

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 ra 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 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 Sans 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 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. Hạn 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 những 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 tám 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 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
Chung khoán	- 100 đôla	Tiền gửi có thể phát séc
Tiền dự trữ	+ 100 đôla	+ 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 suất 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 séc 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 nhân 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 bắt buộc đối với tiền gửi có thể phát séc tăng với 20% thì bội số tiền gửi sẽ là bao nhiêu 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 số tiền tệ. Mối liên hệ này có được nhờ việc tìm ra một số **nhân tiên** (một tỉ lệ liên hệ sự thay đổi của lượng tiền cung ứng với một sự thay đổi cho trước của cơ số 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 SỐ TIỀN TỆ

Cơ số 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 số 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 số 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.

đôla 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 tám 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ.** Do đó, Fed có thể kiểm soát cơ số 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 số tiền tệ đó, đây là một lý do vì sao Fed kiểm soát nhiều hơn đối với cơ số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ, lúc đó là sự giảm bớt 100 đôla. Chúng ta thấy rằng cơ số 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 số tiền tệ

Kết luận chung rút ra từ phân tích trước đây là Fed có thể kiểm soát cơ số 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 số 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 số 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 số được tạo ra từ tiền vay chiết khấu Fed. Phần còn lại của cơ số (được gọi là **cơ số 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 số tiền tệ không vay được định nghĩa bằng công thức là cơ số tiền tệ trừ đi tiền vay chiết khấu từ Fed :

$$MB_n = MB - DL$$

trong đó	MB_n	=	cơ số tiền tệ không vay
	MB	=	cơ số 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 số tiền tệ không vay. Do tác dụng của chúng đối với cơ số 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 số tiền tệ không vay..

Lý do để tách biệt cơ số tiền tệ không vay (MB_n) khỏi cơ số tiền tệ (MB) là ở chỗ cơ số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ (MB). Số nhân này cho ta biết cơ số 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 số tiền tệ là "tiền có quyền lực cao" ; một sự thay đổi đôla trong cơ số tiền tệ dẫn đến một sự thay đổi đôla 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 vé 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 số 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 số tiền tệ 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 số 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 chắc 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 đó 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 dùng 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 bảng 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 số tiền tệ được tạo ra từ 2 thành phần : (1) cơ số tiền tệ không vay (MB_p), 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ không vay, MB_n .**

Các thay đổi về tiền vay chiết khấu từ Fed (DL). Với cơ số 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 số 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

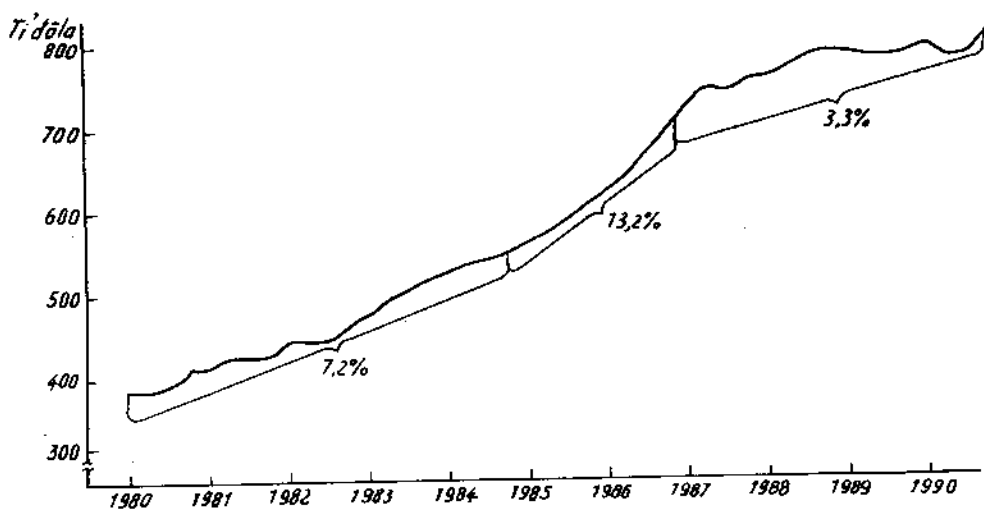
Để làm đầy đủ sự hiểu biết của bạn về quá trình cung ứng tiền tệ, bạn phải hiểu được cái gì thúc đẩy những quyết định của những người gửi tiền và của các ngân hàng. Nhưng trước khi xem xét thái độ cư xử của ngân hàng và của người gửi tiền ở Chương 16, bạn sẽ phải xem liệu mô hình quá trình cung ứng tiền 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		Đáp 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 số 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.

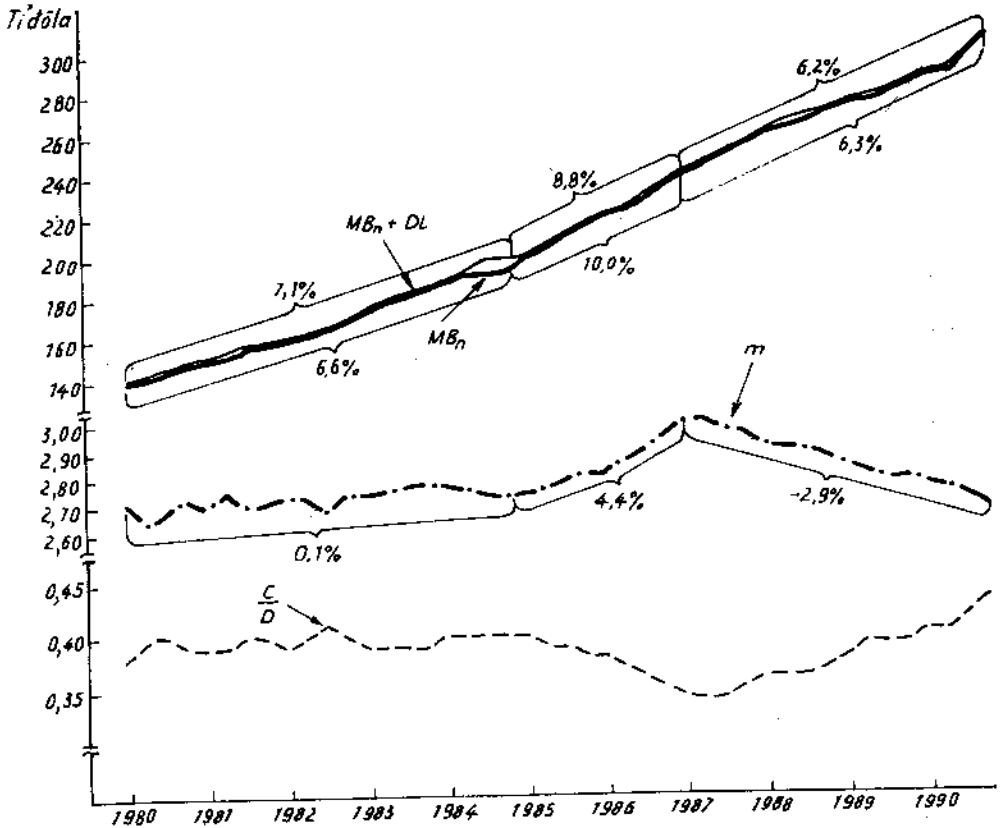
Qua toàn bộ giai đoạn đó, mức tăng trưởng trung bình của lượng tiền cung ứng (7,0%) được giải thích khá tốt bởi mức tăng trưởng trung bình của cơ số tiền tệ không vay MB_n (7,2%). Ngoài ra, chúng ta thấy rằng phần DL hiếm khi là một nguồn quan trọng gây ra dao động ở lượng tiền cung ứng bởi vì $MB_n + DL$ 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 số tiền tệ không vay (MB_n), cơ số 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 số 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 số 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, quá 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 số 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 trả lời của bạn bằng tài khoản T.

*2. Nếu Fed bán 2 triệu đôla trái khoán cho nhà đầu tư Irving, 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 số 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 gọi 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 :

$$M2 = D + C + T + MMF$$

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 $\{T/D\}$ và $\{MMF/D\}$ 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 đôla 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

$$m2 = \frac{1 + 0,50 + 3,00 + 0,5}{[0,10 + 0,001 + 0,50]} = \frac{5,000}{0,601} = 8,32.$$

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.

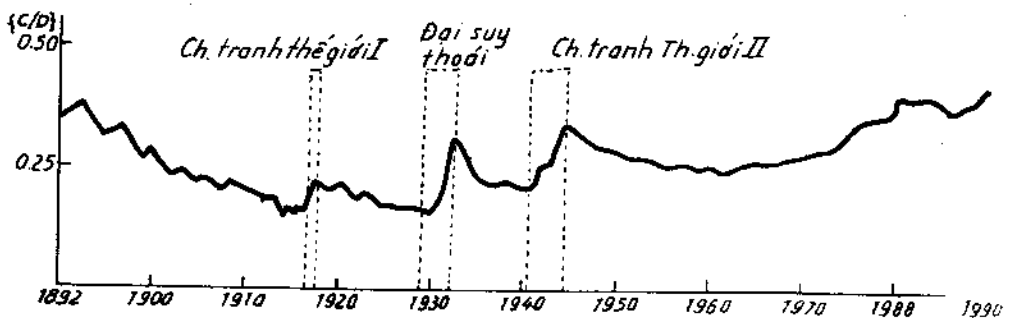
Tuy khá đơn giản về cấu trúc, mô hình đầy đủ đã được dùng làm cơ sở cho nhiều phân tích về lượng tiền cung ứng do các nhà kinh tế thực hành thuộc giới

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 gửi - 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, mai 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 bớt 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 bán lẻ 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 dân 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 cỡ 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 cải. Vì tiền gửi có thể phát séc có độ co dãn theo của cải lớn hơn so với tiền mặt, xu hướng chung về việc tăng của cải 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 dấu 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 hầu 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 rõ rệt 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.

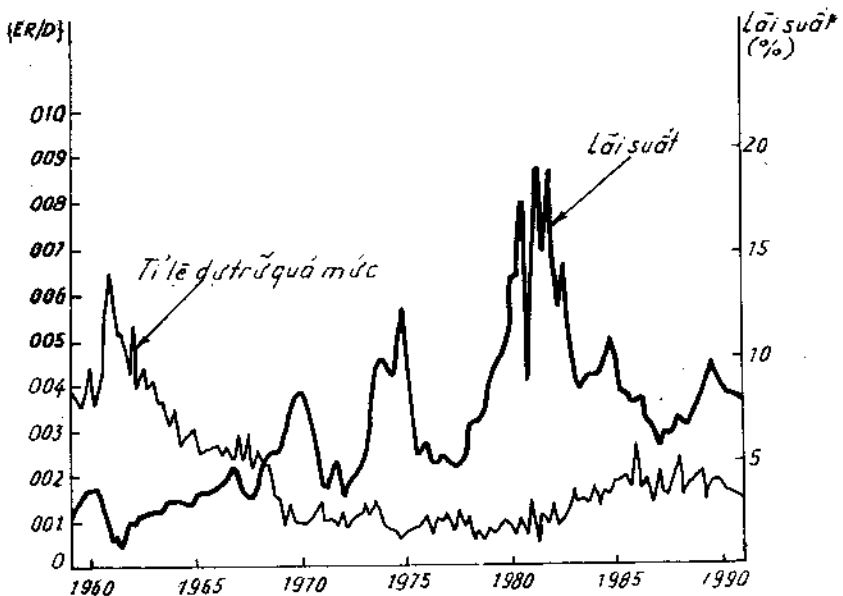
Các yếu tố quyết định của tỉ lệ tiền dự trữ quá mức, $\{ER/D\}$

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.

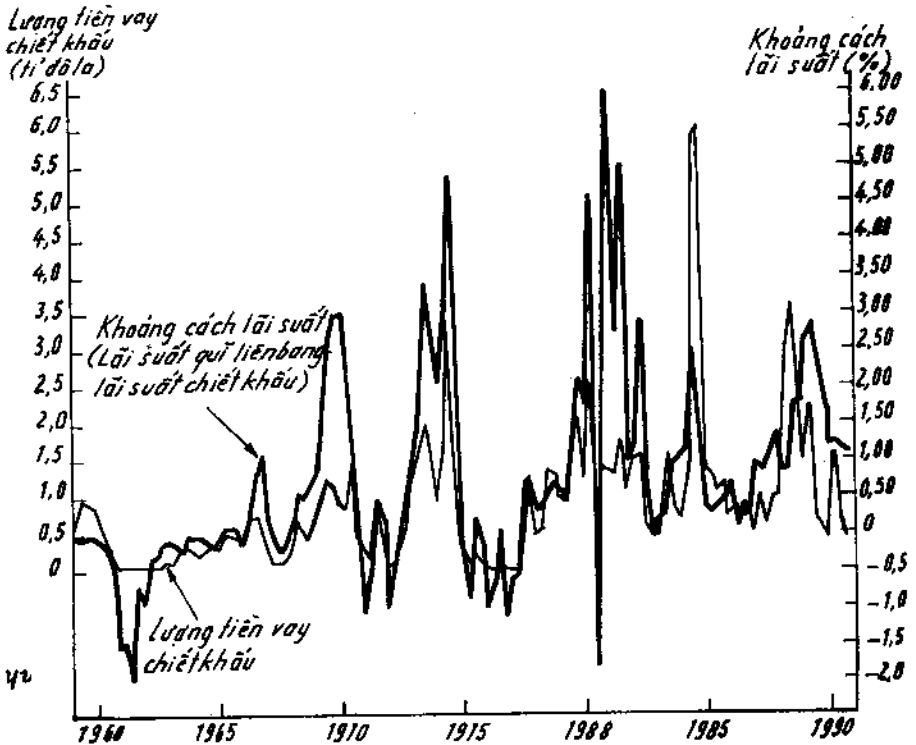
Các dòng tiền gửi rút ra dự tính. Phân tích trước đây của chúng ta về quản lý ngân hàng đã cho thấy rằng lợi ích hàng đầu đối với một ngân hàng nắm giữ tiền dự trữ quá mức là ở chỗ chúng mang lại sự bảo hiểm các tổn thất do các dòng tiền gửi rút ra ; tức là chúng giúp cho ngân hàng đó đang bị các dòng 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 $|i - i_d|$. Mối 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_d = 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_d) 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 số 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 số 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 số tiền tệ đồng thời hạ thấp lượng tiền cung ứng. **Lượng tiền cung ứng có tương quan thuận đối với cơ số 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 số 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 số 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 số 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 cái, 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 phát 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_b	↑	↓	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 cái	↑		$\{C/D\}$ 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 có thể phát séc	↑	↑	$\{C/D\}$ ↓ do đó tăng mức mở rộng bội số tiền gửi tổng quát
	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 số 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 KỸ 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 teo hẹp 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 "dàn 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 tồi 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 cửa 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 vợ 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 số 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.

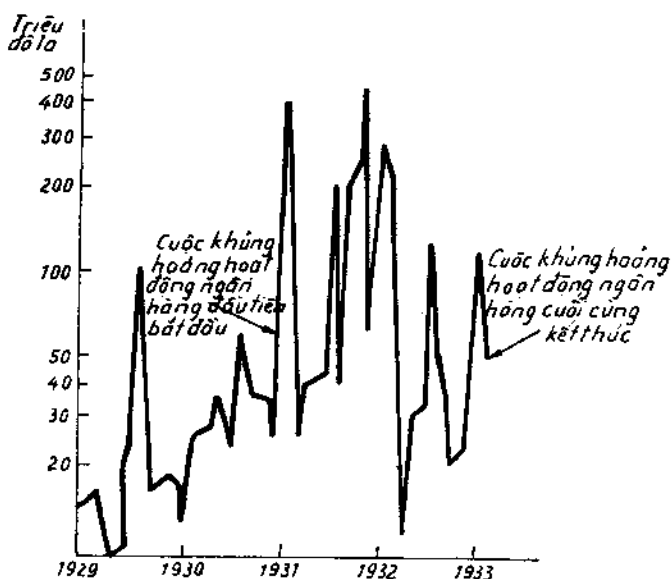
Hướng dẫn nghiên cứu

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

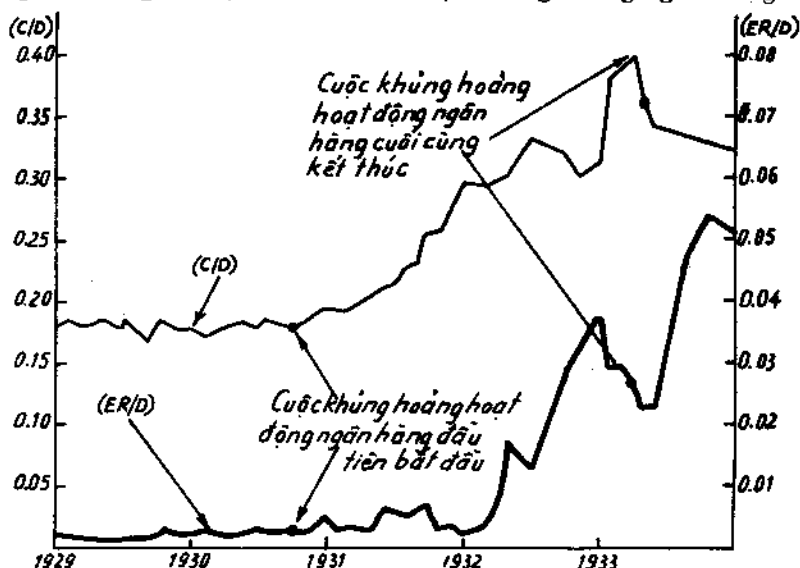
Chúng ta đã dùng mô hình lượng tiền cung ứng để tìm hiểu các động lực của một vụ hoảng loạn ngân hàng. Để thử nghiệm mô hình này, chúng ta nghiên cứu một thời kỳ lịch sử đặc biệt - Cuộc Đại suy thoái. Hình 16.4 trình bày cuộc khủng hoảng ngân hàng trong thời kỳ này bằng cách cho thấy số lượng tiền gửi 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 chi (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.

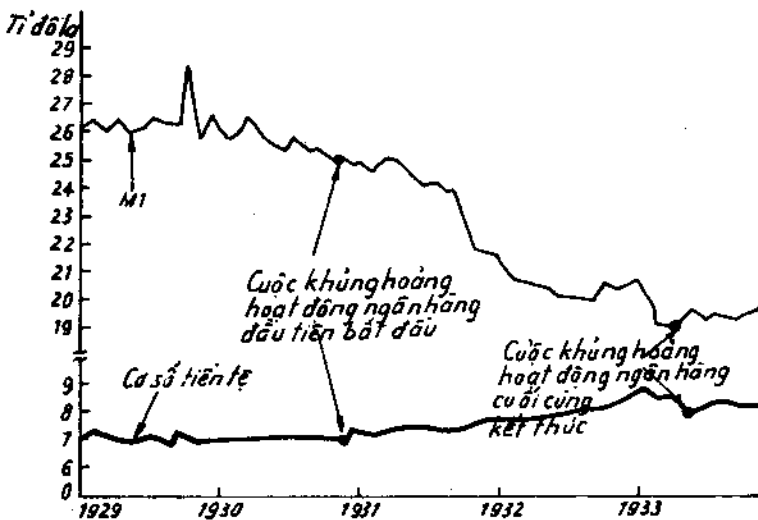
hơn nhiều. Một lây truyền sợ hãi lan rộng ra trong những người gửi tiền, bắt đầu từ các khu vực nông nghiệp là nơi đã trải qua tác động nặng nề nhất của các vụ ngân hàng vỡ nợ trong thời kỳ "những năm 20". Nhưng sự vỡ nợ của 250 ngân hàng với 180 triệu đôla tiền gửi vào tháng 11 năm 1930 đã được tiếp 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 hoàng 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 sác : 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 cũng 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 số 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 số 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 cố 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". Ngoài ra, 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 phân tán 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 ngân.

*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 đưng 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 hát ngờ 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. Nỗi 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

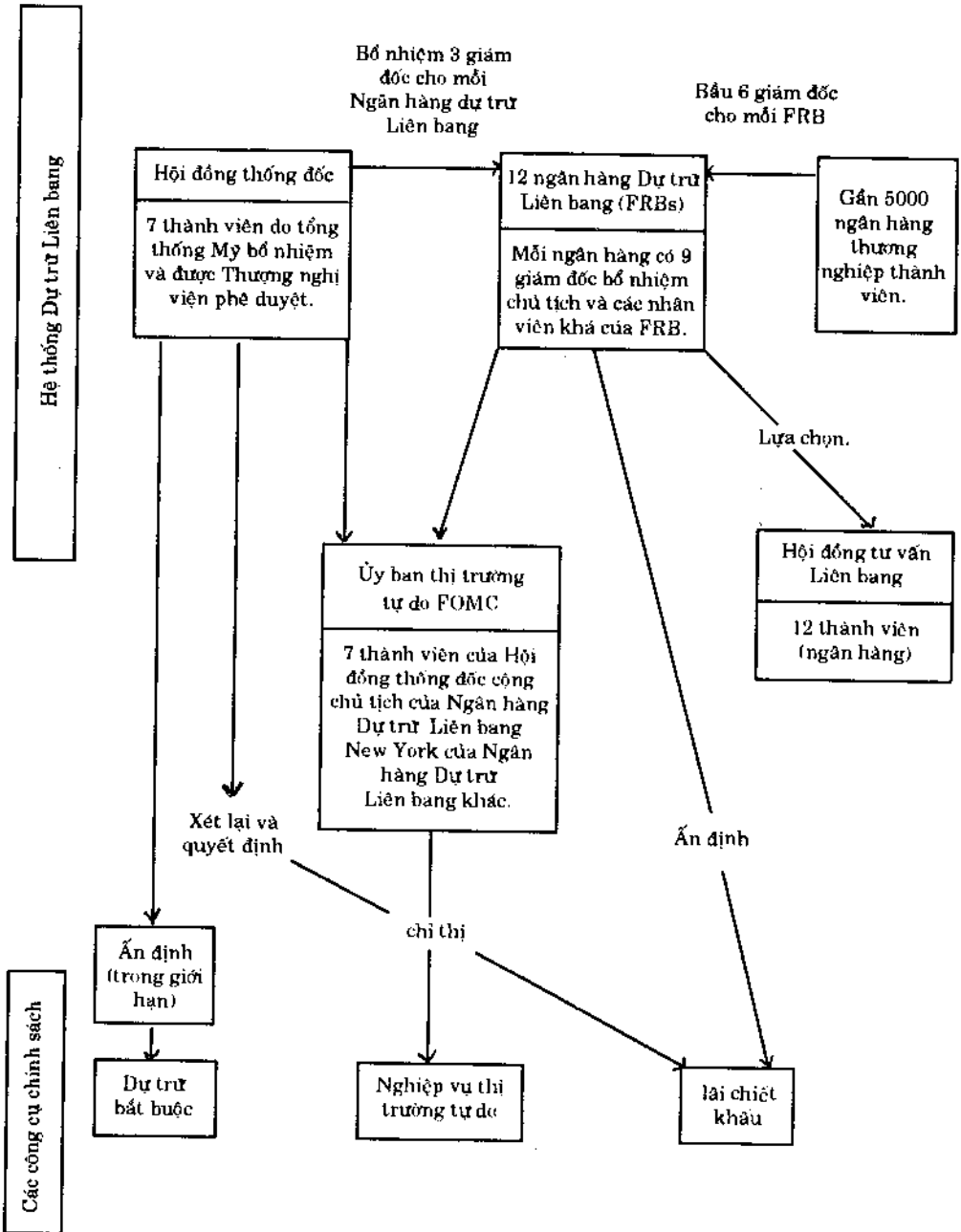
Theo ý định của những người soạn thảo đạo luật Dự trữ Liên bang, cấu trúc chính thức của Hệ thống Dự trữ Liên bang là nhằm phân rộng quyền lực theo vùng lãnh thổ, giữa khu vực tư nhân và nhà nước, và giữa các ngân hàng, giới kinh doanh và công chúng. Việc phân rộng ban đầu về quyền lực đã dẫn đến việc 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 số 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 tái 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 Mc Chesney 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.

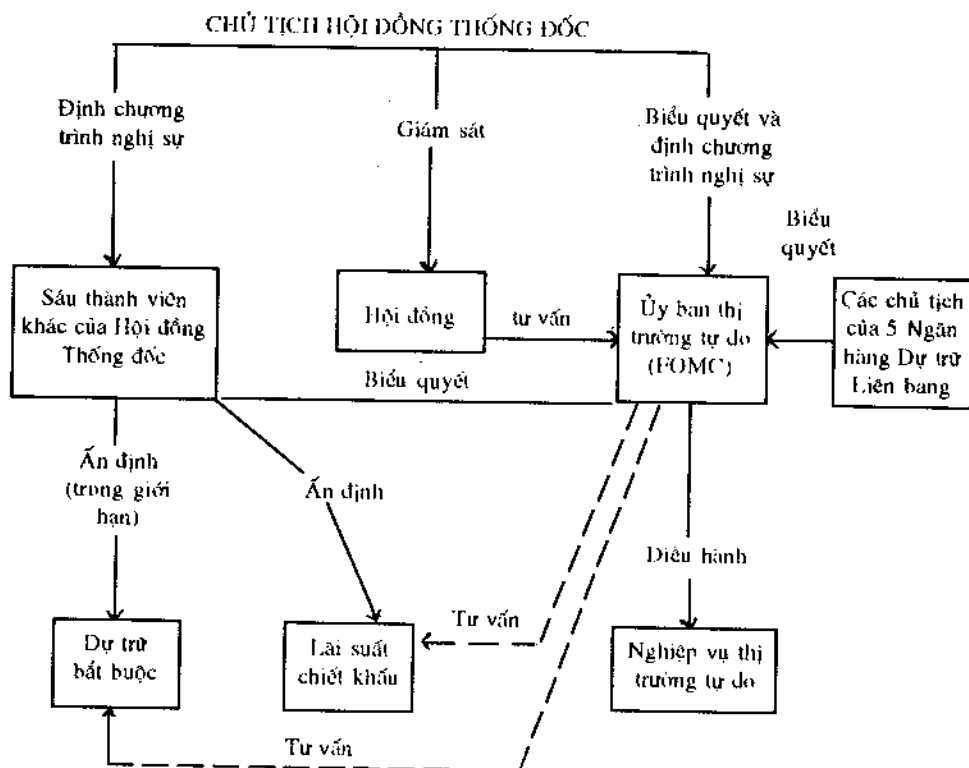
Nếu Hội đồng thống đốc có nhiều quyền hạn như vậy, Ủy ban Tư vấn Liên bang và các người "chủ" của các ngân hàng Dự trữ Liên bang - các ngân hàng thành viên - thực sự có quyền gì trong hệ thống Dự trữ Liên bang? Câu trả lời là "gần như không có gì". Mặc dù các ngân hàng thành viên nắm giữ các cổ phiếu 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? Nhưng mỗi quan tâm về kinh tế, hành chính và

chính trị có hướng dẫn 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 đăng 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 để 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 trọng.

(3) Tương tự như vậy, William Mc Chesney 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 chi tiêu 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 số cho việc mở rộng các mức chỉ tiêu mỗi năm một lần, thu hẹp mức cơ số.

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 tâm 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

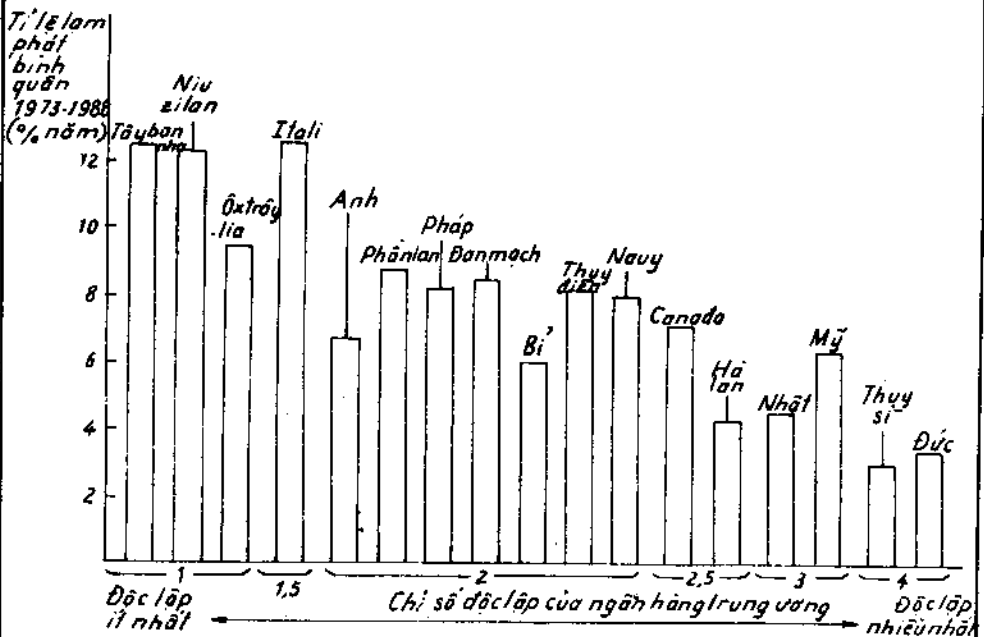
BÀI ĐỌC THÊM 17.3

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 Zilan, Ôxtrâyli và Ytalia - 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 bên 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 bên 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 (trừ trường 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 thông minh 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). Đứng 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 hiểu 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 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 tự 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 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 thiếu 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 tế 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 thiếu 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 bán	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 số 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 số tiền tệ, trong khi những khoản tăng trong 3 nhân tố sau trừ đi khỏi cơ số tiền tệ⁽²⁾.

Sau khi đã xác định được 9 nhân tố đó và tác động của chúng đến cơ số tiền tệ, bây giờ chúng ta hãy nhìn kỹ càng hơn xem thử tại sao những nhân tố đó lại tác động đến cơ số 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 số 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 số 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 SỐ TIỀN TỆ

Do chúng ta xem xét tác động của những thay đổi trong mỗi nhân tố đến cơ số 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 số tiền tệ.

(2) Một vài khoản tiền gửi tại Fed không hao gồm trong dự trữ, và do đó trong cơ số 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 số để có được quy mô đúng của cơ số 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 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 hai 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 bảy 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, bảy 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 số 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

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 số tiền tệ tăng lên tạm thời. Nếu chúng ta nhân những khoản tăng tạm thời đó trong cơ số tiền tệ lên với hàng triệu séc đã được thanh toán trong một ngày, thì có thể dẫn đến những biến động trong cơ số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ

Tiền gửi của kho bạc tại Fed. Số tiền mà kho bạc thu được từ tiền thuế và từ việc bán công trái được gửi lủc 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 số 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 lại kèm theo những sự thay đổi bù lại trong các hạng mục khác của bảng tổng kết tài sản, cho nên cơ số 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 số tiền tệ giữ nguyên không thay đổi (số tiền kho bạc trong lưu thông tăng lên, bị triệt tiêu bởi đúng 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ. Việc tăng lên trong 6 nhân tố làm cơ số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ, nhưng không thể làm cho Fed không kiểm soát được cơ số tiền tệ một cách xác thực.

THIỆU HỤT NGÂN SÁCH VÀ CƠ SỐ TIỀN TỆ

Mặc dù chúng ta đã biết những nhân tố nào đã trực tiếp ảnh hưởng đến cơ số

tiền tệ, nhưng còn một nhân tố quan trọng khác nữa cũng ảnh hưởng gián tiếp đến cơ số tiền tệ : thiếu hụt ngân sách. Để biết được thiếu hụt ngân sách ảnh hưởng đến cơ số 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 số tiền tệ (ΔMB) cộng với số thay đổi trong công trái nhà nước do công chúng nắm giữ ($\Delta C\text{ÔNG TRÁI}$). Biểu thức này được viết theo kiểu đại số như sau :

$$THIỆU HỤT = G - T = \Delta MB + \Delta C\text{ÔNG TRÁI} \quad (18.2)$$

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 ($\Delta C\text{ÔNG TRÁI} = 100$ triệu đôla hoặc bởi sự thay đổi trong cơ số 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 số 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		Kho bạc Mỹ	
Có	Nợ	Có	Nợ
Tiền gửi tại ngân hàng 0	Thuế - 100 triệu đôla	Tiền gửi tại Fed 0	Thuế - 100 triệu đôla
Máy bay - 100 triệu đôla		Máy bay + 100 triệu đôla	
Hệ thống ngân hàng		Dự trữ Liên bang	
Có	Nợ	Có	Nợ
Dự trữ 0	Tiền gửi 0		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		Công chúng	
Có	Nợ	Có	Nợ
Tiền mặt + 100 triệu đôla		Tiền mặt - 100 triệu đôla	Thuế - 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	- 100 triệu đôla	Máy bay	- 100 triệu đôla
Máy bay	+ 100 triệu đôla		

Ảnh hưởng đối với cơ số 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	Chứng khoán	Tiền mặt	
+ 100 triệu đôla	+ 100 triệu đôla	- 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	Chứng khoán	Tiền mặt	0
Máy bay	+ 100 triệu đôla	Chứng	
+ 100 triệu đôla		khoán + 100 triệu đôla	
		Máy bay- 100 triệu đôla	

Bởi vì cơ số 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 số tiền tệ.*

Tài trợ bằng cách tạo ra tiền tệ (Δ MB). 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 số 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 số 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 số tiền tệ tăng 100 triệu đôla (như chúng ta đã thấy trước đây trong chương).

Kết quả chung lại là cơ số 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 số 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 số 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 ?

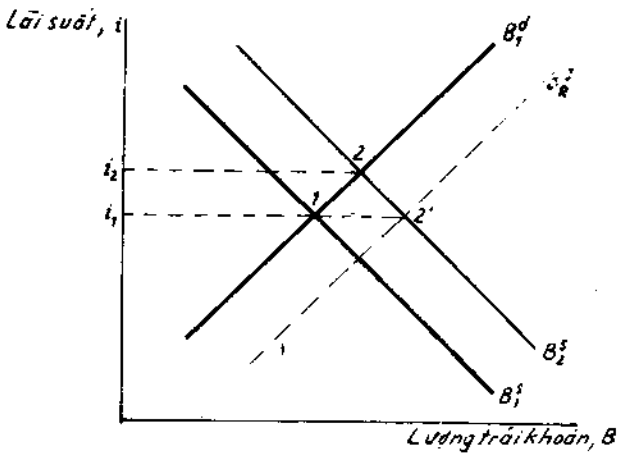
Trong một số nước chính phủ có thể chi cần đơn giản là quyết định in tiền để tài trợ cho thiếu hụt ngân sách do kho bạc phát hành tiền để trả tiền hàng hóa và dịch vụ. Cách này không được áp dụng cho kho bạc Mỹ; thiếu hụt ngân sách nhà nước chỉ có thể dẫn đến việc tăng thêm cơ sở tiền tệ nếu như Fed 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 số 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 số 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^d sang B_2^d . 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^s chuyển đến thăng bằng 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 số 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 cố 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 nỏ ?

* 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 viết 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

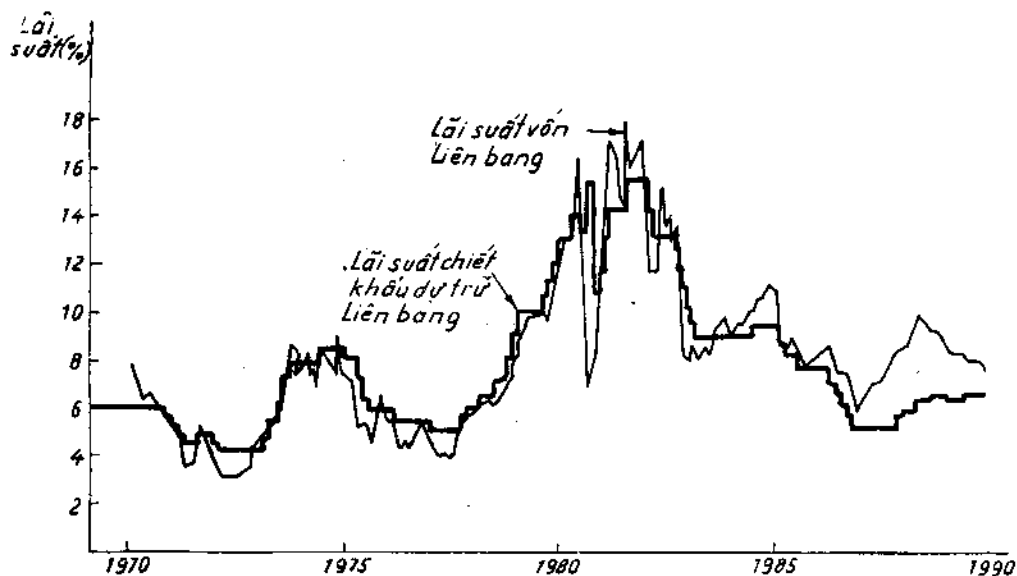
Fed có thể tác động đến khối lượng vay chiết khấu bằng hai cách : bằng cách tác động đến *giá cả* của khoản vay (lãi suất chiết khấu) hoặc bằng cách tác động đến *số lượng* vay thông qua việc Fed quản lý cửa sổ chiết khấu ⁽²⁾.

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 ngân 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 tin 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 tin nhiệm vào hệ thống ngân hàng hơn nữa sẽ dẫn đến việc các người gửi những khoản tiền lớn ừn ừn 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 cho ông 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 hãng 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 hãng

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 J. 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 hãng 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 thể 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 số 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 đầy 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 số 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 số 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 số 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 cũ" 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 trước 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 trường 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 căn 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 căn 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 cầu 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 nhân 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

nhưng 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

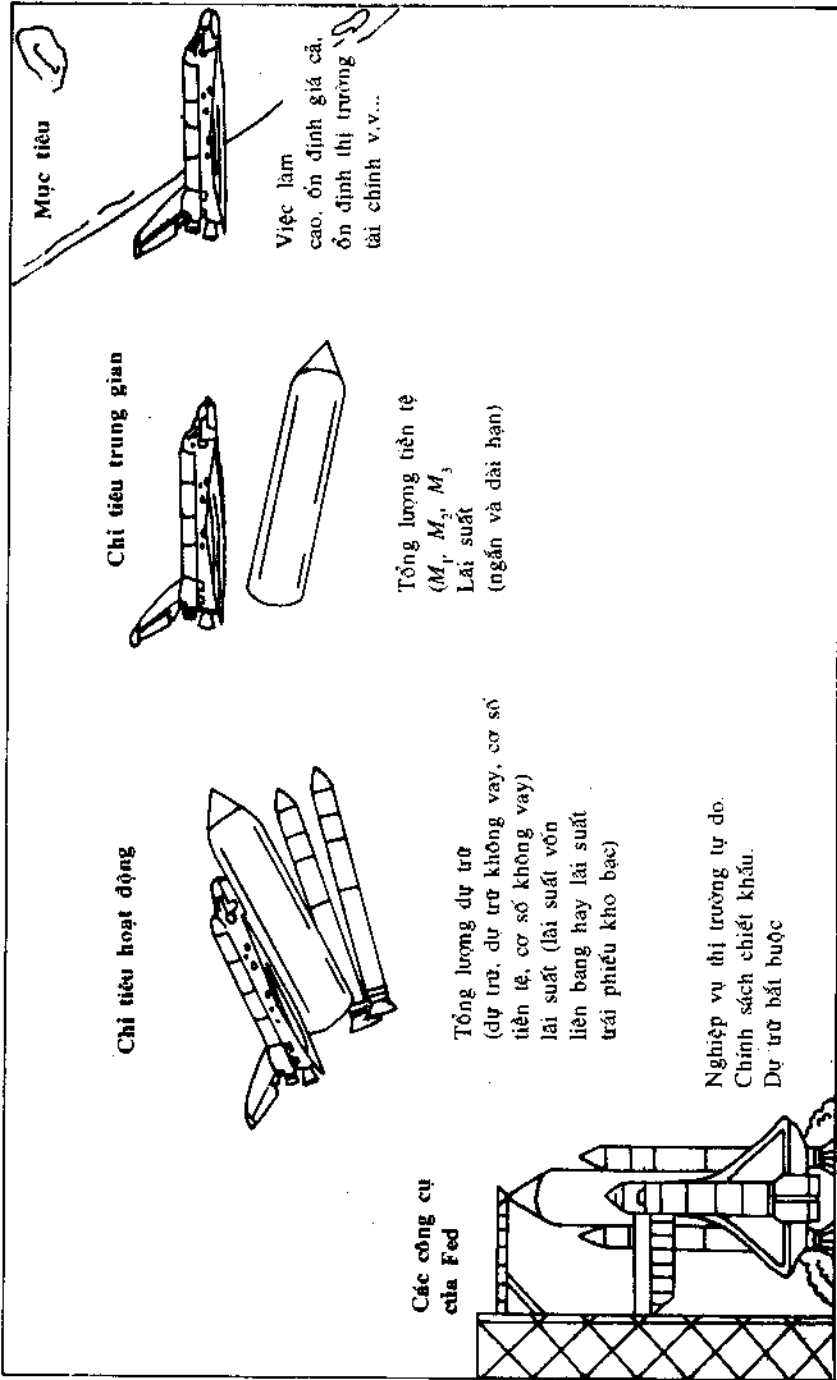
Với tầm quan trọng của buôn bán quốc tế đối với nền kinh tế Mỹ đang tăng lên, giá trị của đôla so với các đồng tiền khác đã trở thành mối quan tâm chính của Fed. Như chúng ta sẽ xem trong Chương 21 và 22, một việc tăng lên trong giá trị của đôla làm cho nền công nghiệp Mỹ kém khả năng cạnh tranh với 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 (điển 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 nhằm 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, "Tình 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.

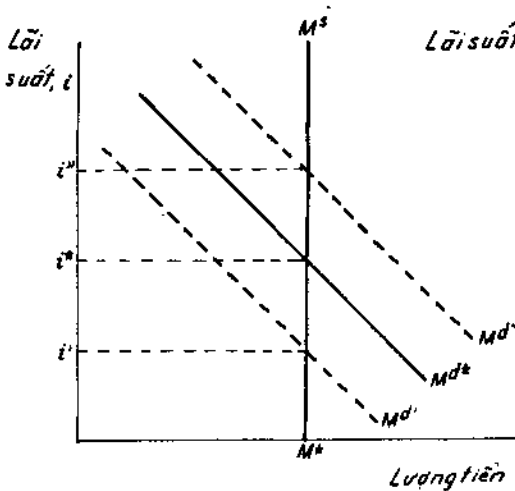
Chiến lược của Fed hoạt động cũng tương tự như vậy. Giả định là mục tiêu của Fed về công ăn việc làm và mức giá cả nhất trí với tỷ lệ tăng trưởng của tổng sản phẩm quốc dân (GNP) danh nghĩa là 5%. Nếu Fed cảm thấy rằng tỷ lệ tăng trưởng 5% của tổng sản phẩm quốc dân danh nghĩa có thể đạt được bằng tỷ 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 số 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 số tiền tệ. Trong những ngày sau khi hoàn tất chính sách này, Fed có thể nhận ra rằng cơ số 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 số 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

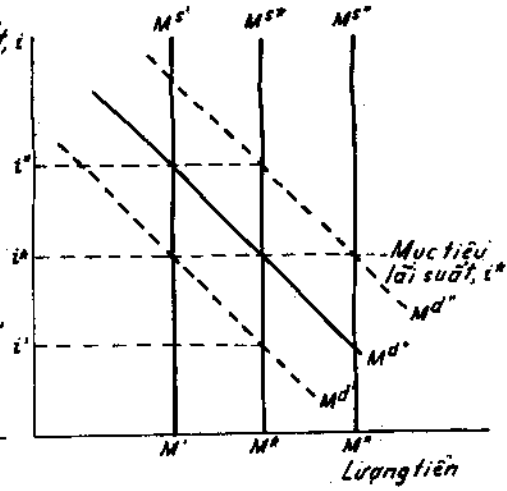
Như chúng ta đã thấy trong Hình 20.1 có hai loại khác nhau của biến số chỉ tiêu : (1) lãi suất ; và (2) các tổng lượng (tổng lượng tiền tệ và tổng lượng dự trữ). Trong ví dụ ở trên, Fed chọn tỷ lệ tăng trưởng 4% của M_2 để đạt tỷ lệ 5% tăng trưởng GNP danh nghĩa. Fed có thể chọn cách hạ thấp lãi suất 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 đầy 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 nghề 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 nghĩ 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 đẩy 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 bắt 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 tối tệ hơn nữa, hình như là còn phải chịu trách nhiệm làm hồng 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^{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 lờ 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 $7^{1/2}$ đến $8^{1/4}$ %. 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 $4^{1/2}$ đến $8^{1/2}$ %. 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 :

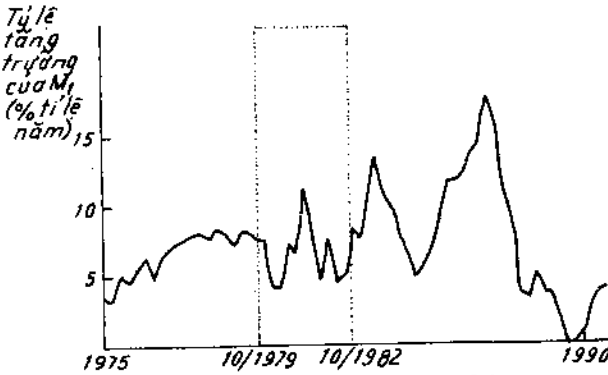
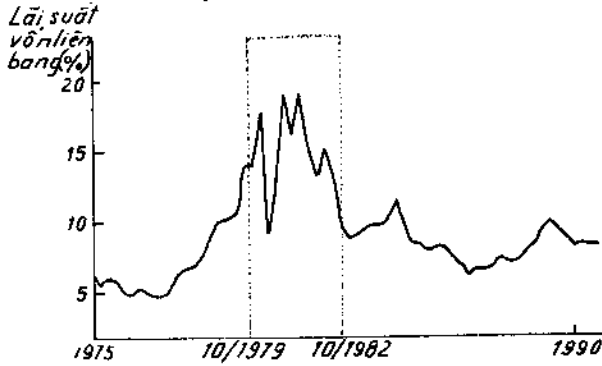
Năm	Khoảng cách	Tỷ lệ thực tế
1980	4,5 - 7,0	7,5
1981	6,0 - 8,5	5,1
1982	2,5 - 5,5	8,8

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 cân 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 dụi 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 số 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 ngắn 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 trường 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 NHƯ 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 bản 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 do 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 ủng xữ 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 $M1$ 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 franc 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

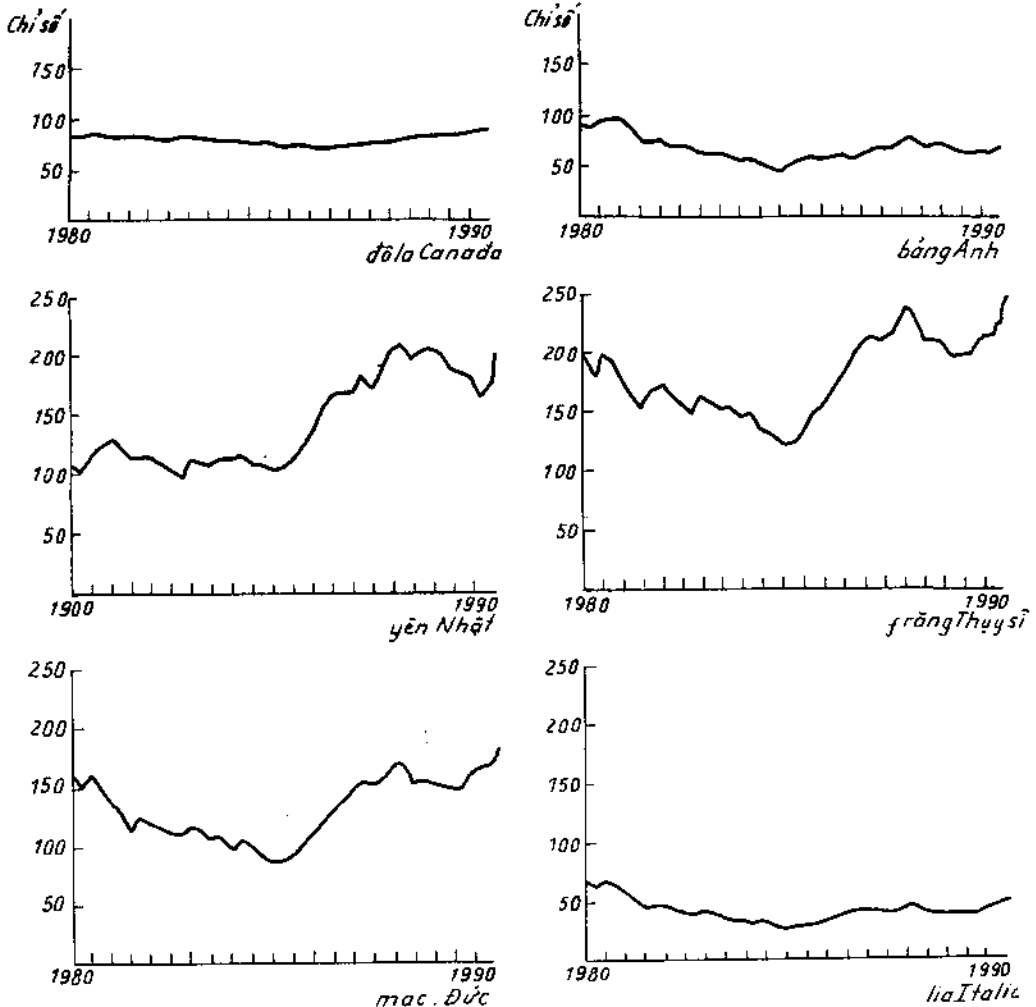
Hầu hết các nước trên thế giới đều có đồng tiền của mình : Mỹ có đồng đôla ; Pháp có đồng frăng ; Brazil đồng curzeiro ; và Ấn Độ có đồng rupi. Buôn bán giữa các nước dẫn đến việc trao đổi các đồng tiền khác nhau (hoặc thông dụng hơn là tiền gửi ngân hàng ghi bằng đồng tiền khác nhau), đồng này đổi lấy 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 frăng và (2) tỷ giá frăng/đôla.

Vi 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 frăng của chai vang là 2000 frăng và tỷ giá là 0,17748 đôla mỗi frăng, thì chai vang sẽ có giá đối với Wanda là 355 đôla (= 2000 frăng x 0,17748). Bây giờ giả định Wanda để chậm việc mua của mình trong hai tuần, vào lúc đó tỷ giá của frăng Pháp đã tăng lên là 0,20 đôla mỗi frăng. Nếu giá nội địa của chai Lafite Rothschild vẫn là 2000 frăng, 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 frăng thì một máy tính Apple giá 2000 đôla tốn cho người lập chương trình máy tính Claude hết 11.269 frăng ; nếu tỷ giá tăng lên là 0,20 đôla mỗi frăng thì giá của máy tính chỉ là 10.000 frăng.

Một sự sụt giá của frăng sẽ làm giá hàng của Pháp tại Mỹ giảm xuống, nhưng lại làm tăng giá hàng Mỹ tại Pháp. Nếu đồng frăng 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 frăng 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. Vi 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)

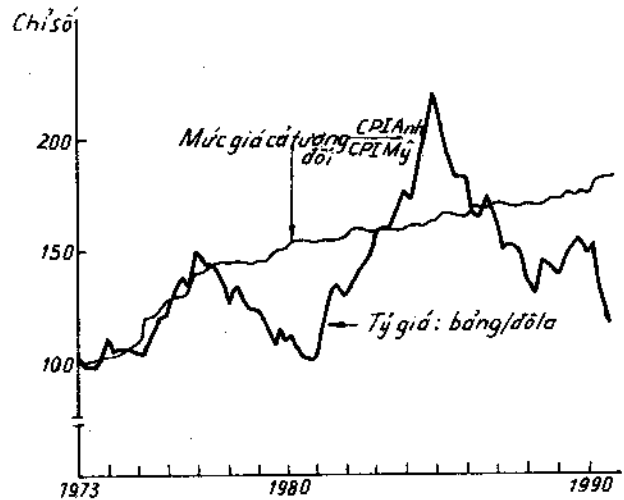
Một trong những thuyết nổi bật về việc tỷ giá được xác định như thế nào là **thuyết ngang giá sức mua** (theory of purchasing power parity - PPP). Thuyết đó phát biểu rằng tỷ giá giữa bất kỳ hai đồng tiền nào sẽ điều chỉnh để phản ánh những thay đổi trong mức giá cả của hai nước. Thuyết PPP chỉ là sự 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, cũng 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 đo những thay đổi trong mức giá cả tương đối quyết định nằm trong giá thiết là mọi hàng hóa đều giống y nhau tại cả hai nước. Khi giải 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 bé 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-ta ^(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 thường 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 để 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 biểu lộ 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 phân tích 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 frăng để chỉ đồng tiền nước ngoài, như vậy tiền gửi ngân hàng nước ngoài được ghi bằng frăng. 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 (frăng) 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^D , 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^D : 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_1 và tỷ giá dự tính cho thời kỳ sau là E_2 , chúng ta có thể viết tỷ lệ tăng giá dự tính của đôla là $(E_2 + 1 - E_1) / E_1$. Lập luận của chúng ta chỉ ra rằng lợi tức dự tính về tiền gửi đôla (RET^D) 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 $1/E_1$ tiền gửi đô la Mỹ (nhắc lại rằng E_1 tỷ giá giữa đôla và frăng, được yết bằng frăng/dôla) và đến cuối kỳ được trả $(1 + i^D) \times 1/E_1$ 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 $E_2 + 1$. 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: $(1 + i^D) \times E_2 + 1/E_1$, trừ đi số đầu tư 1 frăng ban đầu:

$$(1 + i^D) \times E_2 + 1/E_1 - 1$$

$$\text{có thể được viết là: } i^D \times (E_2 + 1/E_1) + E_2 + 1 - E_1 / E_1$$

biểu thức này gần bằng với biểu thức ở trong bài, bởi vì $E_2 + 1/E_1$ 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 đôla¹⁴.

$$RET^* \text{ tính bằng frăng} = i + (E^c_1 + 1 - E_1)/E^c_1$$

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.

$$RET^* \text{ tương đối} = i^F - i^F + (E^c_1 + 1 - E_1)/E_1 \quad (21.1)$$

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, $-(E^c_1 + 1 - E^c_1)/E^c_1$) tức là

$$RET^* \text{ tính bằng đôla} = i^F \cdot (E^c_1 + 1 - E^c_1)/E_1$$

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^F để được.

$$RET^* \text{ tương đối} = i^F - E^c_1 + 1 - E_1/E_1 = \\ i^F - i^F + (E^c_1 + 1 - E_1)/E_1$$

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 :

$$i^* = i^F - (E_1^* + 1 - E_1)/E_1 \quad (21.2)$$

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%).

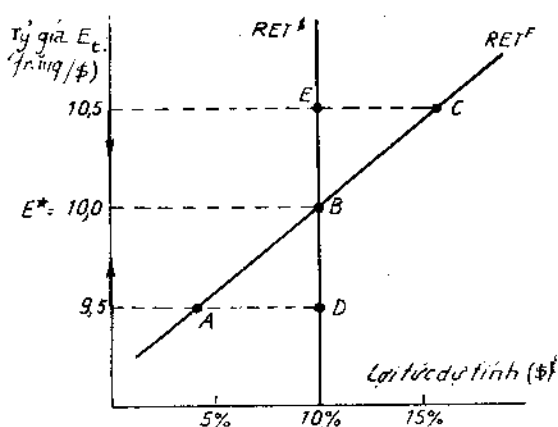
Có nhiều cách để xem điều kiện ngang giá tiền lãi. Trước tiên, chúng ta phải thừa nhận là ngang giá tiền lãi chỉ có ý nói rằng lợi tức dự tính là như nhau về tiền gửi đôla cũng như về tiền gửi frăng. Để nhiều điều này hãy lưu ý rằng phía bên trái của điều kiện ngang giá tiền lãi (21.2) là lợi tức dự 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^S , 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^S , 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 cá. 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 ngang 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 ngang 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, $-(E_c^e + 1 - E_1^e)/E_c$. Vì một sự thay đổi trong tỷ giá hiện hành, E_c 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 $E_c^e + 1$. 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.

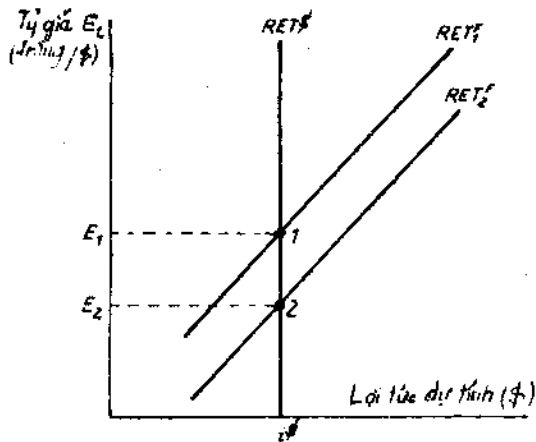
Hướng dẫn nghiên cứu

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 ($E^e_t + 1$). 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 $E^e_t + 1$ 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.**

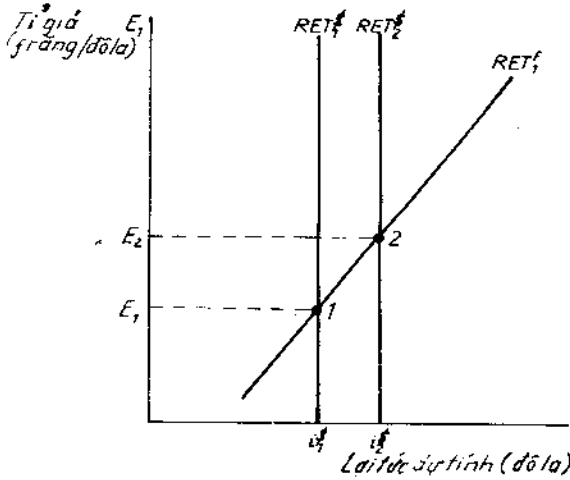
Việc phân tích của chúng ta về những yếu tố quyết định về dài hạn của tỷ giá chỉ ra những nhân tố ảnh hưởng đến tỷ giá tương lai dự tính: mức giá cả tương đối, thuế quan tương đối và cô-ta, cầu nhập khẩu, cầu xuất khẩu và năng suất lao động tương đối (xem lại Bảng 21.1). Thuyết ngang giá sức mua gợi 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^d). Một sự tăng lên trong lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước (đô la) từ RET_1^d đến RET_2^d và tỷ giá từ E_1 đến E_2 .

Thay đổi trong lãi suất trong nước (i^*). Một việc tăng của i^* làm tăng lợi tức dự tính về tiền gửi đôla, di chuyển đường biểu diễn RET^d 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 đôla, tạo nên cầu vượt quá đối với tiền gửi đôla tại tỷ giá thăng bằng ban đầu, và những việc mua tiền gửi đô la sinh ra từ tình hình này, làm cho đôla 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**

tiền trong nước (đôla) tăng giá: một sự tụt xuống của i^* di chuyển đường biểu diễn RET^d sang bên trái và làm cho đôla giảm giá.

Hướng dẫn nghiên cứu

Để giúp cho việc nghiên cứu, các nhân tố làm di chuyển các đường biểu diễn RET^f và RET^d 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^f và RET^d 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 : "Đôla 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^e) 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 h^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	↑	↑

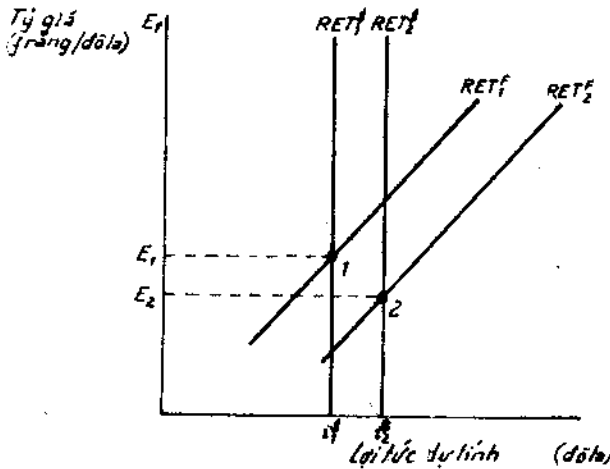
Chú thích : Chỉ nêu nên trường hợp tăng lên của nhân tố ; tác động của việc giảm xuống của những biến số đối với tỷ giá là đối lại của những tác động ghi trong cột thứ hai.

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^s) 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^F đứng yên và đường biểu diễn RET^D 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

tăng lên trong i^s , 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 frăng cao hơn) mức này



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^F di chuyển nhiều hơn RET^D , vì vậy tỷ giá thăng bằng sụt từ E_1 đến E_2 .

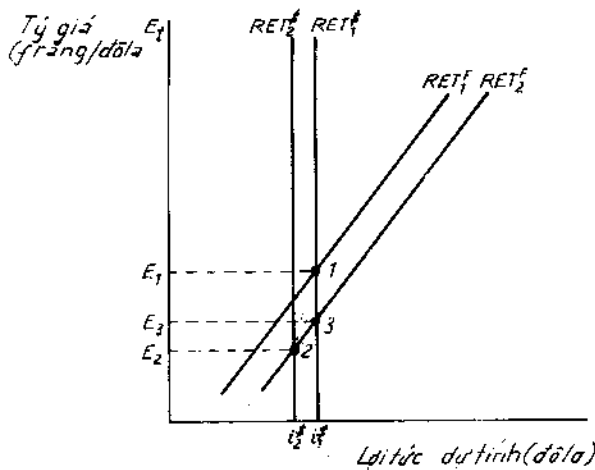
điển hình được cho là lớn hơn mức tăng của lãi suất trong nước (i^s)⁽⁵⁾. Kết quả là, với một tỷ giá đã cho bất kỳ lợi tức dự tính về tiền gửi nước ngoài tăng nhiều hơn

(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^D 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^D từ RET^D_1 sang RET^D_2 . Trong thời gian ngắn, lãi suất trong nước giảm, di chuyển RET^S từ RET^S_1 sang RET^S_2 . 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^S và RET^S trở về mức RET^S_1 . 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 bấy 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_1^* , 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

ràng 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 frăng) 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

ĐÒLA 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

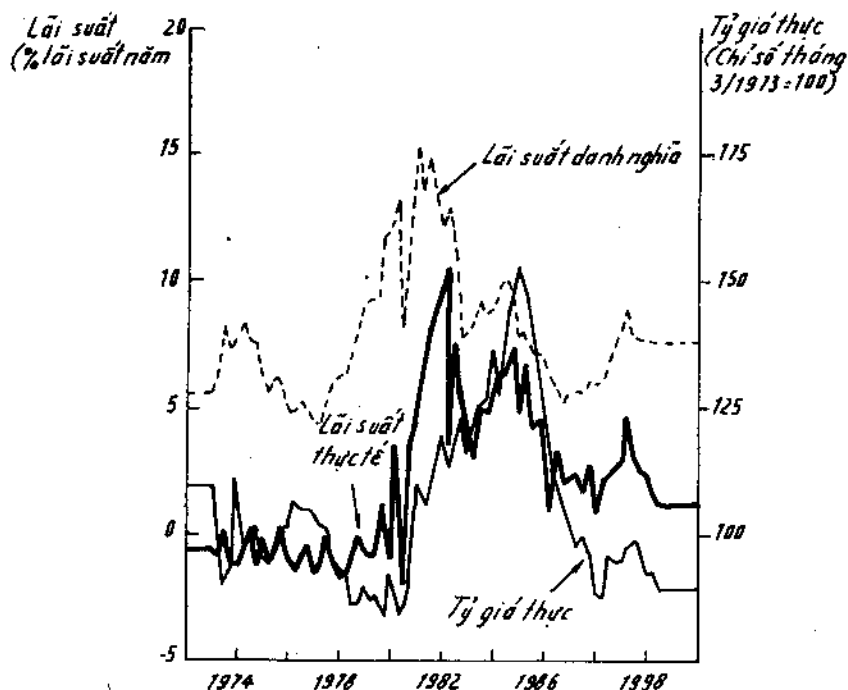
Dự đoán tỷ giá là một hoạt động kiếm lời đối với các nhà kinh tế. Những người đầu cơ và những nhà kinh doanh (nhất là các công ty đa quốc gia) đặc biệt quan tâm đến cái gì sẽ xảy ra cho tỷ giá trong tương lai. Các nhà kinh doanh cần những dự đoán chính xác về tỷ giá, bởi vì những thay đổi trong tỷ giá 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 (dự trữ quốc tế)	- 10 tỷ đôla	Tiền trong lưu thông	- 10 tỷ đôla

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

Có	Nợ
Tài sản nước ngoài (dự trữ quốc tế)	Tiền gửi tại Fed (Dự trữ)
- 10 tỷ đôla	- 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 số tiền tệ giảm đi 10 tỷ đôla bởi vì dự trữ là một bộ phận của cơ số tiền tệ.

Bây giờ chúng ta thấy rằng kết quả chung cuộc đối với cơ số 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 số 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 số tiền tệ ; vì thế một việc bán tài sản nước ngoài cũng dẫn đến một sự giảm xuống bằng nhau trong cơ số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số 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 số tiền tệ không thay đổi.

Dự trữ Liên bang

Có		Nợ	
Tài sản nước ngoài (dự trữ quốc tế)	- 10 tỷ đôla	Cơ số 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 số 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 số 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^e . 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 thảng 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 số 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^e ra, trong khi đó lại làm cho đường biểu diễn RET^e 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 số 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. 207 - 237.

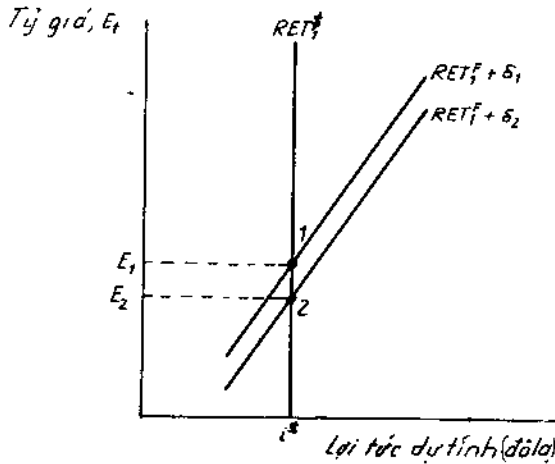
nước ngoài không bằng nhau, chúng có thể khác nhau do một khoản phí rủi ro, phí này phản ánh sự khác nhau giữa tính rủi ro hoặc tính lưu động của tiền gửi trong nước với tiền gửi nước ngoài hoặc phản ánh những tác động của kiểm soát vốn. Trong tình hình này, điều kiện ngang giá lợi tức thang bằng trên thị trường ngoại hối trở thành :

$$i^* = i^p - (E^* + 1 \cdot E) / E_1 + \sigma$$

hoặc tương đương với

$$RET^* = RET^p + \sigma \tag{21.3}$$

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 $RET^p + \sigma$



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

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 đôla vẫn giữ lợi tức dự tính về tiền gửi trong nước và ngoài nước đứng yên tại RET_1^p và RET_1^p ; 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 .

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^* + 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 cô-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 tin 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)
Tài khoản thường xuyên			
(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
Tài khoản vốn			
(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)]			
Phương pháp tài trợ			
(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
Nguồn : Survey of Current Business			

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 suy ý rằng tổng số tiết kiệm của Mỹ bằng phân tang trong tôn 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 đối 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). Khoản 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.

Bán vị vàng

Trước Thế chiến I, nền kinh tế thế giới hoạt động theo chế độ bán 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 bán 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 bán vị vàng hoạt động như thế nào trong thực tế, chúng ta hãy xem điều gì xảy ra, nếu trong chế độ bán vị vàng, đồng bảng Anh bất 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 số tiền tệ của nước đó, nên việc vàng chuyển từ Mỹ sang Anh làm cho cơ số tiền tệ của Anh tăng lên và cơ số 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 nhịp 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⁾

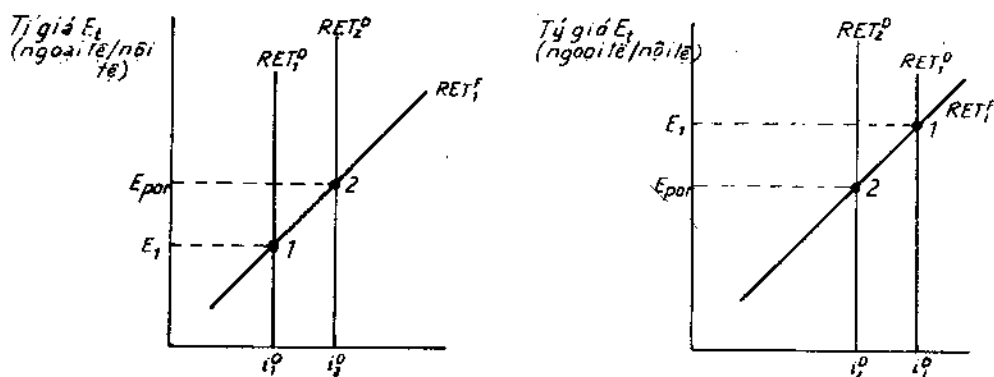
Vì Mỹ nổi lên từ Thế chiến II như là một sức mạnh kinh tế lớn nhất của thế giới với hơn một nửa năng lực chế tạo của thế giới và chiếm phần lớn hơn trong số vàng của thế giới nên hệ thống tỷ giá cố định Bretton Woods được dựa trên cơ sở việc chuyển đổi đôla Mỹ ra vàng (chỉ đối với các chính phủ và các 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 (án định thuế quan và có-tai) 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 Books, 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 (bằng hạn phụ, thời hạn 50 năm và không có lãi). Vốn cho những khoản tín dụng này thu từ phân động 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_1^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 giá 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 nới 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 ô 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^B , 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^B 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_2 , để cho tỷ giá đứng tại ngang giá 2,80 đôla/một bảng. (Việc di chuyển đường RET^B 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 dai dẳng 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 ô ạt của những nhà đầu cơ. Việc can thiệp của ngân hàng trung ương

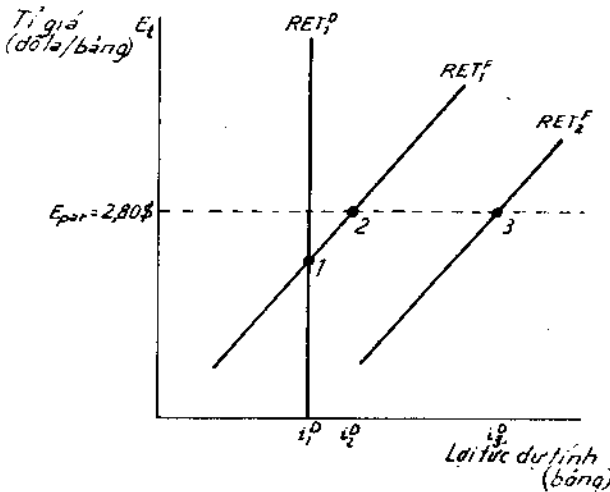
Anh nhằm nâng đỡ tỷ giá bảng Anh trở nên cứng lớn hơn và đòi hỏi tăng lãi suất tiền gửi bảng Anh lên đến i^D . Những cố gắng của Ngân hàng Anh nhằm đối phó lại cuộc tấn công đầu cơ bằng cách mua bảng Anh đã dẫn đến việc mất nhiều dự trữ quốc tế của Anh. Thật vậy, chỉ trong một ngày, ngày 17/11. Ngân 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.

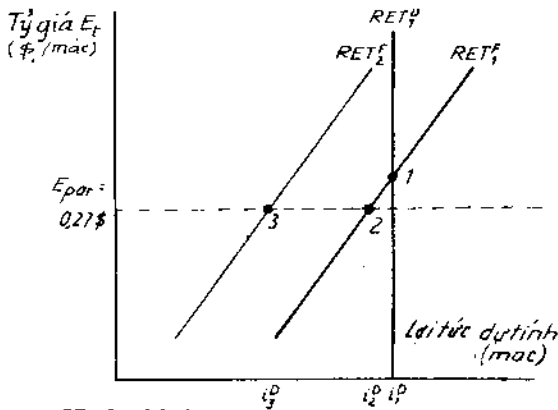
Những cuộc khủng hoảng tài chính khác đã làm phiền hà hệ thống Bretton Woods sau cuộc

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



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_2^F . 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.

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 ấn một mác.

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 ấn 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

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

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 vúi 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, vì ra đó cũng là một giờ đồng hồ đắt đó 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. Nhưng 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 cơ sở 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 thương 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 thương 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 BẢN 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 bản 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, hiện họ 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 các 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 thuận 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".