

# COVID-19 VÀ TIỀN TỆ HÓA THÂM HỤT NGÂN SÁCH

Châu Văn Thành<sup>1</sup>

Ở nhiều quốc gia, chính phủ đang xoay sở ứng phó trước kết cục kinh tế tệ hại do đại dịch COVID-19 gây ra thông qua các chương trình hỗ trợ tài khóa khổng lồ. Thâm hụt ngân sách và nợ công tăng cao là điều không thể tránh khỏi. Trong khi đó, các ngân hàng trung ương cũng đang thực hiện song hành bằng cách mua một lượng lớn chứng khoán chính phủ, và thậm chí mua cả chứng khoán khu vực tư nhân như ở Hoa Kỳ. Nhiều lập luận cho rằng đây là biểu hiện của *thâm hụt ngân sách được tài trợ bằng tiền* hay còn gọi là *tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách*. Từ đó, suy luận ra thành nhiều kết luận về các tác động chính sách kéo theo. Để hiểu được vấn đề kinh tế vĩ mô phức tạp này, chúng ta hãy bắt đầu bằng cách làm rõ các khái niệm và cơ chế vận hành của tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách là gì và hành động chính sách này diễn ra như thế nào.

## **Thâm hụt ngân sách chính phủ và hệ quả**

Thâm hụt ngân sách khi chi tiêu của chính phủ lớn hơn thu nhập và là một trong những chỉ báo về sức khỏe tài khóa của một quốc gia. Thâm hụt tích lũy theo thời gian sẽ làm gia tăng gánh nặng nợ quốc gia. Kinh tế học vĩ mô truyền thống cho rằng các nhà kinh tế học quan tâm đến thâm hụt ngân sách bởi vì nó có thể làm tăng lãi suất và “lấn át” đầu tư tư nhân (còn được biết đến với tên gọi “crowding out effect”).

Bên cạnh đó, thực tế cho thấy thâm hụt ngân sách chính phủ lớn và kéo dài là nguyên nhân cội rễ của lạm phát cao ở nhiều quốc gia. Thâm hụt ngân sách lớn tạo sức ép cả kinh tế và chính trị để ngân hàng trung ương tiền tệ hóa một phần số nợ này, đó là việc tạo ra nhiều tiền hơn mức cầu tiền cần thiết đáp ứng cho tăng trưởng thực. Tăng trưởng tiền cao hơn có thể chuyển thành lạm phát cao hơn trong tương lai.

Các quan tâm này có thực sự xảy ra không? *Thâm hụt ngân sách lớn có nhất thiết kéo theo tăng trưởng tiền cao hơn và tạo ra lạm phát hay không?* Trước tiên, chúng ta cần định nghĩa *tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách* có nghĩa là gì? Cơ chế ngân hàng trung ương *tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách* hay *tiền tệ hóa nợ chính phủ* diễn ra như thế nào về lý thuyết và thực tiễn?

---

<sup>1</sup> Giảng viên Khoa Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế TP. HCM, email: [thanhcv@ueh.edu.vn](mailto:thanhcv@ueh.edu.vn). Bài viết ngày 22/05/2020.

## Tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách có nghĩa là gì?

Ngân hàng trung ương với vai trò vận hành chính sách tiền tệ thông qua nhiều công cụ chính sách; trong đó có việc tham gia mua và bán trái phiếu chính phủ và các chứng khoán khác trên thị trường mở nhằm bảo đảm nền kinh tế có đủ thanh khoản và đạt được các mục tiêu chính sách đặt ra hướng đến bình ổn kinh tế vĩ mô. *Vấn đề cần nhớ là khi ngân hàng trung ương mua trái phiếu chính phủ, không có nghĩa là cơ quan này đang tiền tệ hóa các khoản nợ chính phủ phát hành.* Hơn nữa, khi nói đến việc ngân hàng tạo ra tiền (*create money*), chúng ta cần phân biệt rõ với việc in tiền xu hay tiền giấy. Thực chất, các ngân hàng không in tiền mà góp phần tạo tiền theo nghĩa thay đổi khối tiền hay cung tiền (*money stock, money supply*, ký hiệu là M trong các giáo trình kinh tế học). Ngân hàng trung ương kiểm soát khối tiền hay cung tiền (M) thông qua các công cụ cơ bản, như tỷ lệ dự trữ bắt buộc, lãi suất chiết khấu và nghiệp vụ thị trường mở (OMO). Nhớ rằng, khái niệm khối tiền (M) hoàn toàn khác với số lượng của một dạng tiền tệ (*currency*) mà một quốc gia phát hành.

*Tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách* (The monetization of fiscal deficits) nghĩa là khi chi tiêu ngân sách vượt doanh thu, khoản chi tiêu vượt này được tài trợ bằng tiền thay vì khoản nợ này phải được hoàn trả trong tương lai. Đây là một dạng tài trợ phi nợ (*non-debt financing*) hay tài trợ cho phần thiếu hụt của chi tiêu mà không làm gia tăng nợ. Về nguyên tắc, việc tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách có thể được thực hiện thông qua một trong hai cách sau đây:

Cách thứ nhất – trực tiếp: *chính phủ in tiền và tài trợ cho chi tiêu của mình.* Trong thực tế, cách làm này xảy ra khi thâm hụt ngân sách được tài trợ bằng số tiền mới (*newly created money*) do ngân hàng trung ương tạo ra, số tiền này được chuyển cho kho bạc nhà nước và chính phủ không có nghĩa vụ hoàn trả trong tương lai. Khoản nợ này rõ ràng là có nguồn gốc nếu như kho bạc vay tiền từ ngân hàng trung ương; nhưng khoản này thực chất chính là việc tiền tệ hóa và là để hỗ trợ tạm thời cho nhu cầu tiền mặt của kho bạc.

Cách thứ hai – gián tiếp: *thâm hụt ngân sách được tiền tệ hóa khi chính phủ phát hành trái phiếu trên thị trường thứ cấp (primary market) và ngân hàng trung ương mua một lượng trái phiếu chính phủ tương đương từ thị trường thứ cấp (secondary market).* Tuy nhiên, để có tác động tương tự như cách thứ nhất, ngân hàng trung ương phải cam kết các hành động sau: (1)

nắm giữ trái phiếu đã mua vĩnh viễn, (2) gia hạn thời gian đáo hạn tất cả trái phiếu đã mua khi chúng đến hạn, và (3) hoàn lại cho chính phủ các lợi ích thu được từ trái phiếu đã mua<sup>2</sup>.

Nếu những cam kết trong cách thứ hai không được tuân thủ đúng thì tiền tệ hóa sẽ mất hiệu lực. Phương cách thứ hai sẽ không còn tương đương cách thứ nhất và sẽ không còn được xem như “tiền tệ hóa” nữa.

Ở cách thứ nhất, khoản chi tiêu vượt thu nhập của chính phủ (hay thâm hụt ngân sách) được tiền tệ hóa ngay tức thì, trực tiếp, và nếu kéo dài sẽ không tạo ra nợ mới, đồng thời các ràng buộc ngân sách chính phủ duy trì không thay đổi. Ở cách thứ hai, tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách có tính gián tiếp: thông qua phối hợp hành động và ba cam kết của ngân hàng trung ương, khoản nợ được mua thì được đưa ra khỏi danh mục các nghĩa vụ nợ tương lai của chính phủ. Cách làm này giải tỏa được ràng buộc ngân sách chính phủ và cho phép chính phủ tài trợ mức thâm hụt tương đương bằng việc phát hành nợ mới và không làm thay đổi tình trạng tổng nợ của mình.

Về nguyên tắc, khoản nợ được tiền tệ hóa có thể được xóa trong thực tế và được chuyển ra khỏi danh mục nghĩa vụ tài chính của chính phủ trong tương lai khi các cam kết của ngân hàng trung ương có hiệu lực, ngân hàng trung ương sẽ không bao giờ giao dịch các khoản nợ được tiền tệ hóa hay các hình thức giá trị khác vào bất kỳ thời điểm nào trong tương lai. Theo cách này thì khoản nợ được tiền tệ hóa duy trì như một *tài sản ảo* (*fictitious asset*) trong bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương và tương ứng đó là một khoản *nợ ảo* (*fictitious liability*) trong ngân sách tài khóa khi mà chính phủ không còn phải chịu bất kỳ nghĩa vụ phải trả nợ thực tế trong tương lai.

Do vậy, nếu tiền tệ hóa được triển khai một cách phù hợp theo các phương cách thảo luận trên sẽ giải tỏa ràng buộc ngân sách chính phủ một cách lâu dài, vì thế nó bảo tồn không gian tài khóa của chính phủ hay cung cấp cho chính phủ không gian tài khóa lớn hơn, nhất là khi khu vực công đang thực sự chịu gánh nặng nợ quá lớn. *Vấn đề là ngày nay rất nhiều quốc gia không còn thực hiện hai phương cách thuần túy này nữa.*

---

<sup>2</sup> Adair Turner (2013), *Debt, Money, and Mephistopheles: How Do We Get Out of This Mess?*, Group of Thirty, Occasional Paper No. 87, Washington, D.C, May.

## Cơ chế kinh tế học của tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách

Như chúng ta đã biết, thâm hụt ngân sách khi chính phủ chi tiêu nhiều hơn thu nhập. Để có được nguồn cần thiết nhằm trang trải cho thâm hụt này, *bộ tài chính phải đi vay* – có nghĩa là bán ra trái phiếu. Do vậy, thâm hụt làm gia tăng nợ hiện hành của chính phủ. *Ngân hàng trung ương mua trái phiếu chính phủ* – qua nghiệp vụ *mua* trên thị trường mở (nhớ rằng ngân hàng trung ương có thể tạo ra dự trữ mới từ việc mua bất kỳ tài sản nào từ công chúng, chứ không chỉ là mua trái phiếu chính phủ, nhưng thực tế thì mua trái phiếu chính phủ là phổ biến); hoặc là bằng cách mua trực tiếp từ kho bạc chính phủ (cách thứ nhất) hay mua từ thị trường tài chính tư nhân (cách thứ hai).

Dù là qua kênh nào, thì nghiệp vụ mua trên thị trường mở đều tạo ra lượng *tiền* (currency) và *dự trữ ngân hàng* (bank reserves, thuật ngữ này hàm ý nói đến các khoản tiền gửi (deposits) của các ngân hàng tại ngân hàng trung ương) *tăng thêm*. Tiền tăng thêm và dự trữ tăng thêm này ngay tức thì sẽ làm tăng *cơ sở tiền* (monetary base)<sup>3</sup> và cung cấp nhiều thanh khoản hơn cho hệ thống ngân hàng. Thanh khoản mới này bổ sung vào khả năng cho vay ra của các ngân hàng thông qua một tiến trình phức tạp của tác động *số nhân tiền* (money multiplier) và kết thúc bằng sự gia tăng *cung tiền* (money supply) của nền kinh tế, thể hiện qua khối tiền  $M_1$  và các số đo *tổng cung tiền khác* (monetary aggregates)<sup>4</sup>.

Ở các quốc gia mà hệ thống tài chính kém phát triển, mối quan hệ giữa thâm hụt ngân sách (budget deficits) và tạo tiền (money creation) có tính trực tiếp. Vì thị trường tài chính không thể hấp thu đầy đủ các khoản gia tăng nợ chính phủ liên tục tiếp diễn, ngân hàng trung ương buộc phải mua nhiều hơn các khoản nợ này. Trong bối cảnh như vậy, thâm hụt ngân sách chính phủ tự động tạo ra kết quả gia tăng cơ sở tiền và kéo theo tăng cung tiền (thực tế thì các quốc gia này có thể hạn chế tác động thâm hụt của họ lên cung tiền nội địa bằng cách đi vay bên ngoài).

Đối với các quốc gia công nghiệp và thị trường tài chính phát triển, cách thức diễn ra hoàn toàn khác. Các khoản nợ mới của chính phủ được bán đến khu vực tư nhân thay vì đến ngân hàng trung ương. Ngân hàng trung ương có thể mua một ít khoản nợ này như là một phần trong chính sách tiền tệ của mình, nhưng ngân hàng trung ương không có nghĩa vụ phải làm

---

<sup>3</sup> Cơ sở tiền (monetary base) bao gồm tiền trong lưu thông (currency in circulation) hay tiền trong tay của công chúng cộng với các khoản dự trữ ngân hàng (bank reserves).

<sup>4</sup>  $M_1$  bao gồm tiền trong lưu thông (currency in circulation) hay tiền trong tay công chúng và tiền gửi có thể viết séc hay tiền gửi thanh toán (demand deposits, checkable deposits)

điều đó. Thực tế ở một số các quốc gia, bao gồm cả Hoa Kỳ, *việc ngân hàng trung ương mua trực tiếp nợ từ chính phủ là phi pháp*, ngoại trừ trong những trường hợp khẩn cấp.

Tóm lại, ở những quốc gia mà hệ thống tài chính phát triển tốt thì không có mối quan hệ trực tiếp giữa thâm hụt ngân sách (budget deficits) với việc tạo tiền mới (new money creation). Vì vậy, nếu có sự liên hệ thì đó là quan hệ gián tiếp. Trong trường hợp thâm hụt ngân sách bền bỉ và kéo dài có thể tạo ra cơ sở tiền và tăng trưởng cung tiền chỉ khi nào thâm hụt này tạo áp lực về kinh tế và chính trị khiến ngân hàng trung ương phải thay đổi chính sách tiền tệ và quyết định tạo ra nhiều tiền hơn so với mức thông thường là lẽ ra họ đang thực hiện.

### **Một định nghĩa khác về tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách**

*Tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách* còn được mô tả như một ngữ nghĩa tương đương đó là *tiền tệ hóa nợ* (monetize the debt). Chúng ta nói ngân hàng trung ương tiền tệ hóa nợ khi mà ngân hàng trung ương đáp lại sự gia tăng mức nợ (more debt) bằng việc tạo tiền nhiều hơn (creating more money). Cụ thể hơn, sẽ có một *định nghĩa hữu ích cho tiền tệ hóa (monetization)* đó là *để đáp lại tăng trưởng nợ cao, các cơ quan chức trách tạo tiền (create money) với mức lớn hơn mức tăng trưởng hàng hóa và dịch vụ, hay sản lượng thực*. Nói cách khác, *tiền tệ hóa là mối quan hệ giữa tốc độ tăng trưởng của nợ (debt) và tốc độ tăng trưởng của tiền (money), sau khi trừ cả hai cho tốc độ tăng sản lượng thực*.

Theo định nghĩa này, nợ của chính phủ được tiền tệ hóa nếu tốc độ tăng của tiền đi theo mô thức tăng của nợ. Chính khái niệm này sẽ giúp làm rõ hơn mối quan hệ tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách kéo theo lạm phát hay không. Khái niệm tiền tệ hóa này cũng khác một chút và phức tạp hơn so với những gì thường được đề cập đến trong báo chí phổ thông (nhưng giống nhau về bản chất) – đó là, *tiền tệ hóa thâm hụt có nghĩa là các cơ quan chức trách tiền tệ mua hết khoản nợ phát hành (issued debt) để tài trợ cho một khoản thâm hụt (a deficit) bằng cách phát hành ra một lượng dự trữ (reserves) tương đương*.

### **COVID-19 và phản ứng chính sách của các chính phủ**

Phản ứng trước đại dịch Covid-19, từ tháng 3/2020, chính phủ Hoa Kỳ đã công bố khoản chi tiêu tăng thêm lên đến 14% GDP. Ở Nhật, con số này vượt 21% so với khoảng 10% của Úc và khoảng 8,4% ở Canada. Ở châu Âu, vì thiếu sự đồng thuận chung nên đã dẫn đến sự khác biệt lớn trong gói chi tiêu giữa các quốc gia thành viên, từ khoảng 1,4% của Ý, 1,6% của Tây Ban Nha đến 9% ở Áo, riêng Đức và Pháp ở mức lần lượt là 4,9% và 5%. Đến cuối tháng

4/2020, chi tiêu công tăng thêm ở các nền kinh tế mới nổi trung bình vào khoảng 3% GDP, so với khoảng 11,6% của các nền kinh tế tiên tiến.

Trong khi đó, các phản ứng từ phía chính sách tiền tệ đã mở rộng công năng chi tiêu tài khóa cho các cấp chính phủ ở nhiều quốc gia tiên tiến và các nước đang phát triển. Bằng cách cắt giảm lãi suất, mua trái phiếu và giới thiệu nhiều hình thức cho vay mới đối với các khu vực và các doanh nghiệp đặc thù, các ngân hàng trung ương đã sử dụng tất cả các phương tiện nhằm giữ cho chi phí cho vay thấp, và duy trì thanh khoản của các tổ chức công. Từ ngày 20/04/2020, Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) cam kết sẽ mua lượng trái phiếu Kho bạc (Treasury bonds) không hạn chế, Ngân hàng Trung ương Anh (BOE) sẽ mua 200 tỷ bảng (# 250 tỷ đô la), và Ngân hàng Trung ương châu Âu mua 750 tỷ euro (# 815 tỷ đô la) trái phiếu khu vực euro.

Riêng Việt Nam, cả chính phủ và Ngân hàng Nhà nước đã thống nhất đưa ra các gói hỗ trợ chưa từng có tiền lệ nhằm chống chọi với khó khăn về đời sống người dân và doanh nghiệp. Đồng thời, các nguồn lực cho giai đoạn phục hồi và tiếp theo cũng được tính đến. Chính phủ cũng chấp nhận thâm hụt ngân sách cao hơn, và sẽ phải điều chỉnh mức nợ công (hiện đã là 57% GDP năm 2019).

Trong bối cảnh hiện nay, khi Nhật là nước đầu tiên công bố suy thoái, nhiều quốc gia khác sớm hay muộn cũng sẽ cùng hoàn cảnh, chỉ là chờ thời gian để có đủ dữ liệu tăng trưởng GDP thực âm liên tục hai quý mà thôi. Ít ai dám tin rằng việc cắt giảm lãi suất và mua trái phiếu của các ngân hàng trung ương sẽ giúp tăng chi tiêu tiêu dùng và đầu tư kinh doanh. Chi có thể hy vọng sự sụt giảm tăng trưởng hay suy thoái kinh tế có thể được bù đắp phần nào nhờ vào giải pháp chính sách tiền tệ này. Bên cạnh đó, tăng chi tiêu chính phủ vào y tế, hỗ trợ thu nhập trực tiếp của những người lao động mất việc và chính sách miễn-giảm-hoãn thuế sẽ có tác dụng phần nào. Thâm hụt ngân sách lớn là không thể tránh khỏi. Và rõ ràng hệ quả này sẽ góp phần tích lũy thêm vào nợ công vốn dĩ đã ở những mức quá cao trong hầu hết mọi quốc gia.

Theo lý thuyết, tài trợ những khoản thâm hụt như thế này bằng cách bán ra trái phiếu chính phủ có thể làm tăng lợi suất trái phiếu, từ đó có thể tạo ra tác động tiềm tàng bù trừ làm triệt tiêu hiệu ứng kích thích kinh tế. Nhưng các ngân hàng trung ương tiến hành mua trái phiếu song hành sẽ giảm lợi suất này xuống, các chính phủ có thể vay tất cả những gì họ cần với lãi suất rất thấp.

## **“Tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách” đã từng diễn ra?**

Đối với các nước nghèo và đang phát triển, tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách thì không có gì lạ. Trong các tư liệu của Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), vì ngân hàng trung ương ở các quốc gia này không thực sự có tính độc lập, nhiều quyết sách về chính sách tiền tệ chịu sự chi phối của chính phủ, nên tên gọi dành cho cơ quan hỗn hợp (bao gồm cả chính phủ và ngân hàng trung ương) quyết định chính sách tiền tệ quốc gia thường được dùng là “các cơ quan chức trách tiền tệ” (monetary authority). Hệ quả là lạm phát, thậm chí siêu lạm phát thường xuyên diễn ra có nguồn gốc từ việc lạm dụng vấn đề tài trợ thâm hụt ngân sách và nợ chính phủ bằng cách tạo tiền quá mức. Các quốc gia giàu có hơn thì sao?

Lịch sử cho thấy, Hoa Kỳ đã từng sử dụng chính sách này suốt Thế chiến II, trong đó vai trò của Fed là giúp hỗ trợ làm dễ dàng hóa việc tiền tệ hóa nhằm tài trợ thâm hụt ngân sách của chính phủ. Giai đoạn 1942-1951, Fed đã cam kết mua trái phiếu Kho bạc với bất kỳ liều lượng nào cần thiết để giữ lợi suất trái phiếu thấp. Nhưng liệu rằng số tiền này có phải là tài trợ thâm hụt bằng tiền tệ hóa mang tính lâu dài hay không còn phụ thuộc vào việc liệu trái phiếu này có bao giờ được bán trở lại khu vực tư nhân không. Nếu có, theo nguyên tắc thì bảng cân đối tài sản của các ngân hàng trung ương sẽ quay trở lại mức “thông thường” mà không phải “xóa các tài sản ảo”. Thực chất là ở Hoa Kỳ sau Thế chiến II, sự đảo ngược của bảng cân đối tài sản của Fed chưa bao giờ xảy ra.

Trong quyển sách mang tựa đề *Lịch Sử Tiền tệ của Hoa Kỳ (A Monetary History of the United States)*, Milton Friedman và Anna Schwartz đã ước tính chỉ có khoảng 15% thâm hụt do chi tiêu trong chiến tranh được tài trợ bằng tiền của ngân hàng trung ương (thay vì bằng thuế hay bằng nợ) đã được hoàn trả. Ở Nhật, 25 năm thâm hụt ngân sách lớn đã khớp đúng bằng với khoản mà Ngân hàng Trung ương Nhật (BOJ) mua lượng lớn trái phiếu chính phủ, đây rõ ràng là việc nắm giữ trái phiếu của ngân hàng trung ương sẽ không bao giờ được bán lại: một hình thức tài trợ bằng tiền lâu dài (permanent monetary finance) đã từng diễn ra.

Tương tự, hành động mua tài sản của các ngân hàng trung ương thập niên qua kể từ sau cuộc khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008 – những gì mà chúng ta gọi là giải pháp nới lỏng định lượng (quantitative easing - QE) – có thể đã phải đòi hỏi một vài hình thức tài trợ tiền tệ khi chúng ta có đủ dữ liệu tổng hợp sau này.

## **COVID-19 và tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách có thực sự đang diễn ra?**

Với đại dịch COVID-19 lần này, *những cam kết rõ ràng của ngân hàng trung ương cho vấn đề tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách có thể đã được tránh*. Có nghĩa là hai cách tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách – trực tiếp và gián tiếp, như đã bàn ở bên trên về nguyên tắc sẽ không xảy ra. Tuy nhiên, *hiệu ứng thì tương tự*: các ngân hàng trung ương đang cung cấp điều kiện dễ dàng để tạo nguồn cho các khoản thâm hụt ngân sách khổng lồ hứa hẹn tiếp diễn - Các gói cứu trợ tài khóa liên tục được thông qua và ngân hàng trung ương thì cam kết mua chứng khoán và tăng cường các phương tiện tín dụng.

Khả năng này làm dấy lên nỗi lo lắng về việc *tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách* cuối cùng cũng sẽ dẫn đến *siêu lạm phát* (hyperinflation). Điều này có thực sự có lý không? Friedman đã từng có câu nói nổi tiếng rằng trong thời kỳ suy thoái sâu (depression) và có giảm phát (deflation), chúng ta nên thả những đồng đô la từ trực thăng xuống cho dân chúng nhặt và chi tiêu. Giả sử Tổng thống Donald Trump ra lệnh thả 10 triệu đô la từ trực thăng theo như đề nghị của Friedman, tác động có thể sẽ chuyển thành sức cầu và vào hoạt động của nền kinh tế thực – gia tăng sản xuất kéo theo, kết cục lạm phát sẽ rất nhỏ hoặc không xảy ra. Nhưng giả sử quyết định này là thả 1 triệu tỷ đô la thì rõ ràng sẽ có siêu lạm phát. Như vậy, *tác động của việc tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách vào lạm phát sẽ phụ thuộc vào quy mô của nó*.

Về tác động dài hạn đối với bảng cân đối tài sản của ngân hàng trung ương thì sao? Trong các hệ thống tài chính và ngân hàng hiện đại không sử dụng nhiều tiền mặt, các ngân hàng trung ương không trực tiếp tạo tiền mà các cá nhân và công ty trong nền kinh tế thực nắm giữ (tiền mặt trong lưu thông). Những gì mà ngân hàng trung ương tạo ra đó là cơ sở tiền (monetary base) được các ngân hàng thương mại giữ dưới dạng tài sản dự trữ (reserve assets). Kết quả là, các ngân hàng trung ương chỉ sẽ phải trả lãi cho các khoản dự trữ này. Do vậy, các ngân hàng trung ương có thể sẽ chịu loại chi phí này khi mà họ tạo ra ngày càng nhiều tiền hơn.

Nhưng các ngân hàng trung ương có thể tạo tiền mà không chịu chi phí quá nhiều thông qua cách trả lãi ở mức zero hay tiệm cận zero, thậm chí là ở mức lãi suất chính sách dương một chút cho các khoản dự trữ ký gửi của ngân hàng thương mại. Đây có thể là sự khác biệt về chi phí danh nghĩa mà ngân hàng trung ương các nước tiên tiến và các nước đang phát triển gánh chịu. Bởi vì ở các nước đang phát triển, mức “sàn lãi suất” ngăn cản lãi suất chính sách tiệm cận zero (nhớ lại ngang bằng lãi suất có phí bù rủi ro quốc gia và tỷ lệ mất giá nội tệ).

Vì vậy về mặt kỹ thuật, tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách có thể khả dĩ, nhất là ở các nước tiên tiến với mặt bằng lãi suất chính sách tiệm cận zero. Vấn đề còn lại là những nhà chức trách



tài khóa và tiền tệ cần “thông minh” để có thể chọn ra liều lượng “phù hợp”. Hầu hết những người đứng đầu ngân hàng trung ương tỏ ra chần chừ vì họ sợ rằng việc tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách một khi được cho phép thực hiện sẽ có thể trở nên quá mức kiểm soát. Nhất là khi tình trạng đại dịch COVID-19 có thể kéo dài và kinh tế suy giảm nghiêm trọng.

Tuy nhiên, ở các quốc gia, chính phủ có thể vận hành tình trạng thâm hụt ngân sách lớn và ngân hàng trung ương có thể thực hiện việc phối hợp tài trợ khả dĩ với mức lãi zero với hy vọng là các cách vận hành này sẽ được đảo ngược một khi tốc độ tăng trưởng kinh tế phục hồi và tỷ lệ lạm phát trong tầm kiểm soát.

Một khả năng có thể xảy ra có tính nghịch lý đó là trong trường hợp mà các ngân hàng trung ương và các nhà hoạch định chính sách có được sự tín nhiệm và độ tin cậy quá cao. Người dân và các công ty tin tưởng vào lời hứa của các nhà hoạch định chính sách là sẽ không bao giờ cho phép tiền tệ hóa thâm hụt, các vận hành nói lỏng định lượng QE sẽ được bình thường hóa, nợ công mới được hoàn trả. Điều đó có nghĩa là khi kinh tế hồi phục, mặt bằng lãi suất sẽ lại tăng lên, thuế sẽ được điều chỉnh cao hơn.... Những dự đoán về gánh nặng như vậy có thể kiềm nén tiêu dùng và đầu tư hiện tại.

### **Thay lời kết**

Thực tế có tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách hay không vẫn tùy thuộc vào lựa chọn của các nhà điều hành. Andrew Bailey, Thống đốc Ngân hàng Trung ương Anh (BOE), đã đưa ra lập luận vào ngày 5/4/2020 rằng tiền tệ hóa rõ ràng là “không phù hợp với việc theo đuổi mục tiêu lạm phát của một ngân hàng trung ương độc lập”. Nhưng Ben Bernanke, cựu Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Fed) thì cho rằng điều đó là không đúng, ông đề xuất các ngân hàng trung ương độc lập nên xác định một liều lượng tiền tệ hóa nhất định nào đó trong khi chính phủ quyết định cách thức chi tiêu số tiền này. Về cơ chế, các ngân hàng trung ương độc lập có thể thực hiện các quyết định công khai về lượng tiền tệ hóa thâm hụt lâu dài có tính tối ưu. Nhưng dù có hay không “tiền tệ hóa thâm hụt ngân sách”, thì một tỷ phần đáng kể của việc vận hành các gói nói lỏng định lượng (QE) hiện nay có thể sẽ phải xem xét đến khả năng tài trợ cho các khoản thâm hụt ngân sách ngày càng gia tăng ở hiện tại và trong tương lai khi việc kiểm soát đại dịch COVID-19 vẫn chưa có dấu hiệu khả quan – cả ở nước giàu và nước nghèo.

### **Tài liệu tham khảo**

Adair Turner (04/2020), Monetary Finance is Here, Chuyên trang Project Syndicate:  
<https://www.project-syndicate.org/>.

Adair Turner (2013), *Debt, Money, and Mephistopheles: How Do We Get Out of This Mess?*, Group of Thirty, Occasional Paper No. 87, Washington, D.C, May.

Andolfatto, D., and L. Li (2013), *Is the Fed Monetizing Government Debt?*, Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, 2013, No. 5.

Aris Protopapadakis and Jeremy J. Siegel (1986), *Are Government Deficits Monetized?*, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Biagio Bossone (04/2020), *The Monetization of Fiscal Deficits: What is it Exactly?*

<https://vietnamnet.vn/vn/tuanvietnam/tieudiem/viet-nam-dua-ra-cac-goi-ho-tro-chua-tung-co-tien-le-639912.html>