ liên bang và việc thành lập các ngân hàng Dự trữ Liên bang như là những tổ chức hợp nhất là nhằm hạn chế thêm nữa quyền lực của chính phủ đối với công nghiệp ngân hàng.

5. Hội đồng thống đốc ấn định các dự trữ bắt buộc và lãi suất chiết khấu; FOMC chỉ đạo các nghiệp vụ thị trường tự do. Tuy nhiên, trên thực tế FOMC giúp đỡ việc quyết định về dự trữ bắt buộc và lãi suất chiết khấu.

7. Hội đồng thống đốc rõ ràng là đã giành được quyền lực so với các ngân hàng Dự trữ liên bang. Xu hướng tiến tới một sự tập trung quyền lực hơn nữa là một xu hướng chung trong chính phủ Mỹ, nhưng trong trường hợp mà Fed thì đó là một sự phát triển tự nhiên của Fed được giao trách nhiệm thúc đẩy một nền kinh tế ổn định. Trách nhiệm này đòi hỏi một sự chỉ đạo của trung ương lớn hơn đối với chính sách tiền tệ, mà vai trò lâu nay do Hội đồng thống đốc và FOMC nắm giữ, FOMC lại do Hội đồng thống đốc kiểm soát.

9. Mối đe dọa là Quốc hội sẽ nắm quyền kiểm soát lớn hơn đối với tài chính và ngân sách của Fed.

11. Sai. Cực đại hóa sự thịnh vượng của mình không loại bỏ lòng vị tha. Hoạt động vì lợi ích của công chúng rõ ràng là một mục tiêu của Fed. Thuyết về thái độ ứng xử bản giấy chỉ nói lên rằng những mục tiêu khác, như cực đại hóa quyền lực, cũng ảnh hưởng đến việc Fed ra các quyết định.

13. Sai. Fed vẫn phải chịu áp lực chính trị bởi vì Quốc hội có thể ban hành các điều luật hạn chế quyền lực của Fed. Nếu Fed làm việc không tốt, thì Quốc hội có thể do đó mà quy cho Fed phải chịu trách nhiệm bằng cách thông qua các điều luật mà Fed không thích.

Chương 18

2. Trong cả hai trường hợp cơ sở tiền tệ giảm 200 tỷ đôla. Các tài khoản T, sau khi các trái khoán được bán cho các ngân hàng, như sau :

Dự trữ liên bang

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	- 200 tỷ đôla	Dự trữ	- 200 tỷ đôla

Các ngân hàng

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	+ 200 tỷ đôla		
Dự trữ	- 200 tỷ đôla		

Các tài khoản T, khi các trái khoán được bán cho các nhà đầu tư tư nhân, như sau :

Dự trữ liên bang

Tài sản có		Tài sản nợ	
Chứng khoán	- 200 tỷ đôla	Tiền mặt	- 200 tỷ đôla

Nhà đầu tư IRVING

Tài sản có		Tài sản nợ
Chứng khoán	+ 200 tỷ đôla	
Tiền mặt	- 200 tỷ đôla	

5. Fed sẽ không thể xuất trình các séc để thanh toán cho các ngân hàng California thật nhanh như thường lệ, do vậy tiền nổi sẽ tăng lên. Như các tài khoản T trong sách đã chỉ ra, điều đó sẽ dẫn đến việc cơ sở tiền tệ tăng lên.

7. Khi những nhà kinh doanh nhận 100 triệu đôla từ Fed cho việc xây dựng công trình mới, họ sẽ gửi các séc của họ vào các ngân hàng địa phương. Các tài khoản T của Fed và của các ngân hàng địa phương do đó sẽ như sau :

Dự trữ liên bang

Tài sản có		Tài sản nợ	
Công trình xây dựng mới	+ 100 triệu đôla	Dự trữ	+ 100 triệu đôla

Ngân hàng địa phương

Tài sản có		Tài sản nợ	
Dự trữ	+ 100 triệu đôla	Tiền gửi	+ 100 triệu đôla

Kết quả là dự trữ và do đó cơ sở tiền tệ sẽ tăng lên 100 triệu đôla.

9. Bởi vì Kho bạc có khả năng dự đoán tốt hơn khi họ cần trả tiền, nên họ có thể gửi ít tiền hơn tại Fed. Kết quả của việc giảm sút tiền gửi của Kho bạc tại Fed sẽ là một sự tăng lên của dự trữ và do đó của cơ sở tiền tệ (xem trong bài tài khoản - T thứ tư trong mục tiền gửi của Kho bạc tại Fed).

11. Khi 200 tỷ đôla thâm hụt được tài trợ bằng việc bán trái khoán cho công chúng hoặc cho các ngân hàng, thì cơ sở tiền tệ không thay đổi. Tuy nhiên, khi trái khoán được bán cho Fed thì cơ sở tiền tệ tăng lên 200 tỷ đôla. Các tài khoản T cũng tương tự như các tài khoản T trong sách ở các mục Tài trợ nợ (Δ trái khoán) và Tài trợ bằng tạo ra tiền tệ (Δ MB), trong đó các số bút toán được nhân lên 2.000 lần (nghĩa là 100 triệu trở thành 200 tỷ đôla).

13. Cơ sở tiền tệ không phải bị ảnh hưởng bởi vì Fed không bắt buộc phải giúp đỡ tài trợ thiếu hụt của Kho bạc bằng cách mua các trái khoán Kho bạc. Tuy nhiên, nếu thâm hụt ngân sách làm cho lãi suất tăng lên và Fed cố gắng ngăn

chặn lãi suất lên cao hơn bằng cách mua trái khoán, thì một sự thâm hụt cao hơn sẽ dẫn đến một cơ sở tiền tệ cao hơn. Thâm hụt giảm từ 200 tỷ đôla xuống còn 100 tỷ đôla có thể, do vậy, đưa đến một sự tăng lên trong cơ sở tiền tệ nhỏ hơn là nó có thể xảy ra một cách khác.

Chương 19

1. Một trận mưa tuyết sẽ làm cho tiền nổi tăng lên, do đó cơ sở tiền tệ tăng lên. Để chống lại ảnh hưởng đó, người quản lý phải áp dụng việc mua thụ động trên thị trường tự do.

3. Như chúng ta đã thấy trong Chương 18, khi tiền gửi của Kho bạc tại Fed giảm xuống, thì cơ sở tiền tệ tăng lên. Để chống lại sự tăng lên đó, người quản lý sẽ tiến hành việc bán trên thị trường tự do.

5. Nó gọi ra rằng, nghiệp vụ thụ động trên thị trường tự do rất ít thông dụng bằng nghiệp vụ năng động, bởi vì các hợp đồng mua lại được sử dụng chủ yếu là để tiến hành các nghiệp vụ thụ động nhằm mục đích chống lại những thay đổi nhất thời trong cơ sở tiền tệ.

7. Cơ sở tiền tệ và cung tiền tệ sẽ tăng lên không ngừng. Các ngân hàng có thể vay với lãi suất chiết khấu thấp và do đó đem cho vay với lãi suất cao. Như vậy các ngân hàng sẽ thu được một lợi nhuận trên mỗi đôla đi vay từ Fed, làm cho các ngân hàng tiếp tục đi vay không ngừng điều đó sẽ làm cơ sở tiền tệ tăng lên không ngừng.

9. Điều phát biểu này không đúng. Cơ quan FDIC sẽ không đạt được kết quả trong việc loại bỏ sự hoảng loạn ngân hàng nếu không có việc chiết khấu của Fed đối với các ngân hàng gặp khó khăn để ngân không cho các cuộc sụp đổ ngân hàng lan ra.

11. Thông thường là không, bởi vì lãi suất chiết khấu của Fed sẽ giảm xuống do lãi suất thị trường đã giảm xuống và Fed không muốn để cho lãi suất chiết khấu tách quá xa lãi suất thị trường. Như vậy một sự giảm xuống của lãi suất chiết khấu thường không nói gì về hướng tương lai của chính sách của Fed.

13. Hủy bỏ việc chiết khấu sẽ làm cho việc kiểm soát càng chặt chẽ hơn đối với cung tiền tệ bởi vì sẽ không thể có một sự biến động nào trong lượng tiền cho vay chiết khấu. Mặt khác, ý kiến đề xuất gắn chặt lãi suất chiết khấu vào lãi suất thị trường có thể được ưa thích hơn bởi vì nó có điểm lợi là Fed vẫn có thể thực hiện vai trò của mình là người cho vay cuối cùng.

15. Các nghiệp vụ thị trường tự do là linh hoạt hơn, dễ đảo ngược lại, và được áp dụng nhanh chóng hơn là hai công cụ kia. Chính sách chiết khấu linh hoạt hơn dễ đảo ngược hơn và được áp dụng nhanh chóng hơn là việc thay đổi các dự trữ bắt buộc, nhưng nó lại ít hiệu quả hơn hai công cụ kia.

Chương 20

1. Cách phát biểu đó là không đúng. Một vài tình trạng thất nghiệp là có lợi cho nền kinh tế bởi vì sự tồn tại của những công việc chưa có người làm sẽ rất có thể làm cho một người công nhân sẽ tìm được việc làm đúng yêu cầu của mình, còn người chủ cũng sẽ tìm được người công nhân đúng cho công việc đó.

3. Đúng. Trong một thế giới như vậy, đạt được chỉ tiêu tiền tệ sẽ có nghĩa là Fed sẽ cũng đạt được chỉ tiêu lãi suất của nó, hoặc ngược lại. Như vậy Fed có thể theo đuổi đồng thời hai chỉ tiêu, chỉ tiêu tiền tệ và chỉ tiêu lãi suất.

5. Fed có thể kiểm soát lãi suất của tín phiếu kho bạc 3 tháng bằng cách mua và bán chúng trên thị trường tự do. Khi lãi suất tín phiếu tăng cao hơn mức của chỉ tiêu, thì Fed sẽ mua tín phiếu, điều đó sẽ làm tăng giá tín phiếu lên và hạ thấp lãi suất xuống đến mức của chỉ tiêu của Fed. Tương tự, khi lãi suất tín phiếu giảm xuống dưới mức chỉ tiêu, thì Fed sẽ bán tín phiếu để đưa lãi suất tăng lên đến mức của chỉ tiêu. Kết quả của các nghiệp vụ thị trường tự do đương nhiên là tác động đến cung tiền tệ và làm cho nó thay đổi. Như vậy, Fed sẽ kiểm soát cung tiền tệ để theo đuổi mục tiêu lãi suất.

7. Không nhất thiết. Mặc dù lãi suất danh nghĩa được đo lường nhanh chóng và chính xác hơn cung tiền tệ, nhưng biến số lãi suất mà các nhà hoạch định chính sách chắc là quan tâm hơn đó là lãi suất thực tế. Bởi vì việc đo lường lãi suất thực tế đòi hỏi những ước tính về lạm phát, cho nên sẽ là một điều không đúng, nếu cho rằng lãi suất thực tế nhất thiết được đo lường chính xác hơn và nhanh chóng hơn là lượng cung tiền tệ. Chỉ tiêu lãi suất do đó không nhất thiết là tốt hơn chỉ tiêu lượng cung tiền tệ.

9. Bởi vì Fed không cho các ngân hàng gặp khó khăn vay tiền trong thời kỳ đó cho nên các ngân hàng sụp đổ hàng loạt, điều đó dẫn đến lượng cung tiền tệ giảm khi các người gửi tiền tăng các khoản tiền mặt họ nắm giữ so với tiền gửi, còn ngân hàng thì tăng dự trữ vượt quá của mình để bảo vệ mình. Như mô hình cung

tiền tệ của chúng ta được trình bày trong các Chương 14 - 16 đã chỉ ra, những quyết định đó của ngân hàng và của các người gửi tiền sẽ dẫn đến một sự thu hẹp rất mạnh của cung tiền tệ.

11. Khi nền kinh tế đi vào suy thoái, lãi suất thường là sụt xuống. Nếu Fed xác định chỉ tiêu lãi suất, thì nó cố gắng ngăn chặn lãi suất tụt xuống bằng cách bán trái khoán, để hạ giá trái khoán và nâng lãi suất lên mức chỉ tiêu qui định. Do đó việc bán trên thị trường tự do làm giảm cơ sở tiền tệ và cung ứng tiền tệ. Lãi suất giảm sẽ làm cho dự trữ vượt quá tăng lên và các khoản vay chiết khấu giảm xuống, do đó làm cho dự trữ tự do tăng lên. Với chỉ tiêu về dự trữ tự do Fed sẽ thấy chính sách tiền tệ của mình dễ thực hiện và sẽ theo đuổi chính sách thắt chặt. Do vậy các chỉ tiêu lãi suất cũng như chỉ tiêu dự trữ tự do đều không phải là rất thỏa mãn bởi vì cả hai chỉ tiêu đều có thể đưa đến một mức tăng trưởng cung tiền tệ chậm hơn trong suốt thời kỳ suy thoái, khi Fed sẽ không muốn làm chậm mức tăng trưởng của cung tiền tệ.

13. Một chỉ tiêu dự trữ đi vay sẽ gây nên những biến động nhỏ hơn trong lãi suất vốn liên bang. Ngược lại với tình hình khi có chỉ tiêu dự trữ không đi vay khi lãi suất vốn liên bang tăng lên theo chỉ tiêu dự trữ đi vay, thì Fed ngăn chặn xu hướng tăng lên của các khoản vay chiết khấu bằng cách mua trái khoán để hạ thấp lãi suất. Kết quả là sinh ra những biến động nhỏ hơn trong lãi suất vốn liên bang theo chỉ tiêu dự trữ đi vay.

15. Thực ra thì Fed có thể thích kiểm soát lãi suất hơn là cung tiền tệ vì nó muốn tránh sự xung đột với Quốc hội thường xảy ra khi lãi suất tăng. Fed cũng có thể tin rằng lãi suất thực sự là một chỉ dẫn tốt hơn về việc gì sẽ xảy ra cho hoạt động kinh tế.

Chương 21

2. Sai. Mặc dù một đồng tiền yếu có ảnh hưởng tiêu cực làm cho việc mua hàng ngoại đắt hơn hay đi du lịch ra nước ngoài đắt hơn, nhưng nó có thể giúp cho nền kinh tế trong nước. Hàng nội trở nên rẻ hơn so với hàng ngoại, và lượng cầu đối với hàng nội tăng lên. Kết quả việc bán hàng nội tăng lên có thể đưa đến công ăn việc làm nhiều hơn, đó là một ảnh hưởng có lợi đối với nền kinh tế.

4. Nó dự đoán rằng giá trị của đồng franc Pháp sẽ giảm 5%, tính ra đôla.

6. Ngay cả khi mặc dù mức giá hàng Nhật tăng lên so với mức giá của Mỹ, thì

đồng yên cũng tăng giá, bởi vì năng suất của Nhật tăng lên so với năng suất của Mỹ làm cho hàng Nhật có thể tiếp tục được bán có lãi với giá trị cao của đồng yên.

8. Đồng bảng sụt giá nhưng không vượt quá, nó sụt xuống trong ngắn hạn nhiều hơn là trong dài hạn. Ta coi nước Anh là nước chủ nhà. Cung tiền tệ tăng lên làm cho mức giá cao hơn về dài hạn, điều này dẫn đến một tỷ giá tương lai dự tính cao hơn. Việc sụt giá dự tính của đồng bảng làm cho lợi tức dự tính cao hơn. Việc sụt giá dự tính của đồng bảng làm cho lợi tức dự tính về tiền gửi ngoại tệ tăng lên, di chuyển đường RET sang phải. Cung tiền tệ tăng lên đã hạ thấp lãi suất về tiền gửi bảng Anh về ngắn hạn, điều đó di chuyển đường RET sang trái. Kết quả cuối cùng trong ngắn hạn là một tỷ giá thăng bằng thấp hơn.

Tuy nhiên, về dài hạn lãi suất trong nước quay trở về giá trị lúc trước của nó và RET $\downarrow$ di chuyển trở lại vị trí ban đầu của nó. Tỷ giá tăng lên một mức nào đó, mặc dù nó vẫn thấp hơn mức ban đầu.

10. Đồng đôla sẽ sụt giá. Một sự tăng lên của lãi suất danh nghĩa nhưng một sự giảm xuống của lãi suất thực tế hàm ý một sự tăng lên trong lạm phát dự tính, điều này gây nên một mức sụt giá dự tính của đôla lớn hơn mức tăng lên của lãi suất trong nước. Kết quả là, lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài tăng lên nhiều hơn lợi tức dự tính về tiền gửi đôla RET' di chuyển ra nhiều hơn RET^{*}, như vậy tỷ giá thăng bằng giảm xuống.

12. Đồng đôla sụt giá. Lượng cầu nhập khẩu tăng lên sẽ hạ thấp tỷ giá tương lai dự tính và đưa đến kết quả là một sự tăng giá dự tính của đồng ngoại tệ. Kết quả lợi tức dự tính cao hơn về tiền gửi ngoại tệ di chuyển đường RET' ra sang phải và tỷ giá thăng bằng giảm xuống.

14. Việc mua đôla kéo theo việc bán tài sản nước ngoài, điều đó có nghĩa là dự trữ quốc tế giảm xuống. Tuy nhiên, việc mua trên thị trường tự do để bù lại có nghĩa là cơ sở tiền tệ và cung tiền tệ sẽ giữ nguyên không thay đổi. Nếu tiền gửi đôla và tiền gửi ngoại tệ là thay thế nhau một cách hoàn hảo, thì không có ảnh hưởng gì đến tỷ giá, bởi vì RET' hoặc RET^{*} đều không di chuyển do không có sự thay đổi nào trong cung tiền tệ. Nếu tiền gửi đôla và tiền gửi ngoại tệ không thay thế nhau một cách hoàn hảo được, thì có thể có ảnh hưởng đến tỷ giá nếu việc mua đôla đưa đến một sự giảm xuống của tiền bù rủi ro về các khoản tiền đôla đang nắm giữ. Do vậy, RET' + σ di chuyển sang phải và tỷ giá thăng bằng tăng lên; đó là cảnh ngược lại được mô tả trong Hình 21.9.

Chương 22

2. Bởi vì các nước khác thường can thiệp trên thị trường ngoại hối khi Mỹ có thâm hụt, cho nên dự trữ quốc tế của Mỹ không thay đổi. Nhưng nếu Hà Lan bị thâm hụt, thì nó phải can thiệp vào thị trường ngoại hối và mua đồng guilders, điều này làm cho Hà Lan giảm mất dự trữ quốc tế.

4. Hai frăng mỗi đôla

6. Bởi vì trong hệ thống Bretton Woods những người đầu cơ biết rằng họ có thể không mất gì một khi cuộc tấn công đầu cơ bắt đầu. Nếu họ bán cho một ngân hàng trung ương đồng tiền của nó, thì ngân hàng trung ương sẽ mua đồng tiền đó, và mất đi dự trữ quốc tế. Khi nó đã cạn hết dự trữ quốc tế của mình thì ngân hàng trung ương cuối cùng phải để cho đồng tiền của mình sụt giá và những người đầu cơ sẽ làm giàu. Trong một hệ thống thả nổi có quản lý, thì ngân hàng trung ương có thể để cho tỷ giá của nó biến động, và do đó những người đầu cơ không thể bán tiếp tục cho ngân hàng trung ương đồng tiền của nó, vì biết rằng đồng tiền đó sắp sụt giá.

8. Một khoản dư thừa lớn của cán cân thanh toán có thể bắt buộc một nước phải tài trợ khoản dư thừa đó bằng việc bán đồng tiền của nước mình trên thị trường ngoại hối, do đó thu được dự trữ quốc tế. Kết quả là ngân hàng trung ương sẽ cung ứng nhiều hơn cho công chúng đồng tiền của mình, và cơ sở tiền tệ sẽ tăng lên. Cung ứng tiền tệ tăng lên làm cho mức giá cả tăng lên, đưa đến một tỷ lệ lạm phát cao hơn.

10. Các nước có thể áp dụng chính sách tiền tệ thắt chặt bởi vì họ có thể quyết định can thiệp vào thị trường ngoại hối và mua đồng tiền của mình để tài trợ cho thâm hụt. Kết quả là họ mất đi dự trữ quốc tế và cơ sở tiền tệ của họ giảm xuống đưa đến cung tiền tệ giảm xuống.

12. Khi các nước khác mua đôla Mỹ do Mỹ bị thâm hụt để giữ tỷ giá của mình đối với đôla không thay đổi, thì họ thu được dự trữ quốc tế và cơ sở tiền tệ của họ tăng lên. Kết quả là cung tiền tệ trong những nước đó tăng lên nhanh hơn và đưa đến một tình hình lạm phát cao hơn trên toàn thế giới.

14. Không có ảnh hưởng trực tiếp đến cung tiền tệ bởi vì không có sự can thiệp của ngân hàng trung ương trong một chế độ tỷ giá linh hoạt thuần túy, do vậy thay đổi trong dự trữ quốc tế không ảnh hưởng đến cơ sở tiền tệ. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ có thể bị ảnh hưởng bởi thị trường ngoại hối, bởi vì các nhà

chức trách tiền tệ có thể muốn điều chỉnh tỷ giá bằng cách thay đổi cung ứng tiền tệ và lãi suất.

Chương 23

1. Tốc độ trong các năm 1922, 1923 và 1924 là khoảng 10, 11 và 12 tương ứng. Mức tăng tốc độ vào khoảng 10% mỗi năm.

3. GNP danh nghĩa giảm khoảng 10%.

5. Mức giá tăng bốn lần.

7. Sai. Hai cách tiếp cận khác ở chỗ cách tiếp cận của Fisher loại bỏ bất kỳ ảnh hưởng nào có thể của lãi suất đối với cầu tiền tệ trong khi cách tiếp cận của Cambridge không như vậy.

9. Cầu tiền tệ sẽ giảm xuống. Người ta rất có thể dự tính lãi suất giảm xuống và do đó rất có thể dự tính giá trái khoán tăng lên. Lợi tức dự tính về trái khoán tăng lên so với về tiền mặt, do đó sẽ có nghĩa là người ta đòi hỏi ít tiền hơn.

11. Số dư tiền tệ sẽ bình quân bằng một nửa của thu nhập hàng tháng của Grant, bởi vì nó sẽ không giữ trái khoán, do việc giữ trái khoán sẽ phải chi thêm phí môi giới mà không đem lại cho nó một khoản tiền lãi nào.

13. Đúng. Bởi vì trái khoán có nhiều rủi ro hơn tiền; những người không ưa mạo hiểm sẽ muốn giữ cả hai thứ.

15. Theo quan điểm của Keynes tốc độ là không thể đoán trước được bởi vì lãi suất, có nhiều biến động, ảnh hưởng đến cầu tiền tệ và do đó đến tốc độ. Thêm vào đó, sự phân tích của Keynes gợi ra rằng nếu dự tính của công chúng về mức "thông thường" của lãi suất mà thay đổi thì cầu tiền tệ cũng thay đổi. Bởi vì Keynes nghĩ rằng những dự tính đó chuyển động không thể đoán trước được, cho nên cầu tiền tệ và tốc độ cũng không thể đoán trước được. Còn Friedman thì coi cầu tiền tệ là rất ổn định, và bởi vì ông ta cũng tin rằng những thay đổi trong lãi suất chỉ có những ảnh hưởng nhỏ đến cầu tiền tệ, nên lập trường của ông ta là cầu tiền tệ và do đó tốc độ là không đoán trước được.

Chương 24

2. Các công ty cắt giảm sản xuất khi đầu tư lưu động không có kế hoạch của họ lớn hơn không (zero) bởi vì họ sản xuất nhiều hơn là họ có thể bán. Nếu họ

không tiếp tục cắt giảm sản xuất, thì lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng, bởi vì những kho hàng của họ phải tốn kém tiền cất giữ và tài trợ.

4. Mức sản phẩm thăng bằng là 1.500. Khi chi tiêu đầu tư có kế hoạch giảm xuống 100, thì mức sản phẩm thăng bằng giảm xuống 500 đến 1.000.

6. Không có gì. Khoản tăng 100 tỷ đôla trong chi tiêu đầu tư có kế hoạch được bù lại đúng bằng khoản giảm 100 tỷ đôla trong chi tiêu tiêu dùng tự định, còn chi tiêu tự định và tổng sản phẩm vẫn không thay đổi.

8. Sản phẩm thăng bằng của 2.000 xảy ra tại giao điểm của đường $45^\circ Y = Y^{ad}$ với hàm số tổng cầu, $Y^{ad} = C + I + G = 500 + 0,75Y$. Nếu chi tiêu của chính phủ tăng 100, thì sản phẩm thăng bằng sẽ tăng 400 đến 2.400.

10. Thuế sẽ phải giảm xuống 400 tỷ đôla bởi vì sự tăng sản phẩm vì một sự giảm xuống T đôla trong thuế là T đôla; tức là nó bằng sự thay đổi trong chi tiêu tự định $(mpc \times T) \times$ số nhân $1/(1 - mpc) = mpc \times T \times 1/(1 - mpc) = 0,5T \times 1/(1 - 0,5) = 0,5T/0,5 = T$.

12. Tăng. Sự giảm xuống của chi tiêu tự định từ một sự tăng lên trong thuế lúc nào cũng ít hơn sự thay đổi trong thuế bởi vì khuynh hướng cận biên của tiêu dùng là ít hơn 1. Mặt khác, chi tiêu tự định tăng lên từng cái một theo sự thay đổi trong chi tiêu tiêu dùng tự định. Như vậy, nếu thuế và chi tiêu tiêu dùng tự định tăng lên với một số tiền như nhau, thì chi tiêu tự định phải tăng lên và tổng sản phẩm cũng tăng lên.

14. Khi tổng sản phẩm giảm xuống, cầu về tiền giảm xuống, di chuyển đường cầu tiền tệ sang trái, điều đó làm cho lãi suất thăng bằng giảm xuống. Bởi vì lãi suất thăng bằng giảm xuống khi tổng sản phẩm giảm, nên có một sự kết hợp thuận giữa tổng sản phẩm và lãi suất thăng bằng, và đường LM nghiêng lên trên.

Chương 25

2. Khi chi tiêu đầu tư sụt xuống, hàm số tổng cầu trong đồ hình chéo của Keynes giảm xuống, đưa đến một mức thấp hơn của sản phẩm thăng bằng đối với một lãi suất đã cho nào đó. Sự giảm xuống của sản phẩm thăng bằng đối với một lãi suất nào đó cho hàm ý rằng đường IS di chuyển sang trái.

4. Sai. Nó cũng có thể bị loại bỏ bằng một việc giảm trong tổng sản phẩm, việc

giảm này hạ thấp cầu tiền tệ và đưa nó quay trở lại ngang bằng với cung tiền tệ.

6. Mô hình *ISLM* cho đúng kết quả đó. Việc giảm thuế di chuyển đường *IS* sang phải, trong khi tiền tệ khó kiếm di chuyển đường *LM* sang trái. Lãi suất tại giao điểm của các đường *IS* mới và đường *LM* nhất thiết là cao hơn mức thăng bằng ban đầu và tổng sản phẩm có thể là cao hơn.

8. Bởi vì nó gợi ra rằng một chỉ tiêu lãi suất là tốt hơn một chỉ tiêu cung tiền tệ. Lý do là cầu tiền tệ không ổn định làm tăng tính hay biến động của đường *LM* so với đường *IS*, và như trong sách đã chứng minh, điều đó rất có thể rằng một chỉ tiêu lãi suất được ưa thích hơn một chỉ tiêu cung tiền tệ.

10. Ảnh hưởng của đường tổng cầu là không chắc chắn. Một sự tăng lên trong chỉ tiêu của chính phủ sẽ di chuyển đường *IS* sang phải, làm tăng sản phẩm thăng bằng đối với một mức giá cả đã cho. Mặt khác, việc giảm cung tiền tệ sẽ di chuyển đường *LM* sang trái, làm sản phẩm thăng bằng giảm xuống đối với một mức giá cả đã cho. Tùy thuộc vào hai ảnh hưởng đến sản phẩm thăng bằng đó, ảnh hưởng nào là mạnh hơn, đường tổng cầu có thể di chuyển hoặc sang phải, hoặc sang trái.

12. Không có ảnh hưởng. Đường *LM* sẽ thăng đứng trong trường hợp này. Có nghĩa là một sự tăng lên trong chỉ tiêu của chính phủ và sự di chuyển sang phải của đường *IS* sẽ không dẫn đến tổng sản phẩm lớn hơn mà chỉ hơi làm tăng lãi suất. Do đó, đối với bất kỳ một mức giá đã cho nào, sản phẩm thăng bằng sẽ vẫn như nhau và đường tổng cầu sẽ không di chuyển.

14. Sự tăng lên trong xuất khẩu ròng di chuyển đường *IS* sang phải, và mức thăng bằng của lãi suất và tổng sản phẩm sẽ tăng lên.

Chương 26

2. Bởi vì vị trí của đường tổng cầu là cố định nếu thu nhập danh nghĩa (*PY*) là cố định, nên điều phát biểu của Friedman hàm ý rằng vị trí của đường tổng cầu là hoàn toàn được xác định bởi số lượng tiền tệ. Điều đó được thể hiện trong đường tổng cầu của trường phái tiền tệ bởi vì nó di chuyển chỉ khi nào cung tiền tệ thay đổi.

4. Đường tổng cầu của trường phái Keynes di chuyển bởi vì một sự thay đổi trong "tính năng động" làm cho chỉ tiêu tiêu dùng hoặc chỉ tiêu đầu tư có kế

hoạch thay đổi, điều đó lại làm cho lượng cầu tổng sản phẩm thay đổi tại bất kỳ mức giá đã cho nào. Mặt khác theo quan điểm của phái tiền tệ, một sự thay đổi trong "tính năng nổ" có rất ít ảnh hưởng đến tốc độ, và tổng chi tiêu (PY) vẫn không thay đổi; do đó đường tổng cầu không di chuyển.

6. Đúng. Chi phí sản xuất được coi là cố định, nên các công ty có thể thu được lợi nhuận cao hơn bằng cách sản xuất nhiều hơn khi giá cả lên cao hơn. Như vậy thái độ của các công ty nhằm tối đa hóa lợi nhuận dẫn họ đến việc tăng sản xuất khi giá cả lên cao hơn.

8. Đường tổng cung sẽ di chuyển ra bởi vì chi phí sản xuất sẽ giảm xuống.

10. Sự sụt xuống nghiêm trọng của chi tiêu đầu tư trong cuộc Đại suy thoái làm giảm lượng cầu sản phẩm tại bất kỳ mức giá đã cho nào và di chuyển đường tổng cầu sang trái. Trong một đồ hình tổng cung và tổng cầu thì mức giá thăng bằng và tổng sản phẩm do vậy sẽ giảm, điều đó giải thích sự sụt xuống trong tổng sản phẩm và mức giá cả xảy ra trong thời kỳ Đại suy thoái.

12. Việc tăng cung tiền tệ và việc cắt giảm thuế thu nhập sẽ tăng lượng cầu sản phẩm tại bất kỳ mức giá đã cho nào và như vậy sẽ di chuyển đường tổng cầu ra phía phải. Giao điểm giữa đường tổng cầu với đường tổng cung sẽ ở mức cao hơn của sản phẩm và mức giá cả trong ngắn hạn. Tuy nhiên về dài hạn, đường tổng cung sẽ di chuyển vào, để cho sản phẩm ở tại mức tự nhiên, nhưng mức giá cả sẽ ở mức thậm chí còn cao hơn.

14. Bởi vì hàng hóa sẽ đắt hơn, thuế bán hàng trong nước sẽ làm tăng giá thành sản xuất, và đường tổng cung sẽ di chuyển vào giao điểm của đường tổng cung với đường tổng cầu do vậy, sẽ ở mức giá cả cao hơn và ở mức tổng sản phẩm thấp hơn; tổng sản phẩm sẽ giảm xuống và mức giá cả sẽ tăng lên.

Chương 27

4. Việc biết được xe nào được sản xuất tốt hơn cho ta chứng cứ mô hình cấu trúc bởi vì nó giải thích tại sao xe này tốt hơn xe kia (nghĩa là xe được sản xuất như thế nào). Việc hỏi các người chủ xe rằng xe của họ thường phải sửa chữa như thế nào cho ta chứng cứ rút gọn bởi vì chỉ chú ý đến mối tương quan của tính đáng tin cậy với người sản xuất chiếc xe.

5. Không nhất thiết. Nếu các chiếc xe GM thay dầu nhờn của xe mình thường

xuân hơn là các chủ xe Ford, thì các xe GM sẽ có một lý lịch sửa xe tốt hơn, mặc dù những xe đó không phải là những xe đáng tin cậy hơn. Trong trường hợp này, đó là một yếu tố thứ ba (số lần thay dầu nhờn) đưa đến lý lịch sửa chữa tốt hơn của xe GM.

6. Không nhất thiết. Mặc dù máy của xe Ford có thể được làm tốt hơn máy của xe GM, nhưng phần còn lại của xe GM có thể được làm tốt hơn xe Ford. Kết quả có thể là xe GM đáng tin cậy hơn xe Ford.

8. Nếu Fed có định ra chỉ tiêu lãi suất, việc tăng sản phẩm mà làm tăng lãi suất có thể làm cho Fed mua trái khoán và nâng giá chứng khoán lên để đưa lãi suất trở xuống mức chỉ tiêu của chúng (xem Chương 6). Kết quả của những việc mua trên thị trường tự do sẽ là như sau : sản phẩm tăng lên sẽ làm cho cơ sở tiền tệ và do vậy làm cung ứng tiền tệ tăng lên. Thêm vào đó, một sự tăng lên của sản phẩm và lãi suất sẽ làm cho dự trữ tự do giảm xuống (bởi vì dự trữ quá thừa sẽ giảm xuống và lượng tiền vay chiết khấu sẽ tăng lên). Nếu như Fed có một chỉ tiêu dự trữ tự do, thì việc tăng lên trong tổng sản phẩm do đó sẽ làm cho Fed tăng cung tiền tệ bởi vì nó tin rằng tiền là khó kiếm.

10. Những người thuộc trường phái tiền tệ tiến hành việc cải tiến các mô hình rút gọn của mình với những phương pháp thống kê phức tạp hơn - một kết quả của phương pháp đó là mô hình St. Louis. Những người thuộc phái Keynes bắt đầu tìm kiếm cơ chế truyền động của chính sách tiền tệ mà họ có thể bỏ qua, lên đến điểm cao trong mô hình như mô hình MPS.

12. Sai. Chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến giá cả chứng khoán, giá này ảnh hưởng q của Tobin, do đó ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư. Thêm vào đó chính sách tiền tệ có thể ảnh hưởng đến tính sẵn sàng sử dụng của khoản vay, điều này cũng có thể ảnh hưởng đến chi tiêu đầu tư.

14. Có ba cơ chế đưa đến việc chi tiêu tiêu dùng. Thứ nhất, một sự tăng lên trong cung tiền tệ giảm thấp lãi suất và giảm chi phí tài trợ các việc mua hàng lâu bền, và do đó chi tiêu tiêu dùng lâu bền tăng lên. Thứ hai, một sự tăng lên trong cung tiền tệ làm tăng giá chứng khoán và làm tăng sự giàu có, điều đó dẫn đến việc tăng những nguồn tiền thu nhập lâu dài cho người tiêu dùng và làm cho họ tăng sự tiêu dùng của họ. Thứ ba, một sự tăng lên trong cung tiền tệ mà làm tăng giá của chứng khoán và trị giá của các tài sản tài chính, cũng làm giảm khả năng của dân chúng gặp khó khăn về tài chính, và do vậy họ sẽ chi nhiều hơn để mua hàng lâu bền.

Chương 28

2. Bởi vì các cuộc siêu lạm phát thể hiện là những ví dụ cho thấy mức tăng trưởng của cung tiền tệ tăng lên là một hiện tượng ngoại sinh, cho nên việc phát sinh siêu lạm phát khi cung tiền tệ tăng lên cao là một chứng cứ đầy sức thuyết phục rằng một mức tăng trưởng cao của cung tiền tệ gây nên lạm phát.

4. Sai. Mặc dù các cố gắng của các công nhân nhằm đẩy lương của họ lên đưa đến lạm phát nếu chính phủ để ra một chỉ tiêu lạm phát cao, thì lạm phát vẫn là một hiện tượng tiền tệ bởi vì nó không thể xảy ra mà không có một chính sách tiền tệ thích hợp.

6. Đúng. Nếu được tài trợ bằng việc tạo ra tiền tệ, thì một sự thâm hụt ngân sách có thể đưa đến cùng một lúc sự di chuyển sang bên phải của đường tổng cầu và do đó đưa đến cùng một lúc tăng lên trong mức giá cả. Tuy nhiên, một khi không còn bị thâm hụt ngân sách nữa thì không còn lý do gì để cho đường tổng cầu di chuyển. Như vậy một sự thâm hụt ngân sách không thể đưa đến sự di chuyển sang phải liên tục của đường tổng cầu và do đó không thể gây nên lạm phát, tức là mức giá cả tăng lên liên tục.

8. Đúng. Sự phản bác của trường phái tiền tệ đối với chính sách năng động không còn nghiêm trọng nữa. Đường tổng cầu có thể di chuyển nhanh chóng từ AD_1 trong Hình 28.10 và nền kinh tế sẽ nhanh chóng chuyển sang điểm 2, bởi vì đường tổng cung sẽ không có thời gian để di chuyển. Quang cảnh một mức giá cả và sản phẩm biến đổi mạnh sẽ không xảy ra, cho nên chính sách năng động là được ưa thích hơn.

10. Đúng. Nếu các dự tính về chính sách ảnh hưởng đến quá trình ổn định lương. Trong trường hợp này, các công nhân và các công ty rất có thể đẩy lương và giá lên bởi vì họ biết rằng nếu họ làm như vậy và thất nghiệp do đó mà tăng lên, thì chính phủ sẽ theo đuổi các chính sách bành trướng để loại bỏ thất nghiệp. Do đó cái giá phải trả cho việc đẩy lương và giá lên là thấp hơn và các công nhân và các công ty sẽ rất có thể làm điều đó.

12. Đúng. Nếu các dự tính về chính sách không có ảnh hưởng đến đường tổng cung, thì lạm phát phi đầy ít có thể mở rộng khi các nhà hoạch định chính sách theo đuổi một chính sách thích hợp năng động. Hơn thế nữa, nếu các dự tính về chính sách không có ảnh hưởng thì việc theo đuổi một chính sách không thích

hợp, không nâng động sẽ không có lợi ích tiềm ẩn làm cho công nhân rất ít có thể sẽ đẩy lương lên và gây nên thất nghiệp. Trường hợp về một chính sách nâng động do đó là rất có sức thuyết phục.

14. Cái gây lớn của Fed là khả năng để cho thất nghiệp tăng lên như là kết quả của việc đẩy lương lên cao bằng cách không cố gắng loại bỏ thất nghiệp với chính sách tiền tệ bành trướng. Ý kiến đề xuất rằng Fed sẽ đeo đuổi một chính sách không thích hợp bởi vì điều đó sẽ ngăn chặn lạm phát phi đẩy và làm cho thất nghiệp ít có khả năng tăng lên do những cố gắng của công nhân đẩy lương lên cao.

Chương 29

1. Sai. Các dự tính có thể rất không chính xác và vẫn là hợp lý vì những dự báo tối ưu không nhất thiết là chính xác. Một dự báo là tối ưu nếu có thể là tốt nhất ngay cả khi những sai lầm trong dự báo là rất lớn.

3. Không, bởi vì nó có thể tang tính chính xác của những dự báo của nó bằng cách báo trước rằng lãi suất ngày mai sẽ y như ngày hôm nay. Dự báo của nó do vậy là không tối ưu và nó không có những dự tính hợp lý.

5. Không. Bạn sẽ không mua chứng khoán bởi vì việc cung tiền tệ tăng lên là một thông tin mà mọi người đều biết, điều đó đã được thể hiện vào trong giá của chứng khoán. Do vậy bạn không thể chờ đợi thu được nhiều hơn mức lợi tức thẳng bằng về chứng khoán bằng cách sử dụng thông tin về cung tiền tệ.

7. Không, bởi vì đó là một thông tin mà mọi người đều có thể sử dụng và đã được phản ánh vào trong giá chứng khoán. Dự báo tối ưu về lợi tức chứng khoán sẽ bằng lợi tức thẳng bằng và do vậy bạn sẽ không có lợi trong việc bán các chứng khoán của mình.

9. Không, nếu người đó không có thông tin tốt hơn so với mọi người khác trên thị trường. Một sự tăng lên 10% giá dự tính trong tháng sau hàm ý là hơn 100% lợi tức hàng năm của chứng khoán IBM, mức đó chắc chắn là vượt quá lợi tức thẳng bằng của nó. Điều đó sẽ có nghĩa là có một cơ hội có lợi chưa khai thác trên thị trường, mà sẽ được loại trừ trên một thị trường hữu hiệu. Trường hợp duy nhất mà dự tính của người đó có thể là hợp lý là nếu nó có thông tin không để cho thị trường sử dụng, thông tin làm cho nó thắng được thị trường.

11. Sai. Những người có thông tin tốt hơn đúng là những người làm cho thị trường có hiệu quả hơn bằng cách loại bỏ các cơ hội có lợi chưa khai thác. Những người này có thể thu lợi từ những thông tin tốt hơn của mình.

Chương 30

2. Một việc cắt giảm thuế được dự tính kéo dài trong 10 năm sẽ có một ảnh hưởng lớn hơn đến chi tiêu tiêu dùng hơn là một sự cắt giảm thuế dự tính chỉ kéo dài trong một năm. Lý do là việc thuế được dự tính càng đều hơn thì ảnh hưởng của nó đến thu nhập bình quân dự tính và đến chi tiêu tiêu dùng càng lớn hơn.

4. Đúng, nếu chính sách chống lạm phát đáng tin cậy. Như được chỉ ra trong Hình 30.6, nếu chính sách chống lạm phát là đáng tin cậy (và do đó được dự tính), thì không có sự tổn thất sản phẩm trong mô hình cổ điển [nền kinh tế đứng tại điểm 1 trong hình (b)] và có một sự tổn thất của sản phẩm nhỏ hơn là trong trường hợp khác của mô hình dự tính hợp lý phi cổ điển [nền kinh tế chuyển đến điểm 2" chứ không phải đến điểm 2' trong hình (c)].

6. Không chắc chắn. Đúng là các nhà hoạch định chính sách có thể giảm thất nghiệp bằng cách theo đuổi một chính sách bành trướng hơn là điều mà công chúng dự tính. Tuy nhiên, các giả định về dự tính hợp lý chỉ ra rằng công chúng sẽ tìm cách đi trước hành động của các nhà hoạch định chính sách. Những người hoạch định chính sách không thể đảm bảo rằng liệu chính sách bành trướng sẽ bành trướng ít hơn hay nhiều hơn dự tính của công chúng và do vậy không thể sử dụng chính sách để gây ảnh hưởng có thể đoán trước được đối với thất nghiệp.

8. Đúng, bởi vì sự chỉ trích Lucas chỉ ra rằng ảnh hưởng của chính sách đến đường tổng cầu tùy thuộc vào những dự tính của công chúng về chính sách. Kết quả chung cục của một chính sách cụ thể do vậy, theo quan điểm của Lucas, là ít chắc chắn hơn là nếu những dự tính về chính sách đó không tác dụng gì, và sẽ khó khăn hơn để vạch ra một chính sách ổn định năng động có lợi.

10. Có, nếu thâm hụt ngân sách đưa đến một chính sách tiền tệ lạm phát và những dự tính về chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến đường tổng cung. Trong trường hợp này, một sự thâm hụt ngân sách lớn sẽ làm cho đường tổng cung di chuyển vào nhiều hơn bởi vì lạm phát dự tính sẽ cao hơn. Kết quả là mức tăng giá cả (tỷ lệ lạm phát) sẽ cao hơn.

13. Đường tổng cung sẽ di chuyển vào ít hơn là đường tổng cầu di chuyển ra :
Do vậy, tại giao điểm của hai đường này, tổng sản phẩm sẽ tăng và mức giá cả sẽ cao hơn là mức nó đã tăng nếu mức tăng trưởng tiền tệ được giảm xuống đến mức 20%.

14. Sử dụng mô hình truyền thống, đường tổng cung sẽ tiếp tục di chuyển vào với mức tương tự, và mức di chuyển sang phải bé hơn của đường tổng cầu do mức tăng trưởng của cung tiền tệ bị giảm đi sẽ có nghĩa là một sự tăng lên ít hơn của mức giá cả và một sự sụt giảm của tổng sản phẩm. Trong mô hình phi cổ điển, ảnh hưởng của chính sách chống lạm phát đó đối với tổng sản phẩm là không chắc chắn. Đường tổng cung sẽ không di chuyển vào nhiều như trong mô hình truyền thống bởi vì chính sách chống lạm phát không được dự tính, nhưng nó sẽ di chuyển vào nhiều hơn là như sẽ xảy ra trong mô hình tân cổ điển. Như vậy, lạm phát giảm xuống, nhưng tổng sản phẩm có thể tăng hoặc giảm tùy thuộc vào việc đường tổng cung di chuyển vào nhiều hơn hay ít hơn là di chuyển ra của đường tổng cầu.

FREDERIC S. MISHKIN

**The Economics of Money, Banking,
and Financial Markets**

Third Edition - New York 1992

Chịu trách nhiệm xuất bản : PGS. PTS TÔ ĐĂNG HẢI
Người dịch : NGUYỄN QUANG CƯ, PTS NGUYỄN ĐỨC DÝ
Biên tập và trình bày : NGUYỄN MẠNH
Trình bày bìa : HS THẾ ĐỨC

NHÀ XUẤT BẢN KHOA HỌC VÀ KỸ THUẬT
70, Trần Hưng Đạo, Hà Nội

In 3.000 cuốn, khổ 16 x 24 cm. In tại Công ty Liksin số 701 Kinh Dương Vương
Q.6, TP. Hồ Chí Minh. ĐT 751 2562. Số in 373/ 2001. Mã số in SC 0029.

GPXB số 442 – 90/ CXB Cục xuất bản cấp ngày 5/4/2001

In xong và nộp lưu chiểu tháng 5/ 2001.