

THE ORDER OF ECONOMIC LIBERALIZATION
Financial Control in the Transition to a Market Economy
Ronald I. McKinnon
The John Hopkins University Press, 1992

Chương 4

CÁC CÔNG CỤ ÁP CHẾ TÀI CHÍNH

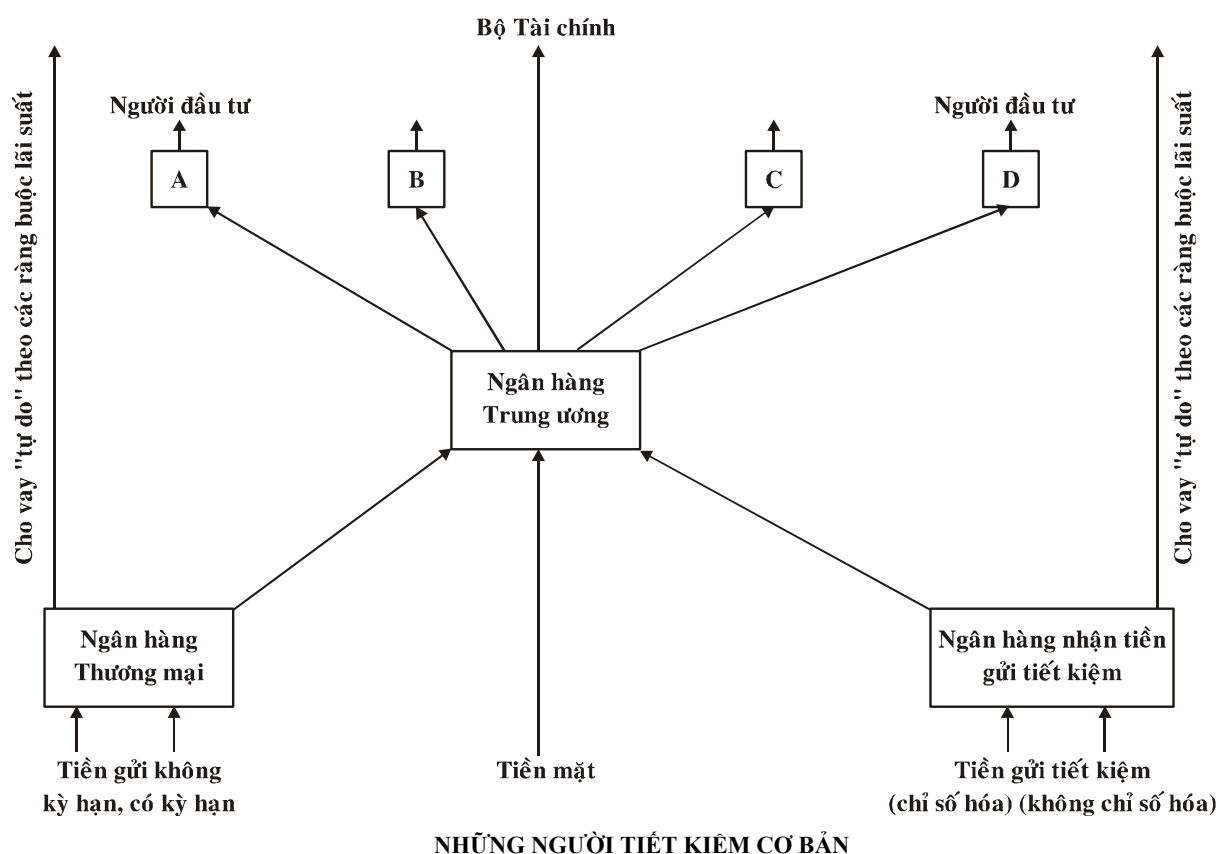
Sử dụng trợ cấp tín dụng để thúc đẩy thực hiện các mục tiêu trước mắt của kế hoạch phát triển là một ý đồ được ưa chuộng ở các nước kém phát triển (less-developed countries - LDCs). Bộ trưởng tài chính thường chịu áp lực tăng nguồn thu ngân sách để trợ cấp trực tiếp cho hoạt động sản xuất này hay hoạt động kia bằng cách cấp vốn không hoàn lại. Thuế quan và các hạn chế khác đối với ngoại thương nhằm bảo hộ các ngành này đã bị phê phán mạnh mẽ vì chúng không tính đến hiệu quả kinh tế. Hơn nữa, ở các nước kém phát triển ngân hàng trung ương thường bị đặt dưới sự kiểm soát trực tiếp của Bộ trưởng tài chính hoặc các bộ trưởng kinh tế quan trọng khác của các nội các. Do vậy, các nhà quản lý thường dễ dàng trợ cấp tín dụng có lựa chọn cho những người vay ưu đãi (ngành hoặc từng doanh nghiệp) - như chúng ta sẽ thấy dưới đây đối với trường hợp Nicaragua từ thập niên 80 cho đến nay.

Cách can thiệp theo kiểu này - rất đặc trưng cho các nước kém phát triển bán công nghiệp hóa - được mô tả rõ trong trường hợp Colombia vào đầu thập niên 70, và có phần giảm bớt vào đầu thập niên 90. Hình 4.1 đưa ra một phác họa đơn giản hóa về dòng vốn chạy từ người tiết kiệm đến người đầu tư trong hệ thống ngân hàng Colombia. Dòng chu chuyển được phác họa là một đặc trưng được tìm thấy ở hầu hết các nước đang phát triển khác. Có ba đặc tính nổi lên là: dự trữ bắt buộc cao, các tổ chức tín dụng chuyên doanh và trần lãi suất tiền gửi, tiền cho vay.

1. *Dự trữ bắt buộc cao:* Ở Colombia vào năm 1972 (mà cho đến đầu những năm 90 thì tình hình cũng không thay đổi mấy về bản chất), các ngân hàng thương mại phải gửi vào ngân hàng trung ương 31% các khoản tiền gửi của họ làm dự trữ không hưởng lãi và 26% danh mục cho vay chịu chỉ định trực tiếp của các cơ quan chính phủ. Tương tự, đối với các ngân hàng tiết kiệm, 25% số tiền gửi phải được duy trì dưới hình thức dự trữ không hưởng lãi; 44% số tiền gửi phải dùng để mua trái phiếu nhà ở có lãi suất thấp (6%). Kiểu hình “dự trữ” bắt buộc cao ở Colombia là đặc điểm thường thấy ở các nước Mỹ Latinh khác, như trong bảng 5.1 (ở chương sau). Tuy nhiên, điều này không phải là nét đặc trưng ở các nền kinh tế công nghiệp phát triển, nơi dự trữ bắt buộc chỉ vào khoảng 6-7% cơ sở tiền gửi của ngân hàng thương mại trong thập niên 70 (và thậm chí ngày nay còn thấp hơn).

2. *Các tổ chức tín dụng chuyên doanh:* Với nguồn lực rất quan trọng được quyền chủ động bố trí, ngân hàng trung ương rót tín dụng với lãi suất thấp cho các tổ chức ngân hàng chuyên doanh khác nhau (A, B, C... trên Hình 4.1). Các tổ chức này cho vay lại theo lãi suất thấp ở mức bất cân bằng nhằm khuyến khích xuất khẩu, cung cấp tín dụng cho nông dân sản xuất nhỏ, các dự án công nghiệp mà chính phủ muốn trợ cấp, v.v... Do chính phủ có kế hoạch phân bổ tín dụng rất chi tiết và có thể thay đổi từng tuần một, các tổ chức chuyên doanh này đã phân tán bớt gánh nặng hành

chính khổng lồ tiềm tàng cho chính phủ. Các khoản tín dụng của ngân hàng trung ương cũng có thể được chuyển trực tiếp đến bộ tài chính (Hình 4.1) để bù đắp thâm hụt cho chính ngân sách của chính phủ.



Ghi chú: A, B, C, D, v.v... là những tổ chức tín dụng (ngân hàng) chuyên doanh có được nguồn tài chính rẻ từ ngân hàng trung ương. A có thể là quỹ xúc tiến xuất khẩu; B là ngân hàng nông nghiệp; C là ngân hàng cho vay thế chấp trung ương; và D là ngân hàng phát triển công nghiệp.

HÌNH 4-1: Trung gian ngân hàng ở các nước kém phát triển, bán công nghiệp hóa

3. *Trần lãi suất tiền gửi và cho vay:* Ở Colombia, lãi suất cho vay thương mại chuẩn đối với phần danh mục cho vay “tự do” của ngân hàng thường bị giới hạn bởi trần lãi suất chính thức là 14-16%, và có thể lên tới 22% nếu các ngân hàng huy động vốn bằng cách bán chứng chỉ tiền gửi cho các doanh nghiệp và hộ gia đình. Mặt khác, các tổ chức tín dụng chuyên doanh (A, B, C... ở Hình 4.1) được yêu cầu phải cho vay theo các mục đích sử dụng ấn định trước với lãi suất thấp ở mức 2-4%.

Đối với những người giữ tài sản tài chính ngắn hạn, lãi suất danh nghĩa của tiền gửi vãng lai (không kỳ hạn) được giữ ở mức 0%, và của các khoản tiền gửi tiết kiệm nhỏ cũng thấp ở mức 5-8%. Một số doanh nghiệp và gia đình có thể mua chứng chỉ gửi tiền với lãi suất danh nghĩa cao hơn nhiều, nếu họ đáp ứng được yêu cầu về mức tiền gửi tối thiểu rất lớn.

Từ năm 1970 đến 1973, ở Colombia tỷ lệ lạm phát hàng năm tính theo chỉ số giá bán buôn (WPI) là 18%. Do vậy, xét về giá trị vốn của tiền gửi, các gia đình nhận lãi suất danh nghĩa 8% có nghĩa là họ hưởng lãi suất “thực” âm 10%. Những người tiết kiệm duy trì tiền gửi vãng lai hoặc tiền mặt không có lãi sẽ nhận lãi suất “thực” âm -18%. Hơn nữa, những ai người nhận được tín dụng từ các tổ chức chuyên doanh được trợ cấp thì sẽ có được một khoản lợi không đòi mà có. Đó

là do tỷ lệ lạm phát cao hơn mức lãi suất vay danh nghĩa thấp mà họ phải trả.

Trong một hệ thống tài chính bị áp chế và vì thế rất nhỏ bé, mức cung tiền (M3) chỉ bằng 23% tổng sản phẩm quốc dân (GNP) như ở Colombia trong thập niên 70 (Bảng 2.1), sự mở rộng đầy nghịch lý của các tổ chức tín dụng chuyên doanh đáng được nghiên cứu thêm. Chẳng hạn như vào năm 1972, Colombia có tới bảy tổ chức tín dụng chuyên doanh chịu sự kiểm soát trực tiếp của ngân hàng trung ương. Thêm vào đó, nhiều tổ chức tài chính công nghiệp (các công ty tài chính) và đặc biệt là các tổ chức cho vay thế chấp nhà đã được phép vay vốn từ các ngân hàng nhận tiền gửi với lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường. Chile vào cuối những năm 60 cũng có nhiều tổ chức tương tự như vậy, nhưng chính phủ cũng sở hữu một ngân hàng “thương mại” lớn là Bancoddel Estado. Ngân hàng này có đặc quyền chiết khấu không hạn chế với ngân hàng trung ương để tài trợ cho các khoản tín dụng được chỉ định bởi áp lực chính trị cho khu vực nông nghiệp, công nghiệp và nhà đất ở. Tất cả các nước, chẳng hạn như Mỹ với chương trình cho vay tín dụng nông nghiệp, thường phát triển một loại hình thể chế khác biệt đôi chút để phân bổ tín dụng lãi suất thấp cho những đối tượng sử dụng được ưu tiên theo chỉ định của nhà nước.

Bên cạnh việc làm tăng chi phí quản lý, cơ cấu thể chế phức tạp này (trong đó có nhiều tổ chức với đặc quyền chiết khấu với ngân hàng trung ương) có thể làm cho việc kiểm soát cơ sở tiền tệ trở nên gần như không thể thực hiện được. Tuy nhiên, luôn có áp lực ở những nước này đòi hỏi chính phủ phải thành lập thêm những tổ chức như vậy. Trong khi đã có quá nhiều tổ chức tồn tại, vì sao vẫn còn sức ép này?

Do nguồn lực bị chuyển vào ngân hàng trung ương, nên các ngân hàng thương mại không tạo ra được một thị trường vốn thỏa đáng để hướng dòng vốn tới các dự án đầu tư tạo doanh lợi cho xã hội. Luôn luôn có hàng loạt những người vay “đáng được vay” nhưng không được thỏa mãn. Hơn thế nữa, với các ràng buộc về lãi suất, hệ thống này rất cứng nhắc, thể hiện ở chỗ những người mới vào cuộc với các cơ hội đầu tư sản xuất tiềm năng không thể giành giật được vốn từ tay những người đang sử dụng (được trợ cấp). Như vậy, sẽ tiếp tục tạo ra những hố sâu ngăn cách mới trong việc cung cấp tín dụng, từ việc cho thuê thiết bị công nghiệp đến việc cung cấp tín dụng (được trợ cấp). Như vậy, sẽ tiếp tục tạo ra những hố sâu ngăn cách mới trong việc cung cấp tín dụng, từ việc cho thuê thiết bị công nghiệp đến phân phối phân bón. Các cơ quan chính phủ nhạy cảm về chính trị phản ứng bằng cách thiết lập các tổ chức tín dụng chuyên doanh nhằm thỏa mãn những nhu cầu mới này. Thế nhưng, các cơ quan tín dụng mới lại bòn rút còn nhiều nguồn lực hơn từ các ngân hàng thương mại và các tổ chức tiết kiệm bằng cách vay trực tiếp hoặc bằng đặc quyền tái chiết khấu tự động với ngân hàng trung ương (xem Hình 4.1). Do vậy, sự áp chế trong phần còn lại của hệ thống tài chính trở nên trầm trọng hơn và kiểm soát tiền tệ tiếp tục bị suy yếu.

Tuy vậy, khi ta coi hệ thống tài chính hiện hữu bị áp chế là một thực tế không thể thay đổi, thì chi phí xã hội để tạo thêm một tổ chức tín dụng chuyên doanh có thể là hợp lý nếu như việc bù đắp cách biệt tín dụng là quan trọng xét ở tầm kinh tế vi mô. Do không có thị trường vốn được tổ chức công khai cho những người vay “đáng được vay”, chính phủ có thể buộc phải mở ra các dòng tín dụng được thiết kế đặc biệt cho các khách hàng mới. Vậy là, áp chế tài chính lại tạo ra áp chế tài chính.

**TÊ LIỆT KINH TẾ DO TRỢ CẤP TÍN DỤNG TRỰC TIẾP:
NICARAGUA TRONG THẬP NIÊN 80 VÀ ĐẦU 90**

Trợ cấp tín dụng trực tiếp cho các mục đích và đối tượng sử dụng cụ thể, ngoài việc choán mất chỗ của các dự án có suất sinh lợi tiềm năng cao và kích thích sự bành trướng về bộ máy của các tổ chức tín dụng khác nhau, còn mang lại hậu quả kinh tế nào khác?

Sự dụng các trường hợp thái cực đôi khi lại rất bổ ích. Từ năm 1980 đến 1991, tín dụng dành cho nông dân ở Nicaragua chủ yếu là cho hãn do không có cơ chế hữu hiệu yêu cầu thanh toán các khoản nợ ngân hàng trực tiếp hay gián tiếp. Các ngân hàng thương mại được quốc hữu hóa và các công ty thương mại nhà nước được chỉ định mua nông sản và bán các nhập lượng đầu vào cho nông dân. Sau đó, các tổ chức này cung cấp tín dụng cho sản xuất, bảo quản và tiếp thị tất cả các sản phẩm quan trọng, như: cà phê, bông, gia súc, đậu, gạo, v.v... Do lạm phát vẫn tiếp diễn ở mức siêu tốc đã nhanh chóng làm giảm sức mua thực tế của đồng tiền cordoba từng tuần một, các khoản vay cố định bằng đồng cordoba tại một thời điểm (với lãi suất danh nghĩa ở mức vừa phải) tính ra không tốn kém gì tính theo giá trị thực, khi chúng được hoàn trả bằng đồng cordoba danh nghĩa vài ba tháng sau đó. Hơn nữa, ngay cả các khoản vay nợ danh nghĩa trong khu vực nông nghiệp cũng được xóa hãn vào tháng 4 năm 1990. Vào cuối năm 1990, các nỗ lực tiếp theo nhằm tính các khoản cho vay nông nghiệp theo đồng đô-la Mỹ (nhằm loại trừ tác động mất giá liên tục của đồng cordoba) dẫn đến việc xóa nợ hoàn toàn. Không có gì là ngạc nhiên khi tâm lý ỷ lại trong hoạt động cho vay của ngân hàng đã trở nên nghiêm trọng đến nỗi nông dân coi tín dụng như là một khoản chi phúc lợi chứ không phải là một giao dịch thương mại.

Hoạt động hỗ trợ đơn giản bằng chuyển khoản cho nông dân Nicaragua với quy mô lớn (được tài trợ bằng cách liên tục in tiền hay nói cách khác là bằng thuế lạm phát) còn tạo ra nhiều tác động khác nữa. Cầu tín dụng sẽ luôn vượt trội nếu người vay vốn không phải hoàn trả, hoặc nếu lãi suất thực của vốn cho vay là âm. Do vậy, Chính phủ Nicaragua đã phải ban hành các thông tư hướng dẫn tỷ mỷ nhằm thiết lập các tiêu chuẩn để được hưởng tín dụng đối với mỗi hoạt động trồng trọt: diện tích gieo trồng, mua nhập lượng trung gian, dự kiến sản lượng cuối cùng, v.v... Nông dân chỉ có thể nhận được trợ cấp nếu họ đáp ứng các tiêu chuẩn trong thông tư hướng dẫn, trồng đúng loại cây truyền thống và sản xuất bằng đúng những nhập lượng trong và ngoài nước theo mục đích của các khoản tín dụng cụ thể.

Một số loại cây trồng, chẳng hạn như bông, có thể hoàn toàn không có lợi nhuận, nếu như giá đầu ra được so sánh trực tiếp với giá đầu vào (không có trợ cấp). Tuy vậy, nhiều nông dân vẫn quyết định sản xuất bông, bởi vì đó là cách chắc chắn nhất để đủ tiêu chuẩn nhận “món quà tín dụng”. Thêm vào đó, họ có thể sử dụng quá mức các nhập lượng như thuốc trừ sâu và phân hóa học, bởi vì các khoản trợ cấp tín dụng được gắn với việc mua các đầu vào này. Nhiều khu đất nông nghiệp trồng bông ở Nicaragua bị ô nhiễm do lạm dụng thuốc diệt cỏ gắn với trợ cấp tín dụng.

Tuy nhiên, ngoài tình trạng biến dạng về các cây trồng cụ thể, còn có sự tê liệt trong việc chuyển sang những cây trồng mới và phương pháp sản xuất mới. Trước khi gieo trồng, người nông dân không muốn thay đổi loại cây trồng hay phương pháp trồng trọt vì sợ không còn đủ tiêu chuẩn nhận khoản quà tặng tín dụng miễn phí nữa. Một khi chu kỳ gieo trồng bắt đầu thì việc hoạt động trồng trọt hay thu hoạch trên thực tế sẽ bị trở ngại nghiêm trọng nếu như khoản tín dụng không có sẵn như trông đợi. Do vậy, chính phủ chịu áp lực nặng nề phải cung cấp tín dụng cho dù làm như vậy sẽ làm tăng lạm phát. Nhưng các ngân hàng thương mại quốc hữu hóa thường không có cơ sở tiền gửi đủ lớn do lạm phát cao vẫn tiếp diễn. Vì thế, các ngân hàng thương mại này chỉ đơn giản chiết khấu các khoản cho vay nông nghiệp với ngân hàng trung ương Nicaragua. Điều này là

nguyên nhân chính dẫn đến việc phát hành quá nhiều tiền cơ sở. (Bên cạnh mức thâm hụt ngân sách “không chính thức” do trợ cấp tín dụng nông nghiệp thông qua hệ thống ngân hàng, mức thâm hụt chính thức thể hiện trong các tài khoản chính thức của ngân sách nhà nước cũng là nguyên nhân quan trọng làm ngân hàng trung ương mất nguồn lực trong thập niên 80 và đầu 90).

Hệ thống tài chính hiện hành thất bại hoàn toàn trong vai trò thị trường vốn. Các khoản trợ cấp tín dụng quá đáng cho nông nghiệp và một phần cho công nghiệp đã duy trì sự tồn tại của rất nhiều doanh nghiệp và nông trại không có hiệu quả. Thậm chí, sự phát triển của các doanh nghiệp có hiệu quả tiềm năng cũng bị cản trở nghiêm trọng, bởi vì tất cả các nông trại đều đã bóp méo bản chất hoạt động của mình nhằm kiếm được các khoản trợ cấp tín dụng. Hơn nữa, các khoản trợ cấp tín dụng này thực ra là chi ngân sách cho tiêu dùng chứ không phải là tích lũy vốn đầu tư thực. Mặc dù trợ cấp tín dụng mạnh mẽ cho nông nghiệp trong thập kỷ vừa qua, nhưng nền kinh tế Nicaragua không có được một mức đầu tư thực sự, lâu dài nào. Trong đầu những năm 90, hầu hết các nhà quan sát bức tranh kinh tế Nicaragua đều phàn nàn về sự suy giảm giá trị tài sản vốn và sự xuống dốc của cơ sở hạ tầng nông nghiệp ở nước này. Hiện tượng này phù hợp với sự suy giảm mạnh mức GNP thực của Nicaragua trong thập kỷ vừa qua. Xuất khẩu cũng giảm và chỉ còn ít hơn một phần tư mức đã đạt trong thập kỷ 70.¹

NGÂN HÀNG TRUNG ƯƠNG BÙ ĐÁP THÂM HỤT NGÂN SÁCH CHÍNH PHỦ

Yếu tố cuối cùng - nhưng không kém phần quan trọng - góp phần tạo ra áp chế tài chính là tình trạng ngân sách của chính phủ và khả năng vay nợ để bù đắp ngân sách. Khi không dựa được vào các thị trường mở có tổ chức để mua bán các chứng khoán sơ cấp, chính phủ có thể yêu cầu các ngân hàng thương mại và tiết kiệm phải duy trì “dự trữ” bắt buộc ở mức cao đối với tiền gửi để buộc các tổ chức này mua trái phiếu chính phủ với lãi suất thấp để tài trợ thâm hụt ngân sách mà không gây lạm phát (mức “thuế dự trữ” tối ưu để để tối thiểu hóa lạm phát sẽ được thảo luận trong chương 5).

Nếu dự trữ bắt buộc đã ở mức cao và chính phủ ở một nước kém phát triển lại thất bại trong việc đánh thuế để trang trải cho các khoản chi tiêu ngân sách thì chính phủ sẽ phải bán trái phiếu cho ngân hàng trung ương để lấy tiền trực tiếp. Điều này nghĩa là không còn có thể buộc các ngân hàng thương mại hay các tổ chức nhận tiền gửi khác mua trái phiếu chính phủ bằng dự trữ bắt buộc cao được nữa. Lạm phát giá nảy sinh và làm giảm lãi suất thực mà những người gửi tiền (người tiết kiệm) tiềm năng dự tính. Tiết kiệm tài chính tư nhân có được sẽ giảm sút, từ đó làm giảm vốn cho vay, giảm đầu tư sản xuất và có thể giảm các công ăn việc làm.

LẠM PHÁT VÀ DỰ TRỮ BẮT BUỘC ĐỐI VỚI NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI: PHÂN TÍCH CÂN BẰNG CỤC BỘ

Trước khi đi vào phân tích xem làm thế nào để thoát ra khỏi hội chứng áp chế tài chính sau khi đã cải thiện ngân sách, chúng ta trước hết hãy phân tích sự tương tác giữa lạm phát và dự trữ bắt buộc cao và việc xác định lãi suất tương đối của tiền gửi và tiền cho vay ở các ngân hàng thương mại. Giả sử lúc đầu không có những hạn chế ngặt nghèo và lãi suất được tự do điều chỉnh theo cân bằng

¹ Một số lệch lạc khác xảy ra trong nền kinh tế Nicaragua trong những năm 80 cũng góp phần tạo ra tình trạng suy thoái kinh tế này. Nhưng đây không phải là chỗ thích hợp để phân tích đầy đủ về tình trạng kinh tế nan giải hiện nay của Nicaragua, hoặc để phân tích nguyên nhân lịch sử của tình trạng này. Lưu ý thêm rằng chương trình trợ cấp cho trang trại là tình trạng thường xảy ra ở nhiều nước đang phát triển.

cạnh tranh. Giả sử tiếp rằng tỷ lệ lạm phát (thực tế và kỳ vọng) được xác định bởi yếu tố từ bên ngoài. Vậy, việc điều chỉnh lãi suất trong hệ thống ngân hàng thương mại có thể được phân tích trong mô hình cân bằng cục bộ. (Quan hệ nhân quả theo chiều ngược lại - từ lãi suất và tỷ lệ dự trữ bắt buộc tới tỷ lệ lạm phát - sẽ được xem xét ở chương 5). Tôi sẽ chứng minh rằng có mối quan hệ chặt chẽ và đồng biến giữa lãi suất thực của vốn cho vay với tỷ lệ lạm phát danh nghĩa, và có mối quan hệ nghịch biến giữa lạm phát và lãi suất thực đối với tiền gửi.

Gọi π là tỷ lệ lạm phát thực tế hoặc kỳ vọng; tức là $\dot{P}/P$, với P là chỉ số giá tổng hợp thích hợp (chẳng hạn như chỉ số giá bán buôn, như đã thảo luận trong Chương 3). Đây là tỷ lệ lạm phát mà người gửi tiền và người vay tiền sử dụng để xác định suất sinh lợi thực của họ. Gọi i_d là lãi suất tiền gửi danh nghĩa trung bình mà hệ thống ngân hàng áp dụng đối với tất cả các loại tiền gửi (kể cả các tài khoản séc) với mọi kỳ hạn. Tương tự, i_l là lãi suất cho vay danh nghĩa mà tất cả các nhóm người vay vốn phải trả. Khi đó, lãi suất tiền gửi danh nghĩa r_d và lãi suất cho vay thực r_l là:

$$(4.1) \quad r_d = i_d - \pi \text{ và } r_l = i_l - \pi$$

Hãy xem xét các hậu quả của tỷ lệ dự trữ bắt buộc đồng nhất ở mức cao áp dụng cho tất cả các khoản tiền gửi. Quy định dự trữ này lấy đi một phần vốn cho vay khỏi thị trường cho vay thương mại. Một tỷ lệ dự trữ bắt buộc (trung bình) k , với $0 < k < 1$, được áp dụng cho tất cả các khoản tiền gửi D . Khi đó, dư nợ cho vay L chỉ bằng $(1 - k)$ cơ sở tiền gửi:

$$(4.2) \quad L = (1 - k)D$$

Giả sử dự trữ bắt buộc này không trả lãi cho nên tỷ phần k của tài sản ngân hàng thương mại không sinh lợi. Mặc dù không có trần lãi suất chính thức hay các hạn chế cho vay lãi suất cao khác, nhưng dự trữ bắt buộc đã khiến các ngân hàng thương mại phải giảm đáng kể lãi suất tiền gửi và tăng lãi suất cho vay. Điều này làm giảm lượng vốn cho vay. Có lẽ ta sẽ ngạc nhiên khi thấy rằng sự suy giảm vốn cho vay phụ thuộc nhiều vào tỷ lệ lạm phát, ngay cả khi lãi suất danh nghĩa có thể được tự do điều chỉnh theo lạm phát!

Để tập trung xem xét điều này, giả định thêm rằng các ngân hàng nhận tiền gửi hoạt động với lợi nhuận bằng không: toàn bộ lợi nhuận hiện hành từ lãi cho vay được dùng để chi trả cho người gửi tiền.² Điều kiện lợi nhuận bằng không này được phản ánh trong phương trình (4.3), trong đó lãi suất danh nghĩa trả cho người gửi tiền vừa đúng bằng $(1 - k)$ khoản lãi nhận được từ người vay tính trên mỗi đô-la (peso) cho vay ra:

$$(4.3) \quad i_l = \frac{i_d}{1 - k}$$

Để viết lại điều kiện thuận lợi bằng không theo lãi suất thực, ta trừ hai vế phương trình (4.3) cho π và thay i_d bằng $(r_d + \pi)$ ta được:

$$(4.4) \quad r_l = \frac{r_d}{1 - k} + \frac{\pi k}{1 - k}$$

Phương trình (4.4) cho thấy mức chênh lệch giữa lãi suất cho vay thực và lãi suất tiền gửi thực là một hàm số tăng dần của k , π và r_d . Đặc biệt là, với một mức lãi suất tiền gửi thực r_d và một tỷ lệ

² Các giả định rằng ngân hàng thương mại hoạt động hòa vốn và các khoản cho vay không lớn hơn cơ sở tiền gửi trừ đi dự trữ bắt buộc là hạn chế hơn nhiều so với các điều kiện hoạt động của các ngân hàng Nicaragua, như phân tích ở trên. Ở Nicaragua, các ngân hàng thương mại quốc hữu hóa không bị hạn chế bởi cơ sở tiền gửi (ở những trường hợp khác thì điều này khó mà tồn tại vì có lạm phát phi mã); thay vào đó, các ngân hàng thương mại đơn thuần chiết khấu tất cả các khoản cho vay nông nghiệp với ngân hàng trung ương.

dự trữ bắt buộc k cho trước, biểu thức thứ hai ở vế phải chương trình (4.4) cho thấy rằng lãi suất cho vay thực phải tăng lên theo tỷ lệ lạm phát.

BẢNG 4-1: Lãi suất với tỷ lệ dự trữ bắt buộc 50% áp dụng cho ngân hàng thương mại

Tiền gửi		Tiền cho vay	
i_d	r_d	i_l	r_l
Lạm phát kỳ vọng 10%			
+0	-10	+10	0
+10	0	+20	+10
+15	+5	+30	+20
+20	+10	+40	+30
Lạm phát kỳ vọng 20%			
0	-20	0	-20
+5	-15	+10	-10
+10	-10	+20	0
+15	-5	+30	+10
+20	0	+40	+20
+25	+5	+50	+30

Ghi chú: Các con số i_d và i_l là lãi suất danh nghĩa và r_d và r_l là lãi suất thực, được tính bằng cách lấy lãi suất danh nghĩa tương ứng trừ đi tỷ lệ lạm phát dự kiến. Các tính toán dựa trên giả định rằng các Ngân hàng có lợi nhuận bằng 0.

Trình bày theo một cách khác, nếu lãi suất danh nghĩa của tiền gửi luôn luôn được nâng lên để phản ánh π , thì mức chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và cho vay sẽ tăng cùng với π . Khi lạm phát gia tăng, các ngân hàng buộc phải trả một lãi suất danh nghĩa cao hơn cho tiền gửi nhằm duy trì cơ sở tiền gửi thực. Tuy nhiên, do dự trữ bắt buộc không có lãi, nên lãi suất cho vay phải tăng lên thậm chí còn nhiều hơn để các ngân hàng tiếp tục hòa vốn. Vậy, khi các lãi suất danh nghĩa được tự do điều chỉnh thì lạm phát làm tăng khoảng chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay. Để thấy rõ tác động tạo ra khoảng chênh lệch này về mặt đại số, ta trừ hai vế của phương trình (4.4) cho lãi suất tiền gửi thực:

$$(4.5) \quad r_l - r_d = \frac{r_d k}{1-k} + \frac{\pi k}{1-k} = i_l - i_d$$

Đối với mỗi mức lãi suất r_d cho trước, chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và cho vay tăng theo k và π . Đây là tác động bội. Tỷ lệ dự trữ bắt buộc k càng cao thì tác động của lạm phát làm tăng chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và cho vay càng lớn.

Mối quan hệ cơ bản giữa dự trữ bắt buộc, lãi suất danh nghĩa, lãi suất thực và tỷ lệ lạm phát được minh họa trong Bảng 4.1. Giả sử $k = 0,5$ và $\pi = 0,10$ (10%/năm). Nếu lãi suất tiền gửi thực là 5%, thì lãi suất cho vay thực phải bằng 20%. Tuy nhiên, khi lạm phát tăng lên 20%, thì lãi suất cho vay thực phải tăng lên 30% nếu ngân hàng muốn duy trì lãi suất tiền gửi thực ở mức 5% và hoạt động hòa vốn.

Ý nghĩa của ví dụ này khá rõ ràng. Gánh nặng của một tỷ lệ dự trữ bắt buộc k cho trước đối với vốn cho vay phụ thuộc trực tiếp vào tỷ lệ lạm phát, ngay cả khi không tồn tại các ràng buộc nào về lãi suất. Nếu k lớn và lạm phát cao, thì khoảng cách giữa lãi suất tiền gửi và lãi suất cho vay phải rất lớn. Điều này phản ánh mức thu nhập từ phát hành tiền (seigniorage) cao hơn được khai thác từ hệ thống ngân hàng. Khoản dự trữ bắt buộc cao không được tính lãi của các ngân hàng thương mại chính là cơ sở để đánh thuế lạm phát, và hệ thống trung gian do các ngân hàng thương mại tạo ra ở các nước kém phát triển rất nhạy cảm với tỷ lệ lạm phát mà chính phủ lựa chọn.

Một ví dụ khá đặc biệt về điểm này là trường hợp Chile tự do hóa hệ thống ngân hàng của mình vào giữa thập niên 70, như được trình bày trong Bảng 3.5 và thảo luận ở Chương 3 cũng như trong McKinnon (1977). Vào năm 1976, các hạn chế về lãi suất tiền gửi có kỳ hạn và lãi suất cho vay được xóa bỏ hoàn toàn, nhưng tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao vẫn được duy trì đối với các ngân hàng tiền gửi và các công ty tài chính. Lạm phát tiếp tục nằm ngoài tầm kiểm soát với tỷ lệ trên 100%/năm. Mặc dù hệ thống ngân hàng tương đối có tính cạnh tranh, nhưng chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và cho vay thực bằng đồng peso lên tới 4%/tháng gần như trong cả năm 1976. Do lãi suất tiền gửi thực xấp xỉ 1%/tháng, nên lãi suất cho vay thực của ngân hàng đạt mức 60-70%/năm - một mức lãi suất cao đến nỗi làm cho tất cả các chuyên gia quan sát rất ngạc nhiên! Khỏi phải nói, vốn cho vay các dự án *đầu tư sản xuất* thực tế trong thời kỳ này chỉ là nhỏ giọt; và vấn đề lựa chọn bất lợi do lãi suất cao làm tăng tỷ lệ những đối tượng vay nợ không có mức tín nhiệm tốt, như đã thảo luận ở Chương 3.

Sau cùng, chúng ta nên nói đôi lời về các tác động biến dạng khác. Đó là trần lãi suất trực tiếp hoặc các hạn chế cho vay lãi suất cao đối với tiền gửi và tiền cho vay, và tương tác giữa chúng với tỷ lệ dự trữ bắt buộc khi có lạm phát. Ta chỉ cần một ví dụ minh họa là đủ.

Giả sử rằng tỷ lệ dự trữ bắt buộc là 50% trong khi lạm phát là 10% và không có trần lãi suất chính thức. Lãi suất tiền gửi thực là 5% (lãi suất tiền gửi danh nghĩa 15%) và lãi suất cho vay thực là 20%, như ở dòng thứ 3 trong Bảng 4.1. Bây giờ quy định trần lãi suất danh nghĩa đối với tiền gửi ở mức 10%. Lãi suất tiền gửi thực sẽ giảm xuống bằng không. Với các ngân hàng được điều tiết để đủ hòa vốn, dòng thứ hai trong Bảng 4.1 chỉ ra rằng lãi suất cho vay thực giảm xuống còn 10%. Vậy, chênh lệch lãi suất giảm xuống 10%. Thế nhưng, chi phí cơ hội của việc sử dụng trần lãi suất như vậy để hạn chế chênh lệch lãi suất và hạn chế lãi suất cho vay thực trong khi duy trì tỷ lệ dự trữ bắt buộc cao khiến cho lãi suất tiền gửi thực xuống thấp hơn mức cân bằng thị trường và tạo ra tình trạng thiếu vốn cho vay: cầu vốn vay vượt trội. Khi đó, quy mô thực của hệ thống ngân hàng bị thu hẹp.

Giả sử bây giờ chúng ta cho phép các ngân hàng có lợi nhuận dương và được duy trì dự trữ để đề phòng không thu hồi được vốn cho vay. Điều này sẽ cộng thêm 3% hay nhiều hơn vào khoảng chênh lệch giữa lãi suất tiền gửi và cho vay. Khi đó, lãi suất tiền gửi thực có thể được duy trì trong khoảng 5-9% và lãi suất cho vay thực trong khoảng 10-14% (gồm cả cân đối bù trừ). Đây là các mức lãi suất đề xuất trong Chương 3 nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng tài chính cao mà không tạo ra vấn đề lựa chọn bất lợi quá đáng, trong điều kiện tỷ lệ dự trữ bắt buộc (không được tính lãi) lần lạm phát được giảm xuống mức rất khiêm tốn.

TÌNH THẾ TIỀN THOÁI LƯƠNG NAN TRONG CHÍNH SÁCH TÀI CHÍNH Ở NỀN KINH TẾ ĐANG TỰ DO HÓA

Chính phủ ở các nước kém phát triển, bán công nghiệp hóa phải đối mặt với một lựa chọn nan giải giữa chính sách 'tốt nhất' và chính sách 'tốt nhì' trong quá trình loại trừ áp chế tài chính và thúc đẩy sự gia tăng nhanh chóng của vốn vay. Nếu tình trạng áp chế tài chính (gồm cả lạm phát cao và hay biến động) không thể tránh khỏi, thì giải pháp áp dụng là các chính sách kinh tế vĩ mô tốt nhì, như đã được ám chỉ trong phân tích trên. Các tổ chức tín dụng mới với các đặc quyền chiết khấu có thể là cần thiết nhằm lấp khoảng trống tín dụng mà hệ thống ngân hàng chính thống không đáp ứng được. Chính phủ có thể phải đàm phán một cách độc lập với các nhà đầu tư tư nhân hay các công ty nước ngoài để thúc đẩy các dự án đầu tư mới. Chính phủ cũng không nên quá khắt khe mà nên chấp nhận một thị trường tín dụng theo kiểu chợ đen nằm ngoài hệ thống luật pháp

chính thức. Các cơ quan kế hoạch có thể thực hiện một loạt các quyết định mang tính tình thế để chuyển vốn từ hệ thống tài chính bị tắc nghẽn sang doanh nghiệp này hay doanh nghiệp kia. Và cách làm đó có thể tạo ra cơ hội cải thiện sự phân bổ nguồn lực, nếu các quyết định được xem xét từng cái một. Thế nhưng, những người gửi tiết kiệm vào ngân hàng sẽ phải nhận lãi suất thực thấp hoặc âm.

Tuy nhiên chính sách tốt nhất phải nhằm vào ổn định giá và loại trừ “thuế” dự trữ đánh vào ngân hàng thương mại. Trong trình tự tự do hóa kinh tế, điều này tất nhiên chỉ thực hiện được khi trước đó có một sự cải thiện mạnh trong chính sách ngân sách, bao gồm cả việc loại bỏ tất cả các khoản trợ cấp tín dụng. Các ngân hàng sẽ vẫn được điều tiết để đảm bảo an toàn - với các khoản dự trữ thận trọng ở mức vừa phải (bằng 5% số tiền gửi) và cẩn thận giám sát danh mục cho vay. Tuy nhiên, khi thị trường vốn trong nước chưa hoàn thiện và các tiêu chuẩn tín dụng không được chắc chắn giữa những người đi vay tiềm năng của ngân hàng, thì chính phủ vẫn có thể áp đặt lãi suất chuẩn ở mức 8-9% đối với tiền gửi trung hạn và 10-14% đối với vốn cho vay, như Đài Loan đã thực hiện. Tỷ lệ M3/GNP sẽ tăng lên vì người gửi tiền - chứ không phải Chính phủ - nhận được lãi suất cao từ các khoản cho vay của Ngân hàng. Dòng tín dụng thực chảy qua hệ thống ngân hàng sẽ tăng lên cùng với đà tăng trưởng của nền kinh tế theo phác họa ở Bảng 2.2.

Tuy nhiên ở tầm kinh tế vi mô hay ở cấp độ các tổ chức kinh tế, thì sự thành công của chính sách tối ưu này đòi hỏi chính phủ phải thực hiện một loạt các chính sách đi *ngược lại* so với chiến lược tốt nhì. Thay vì lập ra nhiều các tổ chức tín dụng và ngân hàng mới, các cơ quan chức năng phải sẵn sàng xóa bỏ hàng trăm hình thức can thiệp, thời không điều chỉnh lãi suất, loại trừ các phương tiện tín dụng đặc biệt hay phân phối ngoại tệ. Tức là những can thiệp làm biến dạng sự phân bổ nguồn lực đầu tư ở cấp vi mô của nền kinh tế phải được vô hiệu hóa. Các cơ chế và bộ máy cũ của chính phủ nhằm phân bổ tín dụng hay ngoại tệ cho khu vực công nghiệp hay nông nghiệp cần phải được loại bỏ. Đặc biệt, các bộ trưởng trong chính phủ phải từ bỏ chiếc ghế của mình tại hội đồng tiền tệ ở ngân hàng trung ương. Chính sách chiết khấu và chính sách ngoại hối cùng với các hoạt động thị trường mở đang phát triển phải được trao cho một hội đồng tiền tệ với tính độc lập tương đối cao. Nhiệm vụ của hội đồng là ổn định giá nội địa, đồng thời duy trì “sự trung lập” đối với các dòng tín dụng thông thường ở thị trường vốn trong nước. Tất nhiên, ngân hàng trung ương vừa được cấu trúc lại này sẽ tiếp tục đóng vai trò là người cho vay cứu cánh cuối cùng để tránh sự hoảng loạn tài chính trên quy mô toàn hệ thống.

Một yếu tố quan trọng để cải cách thành công là các ngân hàng thương mại và các tổ chức có liên quan - với dự trữ bắt buộc vừa được cắt giảm - phải tích cực trong công tác cho vay. Các khoản cho vay với lãi suất cao phải được đa dạng hóa trong các ngành công nghiệp và nông nghiệp, nơi không còn có các dòng tín dụng đặc biệt và các khoản trợ cấp lãi suất. Thế nhưng, các ngân hàng nhận tiền gửi lại ít có kinh nghiệm trong việc tìm kiếm những người vay vốn có thể trả lãi suất thực cao, phản ánh đúng hiệu quả xã hội cao của các dự án đầu tư mà mình thực hiện. Quả thực, toàn bộ quá trình tìm kiếm các doanh nghiệp nhỏ có đầu óc đổi trong các ngành công nghiệp và nông nghiệp bên ngoài khu vực thành thị có thể rất xa lạ đối với kinh nghiệm trước đây của hệ thống ngân hàng - nhất là ở các nền kinh tế xã hội chủ nghĩa, như sẽ được phân tích ở Chương 11 và 12. Khi đó, khu vực sản xuất - kinh doanh nên dựa hơn vào các nguồn tài chính phi ngân hàng và vốn tự có trong các bước đi ban đầu của quá trình chuyển đổi sang một thị trường vốn mở (Chương 11).

Trong quá trình chuyển sang một hệ thống ngân hàng mang tính cạnh tranh cao hơn, một trục trặc ngắn hạn khác có thể xuất hiện. Khi lãi suất tiền gửi và cho vay tăng lên và các ngân hàng thương mại *mới*, không bị vướng víu bởi nợ cũ được phép tiến hành kinh doanh, thì các ngân hàng

thương mại cũ có thể phải đối mặt với nguy cơ phá sản. Các khoản cho vay “cũ” có mức lãi suất bị áp chế giả tạo trong hệ thống trước đây (Mathieson 1979), và kỳ hạn các khoản cho vay nhìn chung là dài hơn so với kỳ hạn tiền gửi. Những ngân hàng mới ra đời sẽ có một lợi thế cạnh tranh không phản ánh đúng thực lực do không có gánh nặng của các khoản cho vay cũ theo lãi suất thấp. Tuy nhiên, cơ quan quản lý tiền tệ trong một hệ thống đang được tự do hóa có thể thực hiện các biện pháp để bù đắp cho các ngân hàng thương mại cũ: các khoản nợ chưa đến hạn được Nhà nước gánh chịu hay được dùng thay cho dự trữ bắt buộc (đang giảm dần) của ngân hàng. Về thực chất, các ngân hàng thương mại “cũ” có thể phải được tái cơ cấu vốn toàn bộ. Do vậy, trong những bước đầu của tự do hóa, việc cấp giấy phép để hàng loạt các ngân hàng trong và ngoài nước gia nhập thị trường vốn vừa mở ra có thể là một sai lầm.

Những người vay nợ quy mô nhỏ thường gặp nhiều khó khăn khi nộp hồ sơ tín dụng. Lãi suất thực cần phải vào khoảng 18-24%, hoặc thậm chí còn cao hơn, để cho các ngân hàng có thể trang trải các chi phí hành chính của mình và vẫn trả cho những người gửi tiền một khoản lãi đủ sức hấp dẫn, phản ánh được chi phí cơ hội về nguồn vốn khan hiếm trong nền kinh tế (Donald 1976,32). Thật ra, các ngân hàng thương mại có thể không phải là các tổ chức hữu hiệu để cung cấp các khoản cho vay quy mô nhỏ. Thị trường tín dụng phi chính thức bao gồm hợp tác xã tín dụng nông thôn, tín dụng thương mại thông thường và những khoản cho vay tư nhân truyền thống vẫn duy trì tầm quan trọng của mình trong nhiều năm (như trong ví dụ về Đài Loan ở Chương 3). Tuy nhiên, do các ngân hàng thương mại cung cấp cơ hội gửi tiền có tính thanh khoản cao và lãi suất hấp dẫn cho nông dân và doanh nghiệp nhỏ ở thành thị, bao gồm cả các hộ gia đình, nên những hoạt động đầu tư bằng vốn tự có của họ có thể hiệu quả hơn ngay từ đầu quá trình tự do hóa.